

La política monetaria en el marco de la globalización financiera: canales de transmisión y consecuencias para los países en desarrollo

Pixel y Byte

1. Introducción

Generalmente, la política monetaria es pensada en términos estrictamente nacionales, intentando comprender el impacto de las decisiones de la autoridad monetaria sobre las variables internas, sobre todo, en la tasa de interés y los precios domésticos. También se reconoce la influencia de la política monetaria en los mercados de capitales y el tipo de cambio, pero los efectos suelen ser pensados sólo en términos locales. Tanto es así, que incluso los debates sobre la creación de dinero entre las corrientes “exogenista” y “endogenista” del dinero se restringían a las fronteras políticas del Estado Nación.

Podríamos afirmar que esta visión de la política monetaria estaba sustentada en un contexto en el cual el volumen del comercio internacional y, más aún, de los flujos financieros, era reducido. Es así que durante la segunda posguerra los debates sobre políticas públicas se reavivaron intensamente, pero usualmente, desde la perspectiva de recomposición y crecimiento de las economías centrales. Esto, en un contexto en que dichos países habían adoptado políticas relativamente cerradas en el marco de los modelos de “Estado de Bienestar”. Las regulaciones generales en materia monetaria expresaban entonces, ante todo, una necesidad de dar curso a los acuerdos de Bretton Woods, como sistema que se proponía garantizar una mayor estabilidad cambiaria y un crecimiento sostenido. En este sentido se enmarcan la creación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, como instituciones crediticias para enfrentar los problemas de balanza de pagos que se desatarían a raíz del sistema de paridades fijas y garantizar así, el orden establecido.

El agotamiento de aquel sistema que colapsa durante la década de los setenta, da curso a una situación opuesta en el plano de la economía mundial: volatilidades cambiarias, inflación, y recesiones a lo largo del globo. Estas transformaciones son la expresión de cambios estructurales en el sistema como un todo. Detrás de ellas está en juego una nueva reestructuración a la par del desarrollo de la globalización, tanto comercial como financiera, y el ascenso del liberalismo como garante de este proceso, que adquirirá un nuevo aire en la década de los noventa con el llamado “Consenso de Washington”.

Las sucesivas transformaciones a lo largo de las últimas décadas muestran la profundización de esta tendencia en cuanto a una creciente interdependencia entre las economías nacionales y el desarrollo de las innovaciones financieras, que complejizan la

forma de realizar política y sus impactos. Tanto es así, que la reciente crisis ha implicado un giro en torno a la teoría de política monetaria, y reabierto el debate respecto de la falta de regulaciones, debido a la volatilidad y magnitud de los flujos financieros y la variedad de sus “mecanismos de transmisión”. Desde entonces, son recurrentes las discusiones en torno a la necesidad de avanzar hacia una nueva “arquitectura financiera internacional”.

De esta manera, ya no podemos restringirnos a un análisis de corte nacional a la hora de pensar la política monetaria. Más aún, debemos comprender la situación de las economías en desarrollo en clave de la situación mundial y, particularmente, del desempeño de los países centrales, que son quienes, a pesar de la “anarquía” del sistema financiero, comandan los hilos sobre ciertas variables clave, tratándose de un sistema por demás asimétrico.

Creemos que el problema acerca del impacto de la política monetaria de los países centrales sobre los países en desarrollo no tiene sentido escindida del contexto más general de relaciones comerciales y financieras, ya que ellas han sido el motor de cambio en los instrumentos de política, y la creación y amplificación de los canales de transmisión. Debemos entonces pensar los desafíos actuales de los países en desarrollo en torno a la comprensión de la interrelación global y las dificultades que la configuración actual puede presentar para el desarrollo, en vistas a la construcción de una estrategia de superación de las mismas.

En el trabajo nos proponemos desarrollar, en primer lugar, la evolución de la discusión sobre política monetaria y cómo fueron variando sus instrumentos, tratando de contextualizarlo en el marco de los cambios que se han dado en el proceso de globalización comercial y financiera a lo largo de las últimas décadas. En este sentido, un breve recorrido por la reciente crisis servirá para ilustrar algunas de las formas actuales de realizar política monetaria y el impacto que han tenido en los países en desarrollo. Luego, buscaremos aislar los distintos canales por los cuales las decisiones de política monetaria en los países centrales impactan en los países en desarrollo, tratando de abarcar los complejos modos de interrelación existentes. Sobre esa base es que nos proponemos retomar discusiones actuales y reflexionar acerca de los desafíos actuales de los países en desarrollo.

2. Una revisión del debate y la ejecución de política monetaria de la década de los setenta a la actualidad, y sus impactos recientes en los países en desarrollo.

2.1. El debate tradicional y las teorías del dinero

Tradicionalmente, el debate de política monetaria destaca que los Bancos Centrales disponen de dos instrumentos: la cantidad de dinero y la tasa de interés (Poole, 1970). Dentro

de ellos, habría que utilizar el instrumento óptimo en cada momento, resignando por lo tanto, al otro, noción que se desprende de la determinación de la tasa de interés en el mercado de dinero. Esto significa que, de optar el Banco Central por la cantidad de dinero, la forma de operar sería la fijación de metas de crecimiento de la cantidad nominal de dinero, en base a estimaciones sobre el comportamiento general de la economía, con particular énfasis en la demanda de dinero. De una u otra forma, la variable que queda sin ser objeto de una intervención directa es la tasa de interés. Por el otro lado, de elegir la tasa de interés como variable de control como forma, por ejemplo, de contrarrestar los movimientos cíclicos, se estaría dejando fluctuar a la cantidad de dinero, que tiene que ajustarse para sostener dicha tasa. Dentro de la “predilección” por un instrumento u otro, podemos sintetizar un debate entre dos escuelas que quizás sea unos de los más representativos, que es a su vez un debate acerca de teoría del dinero.

En primer lugar, dentro de los partidarios por el control de la cantidad de dinero hallamos a los exponentes del monetarismo. Podríamos decir que esta visión de la política monetaria tiene raíces en una teoría “exógena” del dinero en el siguiente sentido: supone, por sobre todas las cosas, que la oferta de dinero puede controlarse por parte del Banco Central, de ahí que sea una de las variables sujetas a la decisión de política económica. Esta concepción de teoría del dinero se basa en dos premisas. Por un lado, bajo la lógica propia de la Ley de Say, ata la cantidad de créditos otorgados a los depósitos en los bancos comerciales, que actúan como la oferta de fondos. Así, la causalidad está dada desde las operaciones que alteran la base monetaria (que son las que generan los depósitos que son factibles de “convertirse” en préstamos) y, de esta manera, aumentan la cantidad de dinero mediante la creación secundaria. Es así que para que los bancos puedan prestar deben disponer de encajes excedentes. Por otro lado, la otra premisa básica es la del multiplicador del dinero. Mediante aquél, conformado por parámetros llamados “estructurales” (como la preferencia por el circulante, el nivel de encajes excedentes o la liquidez que los bancos quieren tener) y variables de decisión política (como el coeficiente de encajes legales), se supone que el Banco Central es capaz de controlar la creación secundaria y por tanto la oferta de dinero, cuya magnitud sería simplemente la base monetaria amplificada por dicho multiplicador. La variable de control es entonces por excelencia la cantidad de dinero, y sus fluctuaciones son la principal causante de los movimientos en los precios¹, siendo el Banco Central, ante todo, el

¹ Recordemos la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero: $MV=PY$, en la que V (velocidad de circulación del dinero) es un parámetro estable, y se considera a Y (producción) como determinada en

garante de la estabilidad económica (Friedman, 1968). Cabe destacar que, para sostener que las inyecciones de dinero estén en exacta proporción con la actividad económica, sin provocar presiones inflacionarias, se debe sostener que la demanda de dinero reviste igual carácter a aquel del mencionado “multiplicador” del dinero, fundamentalmente, debe ser una función estable y predecible.

La teoría “exógena” del dinero ha sido ampliamente cuestionada, tanto desde la premisa de que la base monetaria es una variable unilateralmente exógena como desde los supuestos de estabilidad del multiplicador. De un lado, la base monetaria estaría eminentemente ligada al ciclo productivo, por las disímiles necesidades en cada momento de realizar las distintas operaciones que la alteran, como pueden ser los redescuentos y las operaciones de mercado abierto. Por otro lado, el multiplicador no podría considerarse un parámetro estable y predecible ya que su magnitud está sujeta a las decisiones de distintos sectores de la economía: desde la política sobre encajes legales, la disponibilidad de otras fuentes de liquidez de las cuales dispongan los bancos comerciales, hasta la preferencia de tener circulante de los agentes privados, entre otras. Nuevamente, todas estas variaciones podrían asociarse al ciclo económico. Las críticas a la estabilidad de la demanda de dinero también han sido abundantes, particularmente, desde el acervo teórico que retoma al componente especulativo analizado por Keynes (2003: [1936]).

En contraposición a lo visto hasta aquí, aquellos que argumentan a favor del manejo de la tasa de interés como variable de control de la política monetaria se encuentran también en las antípodas en cuanto a la teoría del dinero refiere. Se trata fundamentalmente de quienes adhieren a una “teoría endógena” del dinero, pilar de la escuela postkeynesiana (Palley, 2002). Desde este enfoque, la cantidad de dinero no sería susceptible de ser controlada por la autoridad monetaria ya que, en última instancia, es determinada por la demanda de crédito de los agentes privados². Es así que, en oposición a la teoría exógena, esta teoría aplica la causalidad inversa: es la demanda de préstamos, acorde la necesidad de los capitales para su ciclo productivo³, la que genera los depósitos en los bancos comerciales, y de ahí, altera la base monetaria. Por ello es que la creación secundaria y por tanto, la cantidad de dinero, escapan de un manejo arbitrario de la autoridad monetaria. El rol del Banco Central en este

el corto plazo, bajo el supuesto de la neutralidad del dinero. Es entonces que una variación en M (cantidad de dinero) no tiene otra forma de repercutir que no sea impactando en P (nivel de precios).

² Dentro de este desarrollo teórico existen vetas: la posición que pregona la determinación total de la cantidad de dinero por los créditos u “horizontalista”, y aquella que reconoce que las variables de control de los bancos también juegan un rol en esta determinación o “estructuralista” (Pollin, 1991).

³ Esto incluye a su vez a los créditos al consumo, cuya magnitud está también ligada al ciclo económico.

esquema es, entonces, “acompañar” las necesidades de los bancos comerciales mediante la expansión de la base monetaria. Se invierte la determinación de la teoría cuantitativa del dinero en tanto son los cambios en la producción (o en el nivel de precios) los que operan sobre la cantidad de dinero que debe incrementarse para responder a aquellos.

En este punto, recordemos que también existen críticas a la capacidad de los bancos centrales de controlar la tasa de interés de referencia, a un nivel “arbitrario”. Entre ellas, podemos mencionar a la Regla de Taylor (formulada en Taylor, 1993), según la cual la tasa de interés nominal guarda una relación con las metas de producto y las metas de inflación, entre otras posibles variables. Además, la paridad de tasas de interés descubierta⁴ indica que, en una economía con libre circulación de capitales, fijar una tasa arbitraria de interés no estabiliza al mercado de créditos. En este caso, fijar una tasa de interés arbitraria entonces, sería equivalente a soportar una devaluación o, alternativamente, de existir metas de tipo de cambio, la tasa de interés no sería una variable sujeta a decisión de política monetaria. Más aún, otros argumentos cuestionan la capacidad de la tasa de interés de referencia fijada por el Banco Central para servir de guía o incidir sobre las restantes tasas de la economía, sobre todo, a las tasas activas del sistema bancario⁵. Entre las razones se encuentran la posibilidad de que los bancos operen de acuerdo a *mark-ups* variables⁶, o que prefieran manejar distintas tasas de activos y pasivos para resguardarse debido a que no todos sostienen el mismo vínculo con el Banco Central y con otras instituciones financieras⁷.

2.2. Prescripciones de política monetaria en perspectiva histórica

Si hacemos un recorrido histórico a lo largo de las prescripciones de política monetaria, veremos que el foco fue cambiando de un instrumento de política monetario a otro, sujeto a las cambiantes coyunturas, y al predominio de las escuelas económicas dominantes. Este

⁴ Regla según la cual la tasa de interés doméstica es igual a la tasa de interés internacional, más la devaluación esperada, y riesgos asociados a insolvencia.

⁵ Esta idea puede sustentarse, por un lado, en el supuesto de que los bancos comerciales fijan sus tasas mediante un *mark-up* fijo, y en la idea de que las tasas de interés de corto plazo tienen una incidencia sobre las de largo plazo, lo que se conoce como la teoría de la estructura temporal de las tasas de interés (Mishkin, 2008). Por otro lado, debido a que en muchos países la tasa de referencia es aquella del mercado interbancario, sería esperable que, de bajar dicha tasa, los otros costos de endeudamiento bajen también, y viceversa.

⁶ Esto podría suceder como respuesta a las variaciones del ciclo económico, como estrategia de acuerdo a las características de un determinado mercado bancario (competitivo u oligopólico), por distintos comportamientos ante el riesgo, por problemas de selección adversa y riesgo moral, entre otros factores.

⁷ En particular, las distintas condiciones de los bancos en términos de robustez financiera afectan su costo de financiamiento, el volumen de activos, la capacidad de obtener redescuentos y ser susceptibles a ser “salvados” por el Banco Central como prestamista de última instancia.

proceso ha mutado hasta alcanzar lo que se conoce en la actualidad como las políticas monetarias “no convencionales”, que ha abierto nuevos debates en el plano de la teoría.

Durante los setenta, en el auge del monetarismo y en un proceso ascendente de liberalismo económico, se desprendía la política de controlar la cantidad nominal de dinero y, como mecanismo concreto, la predilección por las operaciones de mercado abierto como control de liquidez. Tradicionalmente, esta forma de política monetaria consistió en mantener un ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero u otras formas de “metas cuantitativas”. Así se aliviarían las fuertes presiones inflacionarias desatadas por la crisis del petróleo. En particular, hacia finales de aquella década, la Reserva Federal, bajo el mando de Paul Volcker, se dio una política de establecer metas cuantitativas muy por debajo de la inflación. Las tasas de interés entonces, libradas al “juego de oferta y demanda”, se dispararon, alcanzando incluso los dos dígitos. Esto tuvo efectos fuertemente recesivos, con un flujo de capitales que emigró hacia Estados Unidos para valorizarse generando la consecuente apreciación del dólar (Hopenhayn y Cruces, 1995).

A continuación, durante los ochenta, la extensión de la globalización y las innovaciones en instrumentos financieros pusieron de manifiesto la dificultad de controlar los agregados monetarios y la demanda de dinero, completamente volátiles. La nueva variable estrella de política monetaria durante esta década y la siguiente la constituiría la tasa de interés de corto plazo, que el Banco Central fijaba como tasa “de referencia” en el mercado interbancario con el objetivo de que las otras tasas tiendan a ella (Cuattromo y Beltrani, 2010). En un contexto de desregulación financiera, la intervención estatal se había visto fuertemente reducida, ya que actuaba en un sólo mercado y fijando una única tasa de interés⁸.

Estos cambios en las prescripciones monetarias dio lugar al llamado “Nuevo Consenso Macroeconómico”, según el cual se admite que controlar la cantidad de dinero no debe ser el objeto del Banco Central, dada la importancia de las volatilidades y componentes endógenos en el proceso de creación y en la demanda de dinero. Se reconoce entonces la conveniencia de operar sobre la tasa de interés como instrumento monetario, a la par de la fijación de metas inflacionarias (Woodford, 2003). Algunos autores han señalado que el “Nuevo Consenso” fue la expresión de un renovado compromiso para bajar la inflación, en un contexto en que la estabilidad de la función de la demanda de dinero no era tal a causa de las desregulaciones financieras. El cambio de orientación en el uso de instrumentos monetarios no implicaría un

⁸ En los países en desarrollo, una práctica común consistió en la fijación de un tipo de cambio fijo como ancla nominal para el control de precios, lo que se reveló insostenible en el mediano plazo y en ocasiones devino en crisis cambiarias con efectos devastadores para sus economías.

cambio de enfoque en la discusión de política, ya que el instrumento no sería relevante en sí mismo, sino la transparencia de la autoridad monetaria y su capacidad para influir en las expectativas como forma de provocar un determinado resultado macroeconómico (Kregel, 2009).

Recientemente, durante la primera década del siglo XXI, las nuevas operaciones e instrumentos en el sistema bancario y en el mercado de capitales transformaron el concepto de liquidez. La derogación formal de la *Glass-Steagall Act*, presente desde la Gran Depresión aunque en gran medida ya erosionada, dio paso a que los bancos comerciales puedan a su vez actuar como bancos de inversión, muchos convirtiéndose de hecho en lo que se conoce como *hedge-funds*, o fondos de inversión (Friedman et al, 2010). En particular, esto redundó en que las firmas se endeudaron masivamente como forma de obtener liquidez, con destino a la compra de activos riesgosos o “tóxicos”, incurriendo en un movimiento especulativo completamente volátil y con poca relación con respecto al desempeño de la economía real⁹. Más aún, se vio una ineficacia del *forward guidance*, en tanto la tasa de interés de referencia no ejercía influencia alguna sobre las otras tasas de la economía, que incluso se movían en sentidos inversos.

La crisis de 2008 se constituyó en una suerte de vidriera de política monetaria sin ningún tipo de precedente histórico. Los grandes bancos centrales tuvieron que reaccionar, muchas veces con retraso, ante la magnitud de la crisis y en ocasiones, lo hicieron creando instrumentos nuevos. Esto es lo que conoce como “políticas no convencionales” (Borio y Disyatat, 2009; Cuattromo y Beltrani, 2010; Reyna et al., 2011; Corallo et al., 2012). En parte, éstas surgen como consecuencia de haber llevado a la tasa de interés nominal a cero o a un punto cercano (es decir, el *zero lower bound*) y, en consecuencia, de perder a la tasa de interés como instrumento de política monetaria. Nos referiremos particularmente al desenvolvimiento del proceso en Estados Unidos, y por lo tanto a las medidas tomadas por la Reserva Federal, pero vale la pena destacar que este tipo de medidas, con mayor o menor moderación, tuvo lugar en los principales Bancos Centrales de los países desarrollados, en particular, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra (Reyna et al, 2011; Corallo et al, 2011).

En los orígenes de la crisis, los bancos comerciales se convirtieron en fuertes demandantes de liquidez para poder hacerle frente a la corrida. Ante la posibilidad de un colapso y quiebra generales, la Reserva Federal acudió a las medidas conocidas como “salvataje”. De esta

⁹ De hecho, esta situación desencadenó lo que se conoce como “*savings glut*”, o exceso de ahorro.

forma, se verificó un importante crecimiento de la base monetaria que no tuvo como correlato un aumento de la cantidad de dinero, ya que los bancos no estaban dispuestos a desprenderse de la liquidez para suministrar nuevos préstamos.

Así es como se llegó a la situación de *zero lower bound* que requirió de medidas novedosas. Dentro de las políticas no convencionales podemos destacar: el *qualitative easing*¹⁰, el *quantitative easing*¹¹ y la remuneración a los encajes excedentes. Esta última surge como consecuencia de una situación inédita que tenía lugar en el mercado interbancario. Las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal no causaban cambio alguno en la tasa de interés del mercado interbancario. Debido al exceso de liquidez en dicho mercado, se empezaron a realizar transacciones a una tasa que se encontraba por debajo de la fijada por la Reserva Federal. Para impedir esta situación, la Reserva Federal pasó a suministrar toda la liquidez necesaria, incrementando la base monetaria, y a remunerar los encajes excedentes a la tasa de *federal funds*, evitando así que se realicen operaciones por fuera de ella. Es entonces que la Reserva Federal logró tener, dentro de ciertos límites, el control de ambas variables operativas a la vez, contradiciendo las posturas tradicionales de política monetaria. Esta situación ha dado origen a la teoría del divorcio o de la separación, que afirma que, bajo ciertas condiciones y por un tiempo limitado, se podrían manejar en simultáneo la base monetaria y la tasa de interés (Keister et al., 2008; Friedman et al, 2010).

La crisis del 2008 ocasionó entonces en el debate acerca de política monetaria un verdadero quiebre, haciendo temblar los cimientos de la teoría de la que se desprendían las recomendaciones de política “convencionales”. Por un lado, cuestiona la idea de la estabilidad del multiplicador, ya que se puso de manifiesto que los bancos comerciales no crean dinero por el sólo hecho de disponer de encajes. Por otro lado, se divorcia la tasa de interés de la oferta de encajes. Es así es que el Banco Central puede mantener la tasa de interés objetivo a pesar de los encajes excedentes. Al mismo tiempo, el período desde Diciembre de 2009 a Agosto de 2011, se habría caracterizado por una serie de “estrategias de salida” para tratar de salir de las políticas “no convencionales” y volver a las convencionales, aunque fracasaron por el empeoramiento de la economía real que forzó a volver y profundizar las “no convencionales” (Reyna et al, 2011).

¹⁰ El *qualitative easing* consiste en un canje de activos mediante el cual los Bancos Centrales se quedan con los activos tóxicos a cambios de activos no riesgosos y, en consecuencia, la proporción de instrumentos riesgosos en poder del sector privado cae.

¹¹ El *QE* es una compra de activos por parte de los Bancos Centrales quienes, mediante su intervención en el mercado de bonos, afectan a los precios y tasas de interés.

La forma tradicional de implementar política podría entonces, ya revelarse inefectiva. Algunos autores sostienen que el retorno de la volatilidad y la inflación generan la posibilidad de que culmine el “Nuevo Consenso”, dando lugar a una nueva teoría que dé cuenta de la formación de precios actual y de la transmisión de la política monetaria (Kregel, 2009). De todas formas, actualmente existen controversias en torno a la efectividad de los instrumentos no convencionales de política monetaria, aunque se reconoce la necesidad de avanzar en la construcción de una nueva teoría de política monetaria (Reyna et al., 2009; Friedman, 2013).

2.3 Impactos recientes de la política monetaria sobre países en desarrollo

Como desarrollamos en el apartado anterior, las políticas monetarias de los principales Bancos Centrales en este contexto fueron muy agresivas, y muchas veces involucraron nuevos instrumentos. En particular, como mencionamos, en los años posteriores a los principales quiebres bancarios se buscaba mediante políticas expansivas asegurar la liquidez y el suministro de créditos en un contexto de recesión generalizada.

Es interesante discutir con una difundida tesis previa a la crisis de 2008 que planteaba que las economías en desarrollo, y en particular las latinoamericanas, se habían “desacoplado” de las centrales. En pocas palabras, la tesis del *decoupling* sostenía que: “(...) frente un *shock* iniciado en el núcleo central de un sistema internacional crecientemente integrado en el plano real y altamente vinculado desde el punto de vista financiero, los desarrollos en su periferia podían mostrar, de manera prácticamente inédita, una llamativa independencia” (Katz, 2009, p. 118). Esto se debería a que: “La reforzada credibilidad de las políticas, la reducción de los niveles de endeudamiento y de las necesidades de financiamiento, el proceso de desdolarización contractual, la disponibilidad de un importante stock de reservas internacionales y la mayor flexibilidad de los regímenes cambiarios parecían indicar que las economías latinoamericanas serían esta vez menos vulnerables a la eventual ocurrencia de *shocks* adversos exógenos.” (Katz, 2009, p. 126). En particular para las economías latinoamericanas, el buen desempeño macroeconómico durante los primeros años del siglo XXI (crecimiento, creación de empleo, fuerte acumulación de reservas internacionales, autonomía para hacer política monetaria y fiscal, una supuesta menor importancia del dólar en sus economías) ya no hacía posible pensar en una dependencia de las últimas respecto de las centrales y que, por lo tanto, resistirían a los embates de la crisis. Esta posición se vio robustecida cuando, en los primeros momentos de la crisis del 2008, los países latinoamericanos no parecieron verse afectados. No obstante, la quiebra de Lehman Brothers

inauguró un período que refutó esta idea. Los países en desarrollo lejos estuvieron de no verse afectados por los movimientos internacionales de capital originados en los países centrales.

Siguiendo a Ocampo (2011) podríamos dividir en distintos períodos el impacto del revuelo en política monetaria que tuvo lugar en los principales Bancos Centrales en los países en desarrollo, con énfasis en América Latina. En una primera etapa, la región no se mostró muy vulnerable ante la caída de los activos de baja calidad o *subprime* (Agosto de 2007 en Estados Unidos), aunque esto tuvo consecuencias sobre el financiamiento externo, que se volvió más irregular y con mayores primas de riesgo. Los efectos hasta entonces habrían estado atenuados porque los precios de las *commodities* seguían altos, y por la realización de políticas anticíclicas. No obstante, la quiebra de Lehman Brothers (Septiembre de 2008) habría desatado la propulsión de efectos hacia el resto del mundo, con la consiguiente crisis financiera, recesión y deterioro del comercio internacional, que se transmitió como una recesión generalizada para los países emergentes. En particular, para América Latina los efectos financieros no habrían sido tan severos, pero no así los desatados como consecuencia del colapso del comercio. No obstante, estos efectos habrían sido mitigados en el corto plazo debido a la recuperación del comercio asiático y de los precios de los *commodities*, liderados por la demanda china. Reyna, Suárez Dóriga y Vicens (2011) también reconocen distintas etapas, señalando que antes de la quiebra de Lehman Brothers había esperanzas de un posible desacople, pero luego de ella los efectos fueron inevitables debido a la crisis y recesión económica global, en la cual hubo un giro de política monetaria en los emergentes. Desde mediados de 2010, los países en desarrollo se dieron una política de retirar los estímulos monetarios en el contexto de una importante entrada de capitales y presiones inflacionarias. Los autores reconocen también una diversidad en la ejecución de políticas llevadas a cabo por dichos países en esta situación para mitigar los efectos mencionados, en la cual, además, incurrieron en instrumentos política no convencionales. Dentro de las distintas estrategias los autores destacan tres: proveer liquidez en moneda extranjera, proveer líneas de crédito adicionales y comprar activos riesgosos. También se hicieron *swaps*, como fue el caso de Brasil y México con la Reserva Federal.

Es así que podemos ver cómo tras el reconocido impacto se pusieron en juego distintas estrategias para mitigarlos. No obstante, en cuanto a lo que a los países en desarrollo refiere, se habrían puesto en evidencia fuertes asimetrías y dificultades para la implementación de políticas anticíclicas. Por un lado, por el posible impacto de una fuga de capitales asociado a

una baja de la tasa de interés y, por otro, el atenuado o nulo impacto expansivo que podía tener una devaluación de sus monedas en el marco global recesivo (Carrera, 2009).

En los países en desarrollo, la existencia de deficiencias estructurales del sistema financiero y monetario global hacen que estos sean víctimas de fuertes shocks procíclicos y que requieran de grandes magnitudes de reservas internacionales para poder tener un espacio de autonomía para realizar políticas anticíclicas (Ocampo, 2009). Por esto es que en muchos países en desarrollo se habría dado una política de “autoasegurarse” mediante la acumulación de reservas y fondos de riqueza soberanos como forma de acceder a una mayor estabilidad. Otro tipo de medidas se orientó hacia tratar de evitar la apreciación de las monedas como consecuencia de las políticas expansivas en los países centrales y de los flujos de capitales que originaron hacia los países en desarrollo. Estos fueron los casos de Brasil y Colombia, que utilizaron diversas operaciones para reducir el diferencial de las tasas domésticas con aquellas de los centrales, situación que incluso se llegó a denominar como una “guerra cambiaria” (Corallo et al, 2012)

Podríamos sugerir entonces que, fundamentalmente, el impacto de la crisis y de las políticas monetarias agresivas por parte de los países centrales se puso de manifiesto como una exposición total a los vaivenes de las decisiones de política monetaria de los países centrales, desde sus efectos expansivos hasta sus momentos de estrangulamiento. Esto tuvo su consiguiente impacto en la dificultad de desplegar una respuesta autónoma que sea efectiva como paliativo a la disminución del nivel de actividad.

La situación de asimetría en cuanto a la capacidad para efectuar políticas y operar sobre variables ha sido referida como una “hegemonía monetaria”, en la cual sólo un país puede manejar a discreción la cantidad de dinero interna y el tipo de cambio a la vez (Olivera, 1983). Esta situación privilegiada, que estaría ligada a aquella economía que dispone del control del medio de pago internacional, le permite a dicho país ejercer una importante influencia en las condiciones macroeconómicas internacionales, mientras que las economías restantes se ven imposibilitadas de ejercer un control sobre todas sus variables. En el mismo sentido, Triffin (1961) citado por Ocampo (2009, p.150, cursiva en el original) ha señalado que “un sistema *internacional* de reservas basado en la moneda *nacional* de la economía dominante es, por naturaleza, inestable porque conduce a ciclos de confianza en la moneda de reserva”.

3. Identificación de canales de transmisión

A lo largo del desarrollo histórico, se ha visto en más de una oportunidad cómo *shocks* internacionales tienen fuertes impactos en los países en desarrollo, siendo la crisis del 2008,

como hemos visto en el apartado anterior, un ejemplo interesante. Sin embargo, no es sencillo distinguir sobre qué variables el impacto es directo o indirecto, dada la gran interrelación existente entre ellas y, más aún, en una economía abierta y en el contexto actual de globalización financiera. El recorrido por los instrumentos de política monetaria y los debates actuales, además de una revisión sobre los impactos recientes sobre las economías en desarrollo, nos ha nutrido como caso de estudio ya que ilustra la magnitud de las innovaciones financieras y de la interdependencia global. No obstante, creemos que en este punto hace falta dar un paso más, que nos permita identificar los mecanismos concretos por los cuales dichos impactos e interdependencia operan. Sólo de esta forma podremos identificar las principales dificultades y desafíos actuales de los países en desarrollo, en pos de elaborar una estrategia que permita el alivio de los impactos negativos y la profundización de los positivos.

Es por este motivo que en este apartado trataremos de aislar analíticamente e identificar los distintos “canales de transmisión”¹² del impacto de la política monetaria de los países centrales sobre los países en desarrollo, desde los más tradicionales hasta los que se vuelven relevantes con la creciente globalización financiera. En más de una oportunidad, nos enfrentaremos quizás a que el efecto final será el mismo (por ejemplo, una apreciación de la moneda), pero se llegará a ese resultado por diferentes vías o, más bien, por la combinación de los efectos de los diferentes canales que potenciarán al *shock* inicial, que resulta interesante identificar.

A su vez, en más de una ocasión nos referiremos a casos históricos en los cuales se haga explícito un determinado canal, con particular énfasis en lo que fue la última crisis. Esto se debe a que la misma constituye un caso reciente en que la política monetaria fue muy agresiva, y además, fue el momento histórico en el que distintos canales se activaron, desde un contexto caracterizado (en términos generales) por el exceso del crédito externo, que dio pie a la idea del desacople, a una situación marcada por la contracción del financiamiento externo y un empeoramiento de la balanza comercial. Dentro de todo el análisis, además, bien vale recordar que los efectos tanto reales como financieros están en estrecha relación con las expectativas, esto es, los valores que se espera que tomen ciertas variables y, además, si se espera que los cambios o políticas sean permanentes, no permanentes, de corto o largo plazo,

¹² Idea sacada de Mishkin (1996), que hace lo propio con la identificación de los canales de transmisión de la política monetaria al sector real. Mies, Morandé y Tapia (2002) también identifican canales de transmisión de la política monetaria, y Katz (2009) identifica mecanismos, pero de propagación de la crisis del centro a la periferia.

como así también influye la credibilidad¹³. En la última década, esto se ha visto reforzado debido a la variedad de instrumentos financieros que impactan directamente en los precios de ciertas variables clave¹⁴.

3.1. Tasa de interés

Gran parte de la literatura ha hecho énfasis en la idea de la paridad de tasas de interés descubierta, que es el eje del canal que desarrollamos a continuación. Ésta postula que la tasa de interés doméstica es igual a la tasa de interés internacional más la devaluación esperada. Para algunos países, como es el caso de aquellos en desarrollo, se añade a esta regla un componente de “riesgo de default” en el pago de bonos. De esta forma, en una economía con libre movilidad de capitales, si llegara a existir una diferencia entre la tasa nominal de interés entre dos países, habrá un flujo de capitales que arbitrará, generando presiones sobre el tipo de cambio. De esa forma, si la autoridad monetaria fijara una tasa de interés mayor a la de referencia, se generaría una entrada de capitales que presionará a una apreciación de la moneda. En un régimen de tipo de cambio flexible, efectivamente generará una revaluación de la moneda, mientras que en un sistema de tipo de cambio fijo haría perder el control de la política monetaria, dado que la autoridad monetaria tendría que intervenir en el mercado cambiario para comprar los dólares que ingresan, expandiendo así la oferta monetaria y pudiendo generar una apreciación real de la moneda, vía aumento de los precios internos. De esta forma, un *shock* que disminuya las tasas de interés de los países centrales generaría una apreciación de las monedas de los países latinoamericanos o un aumento de los precios y una reducción de las tasas de interés si tienen un régimen de tipo de cambio fijo (Canova, 2005). La magnitud y el tipo de impacto dependerán entonces del grado de integración financiera y del régimen cambiario.

Evidencias recientes sobre este canal indican que la política monetaria agresiva por parte de los países centrales ha generado una caída de la tasa de interés de referencia y, consecuentemente, una salida de capitales hacia los países con tasas de interés más altas¹⁵.

¹³ En los mercados financieros se observa un “comportamiento de manada”, que llega a ser devastador en períodos de gran incertidumbre, ya que las expectativas oscilan entre informaciones imprecisas y a menudo se “corrigen” de forma brusca (Ocampo, 2009).

¹⁴ Ejemplos directos de este fenómeno han sido los derivados, tanto de tipo de cambio como de commodities o de tasas de interés, y los securities, como derivado de las hipotecas.

¹⁵ En particular, como mencionamos, hacia los países que se encontraban en sistemas de *inflation targeting* como Brasil, cuya presidenta llegó a hablar de “tsunami monetario perverso”, y redundó en la adopción de trabas a la entrada de capitales, además de rebajar la tasa doméstica. Otros países latinoamericanos, como Chile y Colombia, también se vieron afectados por los flujos de capitales que ingresaron en búsqueda de la mayor tasa de interés doméstica (Corallo et al., 2012).

Los países periféricos recibieron una entrada masiva de capitales que presionó a la apreciación cambiaria, con el riesgo inflacionario asociado, y la consecuencia fue la generación de una suerte de “guerra cambiaria” (Corallo et al, 2012). Esto indicaría una salida de capitales de los países centrales en busca de una mayor rentabilidad relativa, asumiendo que los cambios en las tasas de interés de los países centrales no afecta la tasa de interés local. Siguiendo a Frenkel (2003) una entrada masiva de capitales está seguida de una primera fase de acumulación de reservas y crecimiento de la moneda y el crédito, con una expansión de la demanda y burbujas de precios. Los efectos sobre estas variables serían importantes debido a la magnitud de los flujos en relación a los mercados locales, que además de pequeños son poco diversificados. Estos aumentos de precios tenderían a apreciar el tipo de cambio real y a ocasionar problemas de balanza de pagos a causa de la pérdida de competitividad y el aumento de las importaciones. El déficit de cuenta corriente además, tendería a aumentar a medida que se incrementan las magnitudes de deuda y capitales extranjeros, y como la inversión no se traduce en un aumento de exportaciones se induciría así a una fase opuesta del ciclo en que se van perdiendo reservas internacionales. Esta fase del ciclo estaría acompañada por un alza en la tasa de interés, acorde a los mayor fragilidad financiera y a la pérdida de credibilidad, que son las variables que tendrían mayor impacto en la conformación de la tasa de interés doméstica, al menos para el caso argentino. De ahí, se entraría en una fase recesiva que podría resultar inclusive explosiva, si se efectuara como corrida bancaria.

Por otro lado, Canova (2005) postula que una contracción monetaria de los Estados Unidos puede subir de forma significativa e instantánea las tasas de interés de los países latinoamericanos. Esto podría pasar por tres motivos: los mercados financieros pueden forzar a que esto pase subiendo el riesgo de default de estos países; los bancos centrales de cada país pueden ajustar las tasas de interés para limitar los movimientos del tipo de cambio; o porque pueden estar restringidos los créditos en dólares. Como resultado, de presionar hacia el alza las tasas domésticas de los países latinoamericanos, el capital fluiría hacia ellos. Desde aquí, el autor sugiere que, dado que el tipo de cambio nominal no es afectado ya que el efecto se ha trasladado a la tasa de interés, y dado que se observa una tendencia al aumento de precios de bienes de consumo, el ingreso de capital se gastaría principalmente en bienes no transables y servicios, por lo que podría haber un efecto positivo sobre el producto.

Una vez comprendidos los posibles efectos sobre las tasas de interés locales, quizás debemos remitirnos al canal tradicional de la tasa de interés sobre el sector real al interior de un país, según el cual un aumento de las tasas de interés generaría un desincentivo a la inversión, con consecuencias recesivas sobre el producto, y viceversa (Mishkin, 1996). Lo

más notorio del efecto de estos movimientos sobre el plano real se debe a las variaciones que desata en cuanto al costo de financiamiento (tanto del consumo como de la producción), y al impacto de las variaciones de tasa de interés en la rentabilidad de los proyectos.

3.2. Tipo de cambio

Distintas corrientes teóricas han discutido el efecto de la política monetaria sobre el tipo de cambio, en general abocados a la discusión sobre efectos en la economía doméstica. Mishkin (1996), por ejemplo, sostiene que al hacer una política monetaria expansiva, suben los precios domésticos, cae la tasa de interés real que ocasiona una fuga de capitales y una depreciación de la moneda, generando un aumento de las exportaciones netas. Frenkel (2008), por otro lado, postula que la política de tipo de cambio real competitivo y estable es el motor del crecimiento, pero que ésta debe ser coordinada con las políticas monetarias y fiscales, dado que la contrapartida de este tipo de política cambiaria son presiones inflacionarias por la permanente presión sobre la demanda. Así, la política monetaria debería apuntar a controlar la inflación, de modo de mantener la estabilidad cambiaria, en términos reales. El hecho de emitir o contraer la base monetaria para comprar o vender divisas a fin de mantener un tipo de cambio, provoca cambios en la tasa de interés, que genera movimientos de capitales que arbitran entre la nueva tasa doméstica y la internacional, y genera presiones sobre el tipo de cambio, por lo que la política cambiaria y monetaria deben articularse con la política fiscal.

Estas perspectivas tienen en común que analizan el efecto de una política monetaria sobre el tipo de cambio en términos locales, es decir, en qué puede sucederle a la moneda doméstica, y qué consecuencias desata esto. A esto en parte nos hemos referido como consecuencia del canal anterior.

Ahora bien, cuando los países alcanzan altos grados de integración comercial, variaciones en la moneda de un país pueden tener grandes efectos sobre el comercio y el producto de los países socios. De esta forma, un movimiento de cualquiera de las dos divisas altera la relación de cambio. Por eso, en este canal nos enfocaremos en los efectos de la política monetaria de los países centrales sobre su tipo de cambio, y el impacto de estas variaciones sobre el comercio y el producto de los países en desarrollo con los cuales comercian.

Así, en principio, una apreciación cambiaria de un país es el equivalente a una devaluación del país socio. Esto le generará a este último un abaratamiento relativo de las exportaciones y un encarecimiento relativo de las importaciones. A su vez, podemos pensar que en país central cuya moneda se apreció se dará un proceso de sustitución de producción local por importaciones debido al encarecimiento relativo de los costos de producción, lo que tendría

como contrapartida la posibilidad de un efecto expansivo en determinados socios comerciales. No obstante, debemos contemplar la posibilidad de efectos recesivos, especialmente en aquellos países en vías de industrialización con problemas de restricción externa (Diamand, 1972). En este sentido, se podría pensar que, en una fase expansiva, el aumento del producto requiere de un aumento de las importaciones (sobre todo, asociadas a los bienes de capital, muchos de los cuales se importan desde países centrales) mayor a la disponibilidad de divisas provenientes de las exportaciones. De esta manera, ante una apreciación de la moneda de un país central, el encarecimiento de las importaciones podría resultar en una sofocación de la restricción externa, presionando hacia una brusca devaluación o a redoblar la necesidad de otros tipos de financiamiento.

Claro está que la magnitud del impacto dependerá del grado de integración comercial con la economía cuya moneda cambia de valor. En este sentido, bien podríamos retomar ciertas conclusiones útiles del análisis a partir de la “teoría de las zonas monetarias óptimas”¹⁶ (Mundell, 1961). Desde esta perspectiva, se ha señalado que si la economía es muy abierta, una devaluación no provocaría cambios significativos en los términos de intercambio externo ya que el *pass-through* es casi total (McKinnon, 2001). Tal podría ser el caso, por ejemplo, de países del Caribe, de estrecha relación con Estados Unidos. Siguiendo una línea de razonamiento similar, pero en sentido inverso, podríamos pensar que, en una economía en que sea relevante el sector no transable, las variaciones de tipo de cambio tendrían un efecto considerable, ya que incidirán en los precios relativos y la distribución del ingreso, reforzando las asimetrías en el desempeño de los sectores.

Otro aporte que podríamos retomar para resignificarlo en este contexto es el de Kenen (1969, citado en McKinnon, 2001), que plantea la posibilidad de un shock asimétrico en relación a la diversificación de las economías. En este sentido, si las economías son muy diversificadas, la ocurrencia de un shock asimétrico es baja por la capacidad de sustitución interna de producción. Por el contrario, economías altamente concentradas serían más sensibles a devaluaciones de países socios ya que no tendrían la capacidad de sustituir internamente y perderían competitividad.

Como ha sido ampliamente discutido, las economías de países en desarrollo y, en particular las latinoamericanas, no han logrado aún diversificar sus matrices productivas, o incurrir en el desarrollo de sectores con mayor contenido tecnológico (CEPAL, 2010). Así es que políticas monetarias en países centrales que tengan un efecto sobre sus monedas, y que

¹⁶ Esta teoría analiza las condiciones en las cuales se minimizan los efectos por un shock asimétrico a sus integrantes, y por lo tanto, sería conveniente asociarse por los beneficios asociados a la estabilidad.

sean importantes socios comerciales de países en desarrollo, podrían tener fuertes efectos en la producción interna de los países periféricos y sus consecuentes efectos sobre el empleo, el crecimiento y el desarrollo.

3.3. Precios

Un canal estrechamente vinculado con el visto en el apartado previo, refiere una política monetaria que provoque un cambio en los precios domésticos del país central, que sean relevantes para los países en desarrollo y por tanto tenga efectos en su desempeño. También puede acontecer que una política monetaria impacte en los precios domésticos de los países en desarrollo, o en precios de *commodities*, que sean relevantes en sus economías.

En su análisis de la relación entre Estados Unidos y Latinoamérica, Canova (2005) se refiere a un canal de transmisión vía el comercio, vinculado a un aumento de los precios internos en los países centrales, no por apreciación nominal de la moneda, como comentábamos en el apartado anterior, sino por presiones inflacionarias. Es así que podríamos pensar que tras una política monetaria expansiva en un país central, que bajo ciertas condiciones, pueda generar un efecto inflacionario, los términos de intercambio latinoamericanos se verán afectados por el aumento relativo del precio de las importaciones sobre el precio de las exportaciones¹⁷, en caso de que haya una modificación sustantiva en los precios relativos relevantes para los países que comercian con Estados Unidos.

Esto podría generar análogas consecuencias a las esbozadas en el canal anterior: un efecto expansivo por una disminución de las importaciones y un aumento de las exportaciones que mejoraría la balanza comercial del país latinoamericano, pensando además nuevamente en un posible efecto sustitución de producción interna que opere en el país central; o un efecto contractivo ya se incrementa la presión sobre la restricción externa (si no se puede sustituir las encarecidas importaciones), y existe una consecuente necesidad de devaluar o incrementar el financiamiento. Al mismo tiempo y en sentido inverso, una disminución del precio de los productos producidos en los países centrales podría tener efectos negativos para los países en desarrollo si localmente se genera una sustitución de producción industrial interna por externa, con la consecuente reducción de los puestos de trabajo y del producto; o

¹⁷ En este caso, puede que esto se manifieste como una apreciación real de la moneda del país central en caso de que el efecto inflacionario sea significativo y representativo en una canasta de bienes. Pero lo que interesa destacar aquí es el cambio de precios relativos que puede resultar significativo para un país en desarrollo que sea su socio comercial (como el aumento de precios de un bien que éstos importen), cosa que puede suceder sin que sea advertido en el país central como un aumento general de precios por el bajo peso relativo de ese bien sobre la canasta. De esta forma, este aumento podría no traducirse en una apreciación real de la moneda.

alternativamente, un relajamiento en la restricción externa de tratarse de bienes que no pueden actualmente ser sustituidos por producción local.

A partir de esta situación, Canova (2005) discute una serie de consecuencias posibles en su análisis entre Estados Unidos y América Latina: el nivel de precios doméstico podría aumentar o mantenerse constante, dependiendo de si el aumento de los precios en Estados Unidos se traslada vía tipo de cambio o no, y según si el estímulo a la demanda agregada afecta más a los precios o a la producción¹⁸. Asimismo, los movimientos de la moneda y la tasa de interés dependerán de la política monetaria doméstica: si es acomodaticia, la moneda seguirá a la producción doméstica; mientras que si hay metas de inflación, subirán las tasas de interés. Por el contrario, en el caso de que los precios de Estados Unidos no se trasladen a precios en América Latina, el tipo de cambio nominal o real tendrá que ajustar para mantener el equilibrio. En cualquier caso, la importancia de este canal dependerá de los vínculos comerciales con Estados Unidos.

Ejemplos de la magnitud que podría tener este canal se pueden encontrar en lo que fue el aumento del precio de las *commodities* acaecido en la última década. De más está decir la total relevancia que tiene el cambio en estos precios relativos para economías en desarrollo, como impulsor o contractor de los ciclos en las economías en desarrollo. La última década, en este sentido, es ilustrativa de cómo estos precios, con fuertes determinantes en el plano de lo financiero y de la política monetaria, surcan los rumbos de nuestras economías. En la última década, las economías en desarrollo han mostrado un desempeño similar: el aumento de las exportaciones se ha puesto de manifiesto como una fuerte entrada de divisas, que ha permitido tener los recursos para tener una mayor autonomía que permita estimular la producción industrial, el empleo y el crecimiento que, en términos de los análisis mencionados sobre las economías con problemas de restricción externa, ha permitido aliviar dicha restricción, a la vez de manifestarse como una menor necesidad de financiamiento. Incluso, podemos mencionar el caso argentino en el que durante la última década ha permitido un proceso de desendeudamiento.

En particular, Bastourre, Carrera e Ibarlucia (2010), destacan tres variables como determinantes de los precios de los *commodities*: el tipo de cambio real, la producción industrial como expresión de la demanda mundial y la tasa de interés real. Para explicar los movimientos en estos precios se atribuyen entonces razones ligadas al “comportamiento en manada” en los mercados financieros, al importante componente de expectativas dado que se

¹⁸ Dependiendo del nivel de uso de la capacidad instalada.

trata de productos almacenables, y la influencia de tasa de interés como variable que incide sobre la producción futura y las expectativas sobre actividad económica, ambas variables que presionan sobre los precios (Pindyck y Rotember, 1987, citados por Bastourre et al., 2010). Por otro lado, otra posición señala que un aumento de la tasa de interés presenta tres canales de transmisión hacia los precios de los *commodities*: “i) aumentando el incentivo a extraer (o producir) en el presente respecto al futuro; ii) reduciendo el deseo de las empresas por mantener inventarios, y iii) alentando a los especuladores a salir de los contratos de *commodities* y comprar bonos del Tesoro” (Frankel, 2006, citado por Bastourre et al. 2010, p. 21). Los tres tenderían a hacer caer los precios de los *commodities*, por lo tanto una política monetaria expansiva llevaría a un aumento de los precios de aquellos.

3.4. Matrices en países centrales y filiales de multinacionales en países en desarrollo

Como mencionamos, el canal tradicional de transmisión monetaria vía tasa de interés, muestra los efectos positivos de una política monetaria expansiva sobre el producto, vía una menor tasa de interés que funciona como incentivo a la inversión. Este análisis, restringido a la esfera nacional, se ve resignificado en el marco actual de deslocalización productiva y cadenas globales de valor. Este marco analítico se refiere a un nuevo ordenamiento mundial, en el cual los procesos de producción se realizan a escala global y se organizan de forma disímil dependiendo las características técnicas del sector, y de qué capital comanda la cadena (Gereffi et al, 2005). Dentro los distintos casos de organización que abarca el enfoque, el caso “jerárquico” o de integración vertical es aquel en que los distintos eslabones de la cadena forman parte del mismo capital, bajo una lógica matriz-filial, usualmente las matrices se ubican en los países centrales y las filiales en países en desarrollo¹⁹.

El impacto de la política monetaria de los países centrales afecta a las matrices y, vía las filiales, termina afectando a las economías en desarrollo. Así es como, por ejemplo, una política monetaria expansiva que tienda a bajar las tasas de interés provocaría un aumento de la inversión en los países centrales en desmedro de la inversión en las filiales, y con consecuentes posibles efectos en cuanto a producción y empleo. Esto se debe a un abaratamiento relativo del crédito en los países centrales, a la par del cambio en el costo de oportunidad de invertir en los países centrales. Un movimiento opuesto podría darse si, como efecto de un abaratamiento del crédito en los países centrales, las matrices toman crédito a tasas bajas en dichos países para invertir en países en desarrollo. Por el contrario, una política

¹⁹ También puede pensarse en los casos de inversión extranjera directa en que la matriz duplica su planta en los países en desarrollo, aunque estos casos en la actualidad no son significativos.

de aumento de las tasas de interés podría derivar en un movimiento de capitales desde las matrices hacia las filiales (dado que el abaratamiento relativo del costo de financiamiento opera ahora en sentido inverso), o en una caída de la inversión productiva en general, dado que ha aumentado el costo de endeudamiento en los países centrales. Así, la política monetaria puede operar como un incentivo a movimientos de capital productivo de países centrales a aquellos en desarrollo, o viceversa, sin que éstos hayan operado sobre alguna de sus variables locales.

Al mismo tiempo, una matriz que se encuentre muy apalancada podría no poder hacerse cargo de sus compromisos financieros ante el aumento del costo de financiamiento como consecuencia de una suba de las tasas de interés provocada por la política monetaria del país central, y podría llegar a requerir un aumento de la remesa de utilidades desde las filiales. Así, se genera un movimiento de capitales desde los países en desarrollo hacia los centrales, de nuevo, sin que en los primeros haya habido cambios en la coyuntura macroeconómica o en los *fundamentals*.

3.5. Disponibilidad de fondos del exterior

La especificidad de este canal viene dada por los impactos expansivos o recesivos que pueden acontecer como consecuencia de cambios en las condiciones de los mercados de créditos tras una política monetaria.

En términos generales, dentro de los debates acerca de las condiciones crediticias, ciertos autores sostienen, mostrando la herencia de la teoría “exógena”, que una política monetaria expansiva aumenta la cantidad de dinero, y por lo tanto, también así lo hacen los depósitos. En un escenario semejante se vería un aumento en la cantidad de créditos otorgados por las instituciones bancarias cuyos depósitos se vieron ampliados (Mishkin, 1996).

Surgen, además, los debates en torno a los problemas de selección adversa y riesgo moral, presentes al tratarse de un mercado con información asimétrica como es el mercado de créditos. Particularmente, las cambiantes condiciones del mercado de créditos pueden afectar la capacidad de financiamiento tanto desde la capacidad que tienen las firmas de endeudarse o de obtener fondos propios, como las decisiones sobre racionamiento o expansión del crédito por parte de los bancos, lo que redundaría en canales distintos según cómo impacta la política monetaria en los respectivos costos (Mies et al 2002). En particular, se ha sostenido que una política monetaria expansiva podría, mediante la variación de precios relativos, afectar de manera positiva al valor de mercado de las firmas, como así también a su patrimonio neto y *cash-flow*, que es sensible a las variaciones de tasa de interés. Todos ellos suavizarían los

problemas de selección adversa y riesgo moral, ya que las empresas mostrarían una mayor capacidad de pago y se tendería a la expansión del crédito, es decir, se otorgarían créditos que anteriormente no eran viables porque eran asociados a un mayor riesgo de incobrabilidad (Mishkin, 1996). Caso contrario ocurriría ante la aplicación de una política monetaria contractiva, ante la cual el valor de las firmas podría caer, los problemas de riesgo moral aumentan (ya que las empresas tendrían incentivos a incurrir en inversiones más riesgosas) como así también la selección adversa (que incentivaría a los bancos a tener tasas diferenciales o eventualmente racionar el crédito) (Mies et al, 2002).

Asimismo, podemos mencionar otro debate interesante sobre la propagación de estos ciclos, es decir, explicar cómo un aumento o deterioro de la “credibilidad” (que puede desatarse como consecuencia de una política monetaria) tiene efectos persistentes en el tiempo, pudiendo aliviar o profundizar los problemas de riesgo moral y selección adversa. Bernanke (2007) desarrolla una explicación mediante los conceptos de prima de financiamiento externo y acelerador financiero. La primera de financiamiento externo se define como la diferencia entre el costo de pedir fondos de forma externa a la empresa y el costo de oportunidad de usar fondos propios. Esta prima se asume positiva por los costos de evaluación y monitoreo de un prestador externo. Además, se asume que esta prima está en relación inversa a la “solidez” de la firma que solicita crédito (será menor cuanto mejor sea la posición de la firma en cuanto liquidez, patrimonio neto, *cash-flow*, etc.), ya que los costos del prestador se reducen. Ante una mejora del *cash-flow* y patrimonio neto de las firmas, las empresas obtienen un menor costo de financiamiento en los períodos subsiguientes, que prolonga el movimiento expansivo a través de un aumento de la inversión. Este es el efecto del “acelerador financiero”, que se aplica a cualquier shock que afecte la posición financiera de la empresa y sirve para explicar la persistencia y amplitud de los ciclos. Este canal sería particularmente relevante en aquellas economías financieramente dependientes, ya que los costos de financiamiento suelen ser superiores, como así también los problemas de información asimétrica en mercados con empresas pequeñas y financieramente menos desarrollados (Mies et al, 2002).

Todos estos problemas cobran especial relevancia a la hora de pensar los efectos en los países en desarrollo. Estos se caracterizan por ser economías cuyo proceso productivo requiere de la disponibilidad de divisas para importar aquellos insumos clave que, dado el desarrollo tecnológico existente, no son producidas al interior de sus territorios nacionales. En la medida que estos procesos se profundizan, y como consecuencia de su escasa capacidad de generar ahorro internamente, suele tornarse necesario hacerse de magnitudes crecientes de de

financiamiento. De esta manera, acudir al financiamiento externo se torna una herramienta necesaria para poder sostener un ritmo de crecimiento elevado sin caer en un cuello de botella, es decir, en la llamada “restricción externa” (Diamand, 1972).

Actualmente, los países cuentan con distintos mecanismos para hacerse de los fondos que requieren, según el grado de apertura financiera con el que cuentan. Distinguiremos dentro de esta disponibilidad de fondos dos casos particulares que nos parecen relevantes: el mercado de capitales y la deuda externa. Una tercera forma de obtención de divisas está ligada a la Inversión Extranjera Directa, pero a ella ya nos hemos referido en el canal anterior destacando sus particularidades.

3.5.1. Vía mercados de capitales

Tradicionalmente, se ha destacado el efecto de la política monetaria en las operaciones en el mercado de acciones, y eventuales efectos sobre el nivel de producto. En el caso de una política expansiva, el aumento de la cantidad de dinero, habría un exceso de liquidez que podría volcarse en los mercados de acciones. Aumentaría así la demanda de las mismas, y por consiguiente, sus precios, provocando un efecto en este caso positivo sobre la “q de Tobin”²⁰ como variable determinante de las decisiones de inversión. Sería una vía así, al incremento de la inversión y de la producción (Mishkin, 1996). En el mundo globalizado de hoy, este canal puede tener lugar en cualquier mercado de acciones, y por lo tanto, ejercer su influencia en las inversiones en otros países, diferentes de aquellos que han realizado el *shock* de política monetaria.

Por otro lado, recientemente, a partir de la quiebra de Lehman Brothers, se generó un fuerte proceso de desapalancamiento y *flight to quality*, es decir, los inversores trataron de deshacerse de todos los activos riesgosos a cambio de liquidez o títulos de deuda pública de los países centrales, sobre todo de Estados Unidos. Esto tuvo como contrapartida el hundimiento de los mercados de capitales internacionales que incluían, por supuesto, los títulos de deuda soberana de los países en desarrollo, así como las acciones de sus principales empresas. De esta manera, los países en desarrollo vieron subir sus primas de riesgo, y disminuir su acceso al financiamiento externo (Katz, 2009). Este “castigo” estuvo principalmente motivado por el comportamiento de los inversores internacionales en

²⁰ La q de Tobin es el cociente entre el valor de mercado de una empresa y su costo de reposición. Si esta variable es alta, el precio de mercado es alto respecto del costo de reposición del capital, entonces nuevas plantas y equipo son baratas respecto del valor de mercado de la firma. Por eso la firma puede emitir acciones a un precio alto respecto al costo del equipo que estarán comprando. Q alta implica un aumento de la inversión, y viceversa.

respuesta a la crisis internacional, es decir, la preferencia por la liquidez y la “huída a la calidad”, y no fueron el resultado de un deterioro de sus condiciones macroeconómicas.

Esta secuencia hace explícita una nueva veta en este canal de transmisión, intermediado por el mercado de capitales. De esta forma, una política monetaria contractiva vía la colocación de títulos de deuda pública por parte de los países centrales subirá la tasas de interés de los bonos de sus títulos de deuda pública pudiendo cambiar los precios relativos en contra de los títulos de deuda pública de los países en desarrollo, y un consecuente cambio en la composición de la cartera de los inversores. Esto puede ser apreciado por el mercado como un aumento del riesgo de los países en desarrollo que provoque una fuga de capitales adicional.

Asimismo, los bancos nacionales de los países en desarrollo suelen ser relativamente pequeños. De esta forma, los grandes bancos internacionales se convierten en actores de peso en los sistemas financieros de estas economías, que se vuelven dependientes de ellos para satisfacer sus necesidades de financiamiento doméstico. En situaciones de stress de los mercados internacionales de crédito, los bancos multinacionales pueden estar sujetos a corridas por el paso a momentos de primacía de preferencia por liquidez. De esta forma, puede ocurrir que esos fondos provengan de las filiales en los países periféricos, generando así una contracción de los fondos disponibles en estos países y encareciendo el costo de financiamiento interno (Katz, 2009). En los países en desarrollo, a su vez, y a diferencia de los países centrales, los momentos de stress estarían caracterizados por una menor demanda por la moneda doméstica y otros pasivos gubernamentales, por lo que el financiamiento se hace aún más difícil (Katz, 2009).

3.5.2. Vía deuda externa

Históricamente, los países en desarrollo han necesitado, por diversas razones, de grandes fuentes de financiamiento externo, y más en general, disponibilidad de divisas. Esta fuente de financiamiento ha provenido en general, pero sobre todo a partir de la década de los noventa, de la deuda externa. Esta deuda suele estar denominada en dólares, por lo que está sujeta a los vaivenes de política monetaria de los países acreedores, sobre todo, de Estados Unidos.

Una política monetaria desmesuradamente contractiva puede generar una presión deflacionaria sobre los precios domésticos que empuje a una apreciación de la moneda en los países centrales. De esta forma, el tipo de cambio real de los países periféricos se verá relativamente depreciado. Es decir que se requerirá un flujo de ingresos mayor en moneda doméstica para hacerse cargo de la misma deuda denominada en moneda extranjera. También,

de contraerse nueva deuda, será a un tipo de cambio relativamente devaluado y por lo tanto con un costo mayor de financiamiento externo por la mayor dificultad de repago.

Hopenhayn y Cruces (1995) señalan muy ilustrativamente, mediante un caso histórico, los efectos negativos para los países periféricos, sobre todo los ampliamente endeudados, como contracara de los buenos resultados para los países industrializados. Así, la política de control de la oferta monetaria para controlar la inflación efectuada por la Reserva Federal hacia fines de los setenta generó un fuerte aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, con la consecuente salida de capitales hacia aquella nación, provocando la apreciación del dólar y desatando las crisis de deuda latinoamericana de principios de los ochenta.

4. Conclusión: Nuevos desafíos en el mundo globalizado.

A lo largo del desarrollo histórico podríamos identificar sucesivas rupturas y reconfiguraciones en torno a instituciones, normas y regulaciones del sistema financiero o “arquitectura financiera internacional”. Siguiendo a Carrera (2009), las crisis son esos momentos en los que un nuevo ordenamiento se hace necesario, siendo un caso emblemático el de la crisis de los años setenta y la caída del régimen de paridades cambiarias de Bretton Woods.

Actualmente, tras la liberalización, globalización, y proliferación de instrumentos financieros, la reciente crisis abre el debate sobre las posibles vías hacia la recomposición de las economías nacionales y del rumbo del sistema global como un todo. En particular, las denominadas “políticas monetarias no convencionales”, que irrumpieron ferozmente en la última crisis, y la variedad de canales de transmisión de los efectos dan cuenta de las enormes volatilidades asociadas a los flujos tanto financieros como productivos, en un marco de insuficientes regulaciones a los enormes flujos de capital. Tanto es así, que diversos autores han venido señalando, desde hace ya más de una década, esta suerte de “incompatibilidad” entre el desarrollo de los mercados financieros con inherentemente inestables, y la pérdida relativa de poder de las instituciones internacionales o, directamente, la falta de una estructura institucional adecuada, como forma de regularlos (Pietrobelli et al, 2000).

Al preguntarnos por el lugar de las economías en desarrollo en este esquema, no podemos sino remitirnos a las dificultades más recientes por las que se ha transitado, y revisar las tendencias que existen hoy en torno a la superación de aquellas. En principio, uno de los debates más recurrentes y al que nos hemos referido es aquel sobre el financiamiento. Resulta claro cómo las decisiones de política monetaria por parte de los países centrales expresan una

cierta “hegemonía”, y colocan a los países en desarrollo en una posición con menor margen de acción. Tal es así, que recurrentemente atan su desempeño a los ciclos y decisiones de política en los países centrales. Como desarrollamos anteriormente, los canales vistos en los apartados anteriores se conjugan de modos particulares para causar distintos efectos en los países periféricos. En particular, éstos dependerán del tipo de régimen cambiario, del grado de apertura comercial y financiera, de la autonomía de la política monetaria y sus objetivos, del grado de desarrollo del mercado de capitales, del grado de diversificación de la estructura productiva, entre otros factores.

Todo esto, además, se ve exacerbado si consideramos la velocidad y variedad de las transacciones financieras, sumado a que los enormes y crecientes flujos de capital alrededor del globo no son sino un continuo movimiento de una masa de dinero que busca maximizar sus beneficios. Estas consideraciones nos muestran que, más allá de la llamada “anarquía financiera”, existe una asimetría de poder, dados los instrumentos actuales y la falta de regulaciones, que dificultan la capacidad de los países en desarrollo de realizar políticas anticíclicas de forma autónoma, y que indican que el régimen global no está exento de inequidades. De hecho, todo pareciera indicar que una parte significativa de las fluctuaciones en las economías en desarrollo no son consecuencia de las resoluciones de política de los mismos, por lo que el estudio de la toma de decisiones de los países centrales y sus distintas formas de impacto se torna clave, para que los márgenes de autonomía de que disponen los países en desarrollo ganen en efectividad, y se pueda profundizar los posibles efectos positivos y minimizar los negativos.

En semejante contexto, hay indicios de que se ha avanzado sobre las discusiones en torno a una nueva configuración financiera. En un sentido, desde el G-20²¹, se ha involucrado a los países emergentes en los debates acerca del rumbo de la economía global tras la última crisis. Desde este punto de vista, los debates se han orientado en torno a la necesidad de incrementar la disponibilidad de financiamiento, usualmente desde el aumento de la capacidad prestable de los organismos internacionales y otros organismos financieros, ampliar el acceso a la toma de crédito, otorgar créditos a tasas bajas para los países emergentes (Carrera, 2009). Históricamente, estos organismos se habían caracterizado por mostrarse favorables a garantizar condiciones crediticias excepcionales para los países centrales, y tener una política

²¹ El G-20 o “grupo de los 20” se compone por los siguientes países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía, más la Unión Europea.

de racionalización del crédito para países emergentes. Asimismo, en pos de lograr un nuevo orden que sea capaz de efectuar cierta regulación y control sobre los flujos de capitales, con el objeto de prevenir otra crisis con grandes componentes especulativos, se ha expresado la necesidad de avanzar sobre un proceso de cooperación internacional (Carrera, 2009; Katz, 2009).

Esto quizás abone a la posibilidad de trascender los límites que imponen las fronteras al armado de políticas en la actualidad. Además, muestra un giro relevante en las discusiones de orden internacional, ya que tradicionalmente primaban las discusiones en torno a la recomposición de economías nacionales, más que debates en torno a una cooperación internacional o acerca del rumbo y los problemas de la economía global como un todo.

Desde otro punto de vista, puede pensarse que buscar una mayor articulación con los países centrales no sería del todo viable o conveniente. Desde esta perspectiva se afirma que las voces que priman en los organismos internacionales tradicionalmente han sido aquellas de los países centrales, sumado a los intereses de grandes corporaciones e instituciones bancarias. Más aún, dada la total interdependencia global y las fuertes asimetrías de poder, los países centrales tendrían la capacidad de imponer condiciones tales que los efectos negativos de una política o una crisis se trasladen con mayor impacto hacia los países en desarrollo, mitigando los efectos al interior de sus propias economías locales. En este sentido, una estrategia alternativa sería apostar por una integración o mayor cooperación a nivel regional, o entre países emergentes en general. En este punto, bien vale destacar un hecho reciente que mostraría avances en aquel sentido: la conformación de un banco de cooperación de los BRICS²² como institución que apunte a disponer de grandes masas de capitales para financiar a ciertos países a tasas bajas para proyectos de infraestructura. Al mismo tiempo, también crearon un fondo de emergencia para hacerle frente a los problemas de balanza de pagos.

Si bien esto es incipiente, podría estar indicando el principio de un nuevo orden financiero internacional, donde la hegemonía tradicionalmente concentrada en Estados Unidos y Europa sea contrapesada por un nuevo polo capaz de autofinanciarse y evitar la dependencia y la volatilidad asociada a desbalances en las economías centrales. No obstante, esto también podría tender a conformarse como un grupo relativamente cerrado que busque ampliar su hegemonía propia, por lo que los países en desarrollo que no forman parte del mismo podrían no verse sustancialmente afectados. De todas formas, resulta un cambio interesante de perspectiva dentro de los debates acerca de la conformación de la “nueva arquitectura

²² Los BRICS son un bloque conformado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

financiera”, que quizás indique para aquellos países que se encuentran por fuera, al menos la presencia de un actor más para negociar y quizás, por ejemplo, obtener mejores condiciones de financiamiento.

En este punto, bien vale reflotar el mencionado problema del financiamiento. Porque si bien es cierto que las condiciones de acceso para los países emergentes son muchas veces muy restrictivas, a la par de acarrear mayores costos, en general la atracción de capitales que se desata como consecuencia de las decisiones de los países centrales, y que se transmite mediante alguno de los canales desarrollados, viene justamente en busca de una mayor rentabilidad relativa. El problema de esto es que capitales abocados a la especulación financiera no pueden garantizar la estabilidad y las inversiones productivas necesarias para el mantenimiento y la creación de empleos, innovación tecnológica, atender a los problemas de salud, vivienda, educación, y otros objetivos de crecimiento y desarrollo. Y todas aquellas son variables que en la actualidad quedan muchas veces condicionadas al arbitrio de estos capitales o decisiones de las autoridades de otros países.

En cualquier caso, asistimos a un nuevo régimen internacional, donde, sin lugar a dudas, la política monetaria ya no puede ser pensada en los estrechos marcos de las fronteras políticas de los Estados nacionales. La creación de nuevos marcos regulatorios internacionales y la cooperación entre países a la hora de hacer política, serán los imperativos necesarios de la nueva época. Creemos que ante los recientes hechos, los países en desarrollo no tienen por qué restringirse a los instrumentos existentes. Antes bien, uno de los principales desafíos consiste en, en este contexto de constantes cambios, idear los mecanismos e instrumentos propios de acción, a nuestra medida, para poder intervenir y garantizar los objetivos del crecimiento y desarrollo.

5. Bibliografía

- Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J. (2010). Precios de los commodities: factores estructurales, mercados financieros y dinámica no-lineal, Estudios BCRA No. 6, Banco Central de la República Argentina, Septiembre 2010.
- Bernanke, B. (2007). The Financial Accelerator and the Credit Channel, Speech at The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, June 15, 2007.
- Borio, C. y Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal, BIS Working Papers N° 292.
- Canova, F. (2005). The Transmission of US Shocks to Latin America, Journal of Applied Econometrics, Vol. 20, p. 229–251.
- Carrera, J. (2009). El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional, en Revista Ensayos Económicos N° 53/54, BCRA, Enero-Junio de 2009, p. 217-244.
- CEPAL (2010). La hora de la igualdad: Brechas por cerrar, caminos por abrir, Trigésimo tercer período de sesiones de la CEPAL, Brasilia, 30 de mayo a 1 de junio de 2010.
- Corallo, S., Suárez Dóriga, C., y Vicens, M. (2012). Impacto reciente de la crisis financiera internacional en la ejecución de la política monetaria, en Revista Ensayos Económicos N° 65/66, BCRA, Septiembre de 2012, p. 129-172.
- Cuattromo, J. y Beltrani, M. (2010). Política monetaria no convencional, en Nota técnica correspondiente al informe económico N°73 del tercer trimestre de 2010, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.
- Diamand, M (1972). “La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio”, en Desarrollo Económico – Revista de Ciencias Sociales, vol. 12, N°45, IDES, abril – junio.
- Frenkel, R. (2003), Globalización y crisis financieras en América Latina, Revista de la CEPAL, No 80, Agosto 2003, p. 41-54.
- Frenkel, R. (2009). Las políticas monetaria y fiscal en un régimen de tipo de cambio real competitivo, en Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes: Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA. Anales 2008, 1a edición, BCRA.
- Friedman, B. (2013). Has the Financial Crisis Permanently Changed the Practice of Monetary Policy? Has it Changed the Theory of Monetary Policy?, Working Paper 20128, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Cambridge.
- Friedman, B. y Kuttner, K. (2010). Implementations of Monetary Policy. How do Central Banks set Interest Rates?, Working Paper 16165, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Cambridge.
- Friedman, M. (1968). “The role of monetary policy”, American Economic Review, Volume LVIII, Number 1, March 1968, p. 1-17.
- Gereffi G., Humphrey J., y Sturgeon T. (2005). The governance of global value chains, Review of International Political Economy 12, p. 78–104.
- Hopenhayn, B. y Cruces, M. (1995). El financiamiento externo del hegemon: un análisis del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos (1982-1994), Documento de Trabajo N° 5, CENES, FCE, UBA.
- Katz, S. (2009). Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas, en Revista Ensayos Económicos N° 53/54, BCRA, enero-junio de 2009, p. 117-166.
- Keister, T., Martin A., y McAndrews, J. (2008) “Divorcing Money from Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 14 (2), 41-56.

- Keynes, J. M. (2003: [1936]). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- Kregel, J. (2009) ¿Puede el Nuevo Consenso en política monetaria sobrevivir a la inestabilidad financiera y la inflación?, en Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes: Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA. Anales 2008 1a edición, BCRA.
- Lavoie, M. (1984). "The endogenous flow of credit and the Post Keynesian theory of money," *Journal of Economic Issues*, Vol. 18, No. 3, September, p. 771-797.
- McKinnon, R. (2001). Optimum Currency Areas and the European Experience, disponible en <http://web.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>.
- Mies, V., Morandé, F, y Tapia, M. (2002). Política monetaria y mecanismos de transmisión: nuevos elementos para una vieja discusión, Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo, No 181, Septiembre 2002.
- Mishkin, F. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, NBER Working Paper Series, Working Paper 5464, NBER, Cambridge, USA, February 1996.
- Mishkin, F. (2008). Moneda, banca y mercados financieros, Prentice Hall Hispanoamericana, 8ª edición, México.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review* Vol. 51, No 4, p. 657-665.
- Ocampo, J. A. (2009). Implicancias de Política Económica de la Inestabilidad Financiera Actual, en Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes: Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA. Anales 2008 1a edición, BCRA.
- Ocampo, J. A. (2011) ¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?, Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011, en Revista Ensayos Económicos N° 61/62, BCRA, enero-junio de 2011, p. 7-34.
- Olivera, J. H. G. (1983). Dinero pasivo internacional y hegemonía monetaria, *Desarrollo Económico*, vol. 23, N° 89, abril-junio 1983, Buenos Aires.
- Palley, T. (1987). Bank Lending, Discount Window Borrowing, and the Endogenous Money Supply: A Theoretical Framework, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 10, No. 2, Winter, 1987-1988, p. 282-303.
- Palley, T. (2002). Endogenous Money: What it is and Why it Matters, Public Policy Department, AFL-CIO, *Metroeconomica* 53:2, p.152-180.
- Palley, T. (2013). Horizontalists, verticalists, and structuralists: The theory of endogenous money reassessed, *Macroeconomic Policy Institute*, Working Paper 121, June 2013.
- Pietrobelli, C. y Zamagni, S. (2000). The Emerging Economies in the Global Financial Market: Some Concluding Remarks, en *Financial Globalization and the Emerging Economies*, Ocampo, J., Zamagni, S, Ffrench-Davis, R., Pietrobelli, C. (Eds.), CEPAL, ECLAC, Mayo de 2000.
- Pollin, R. (1991). "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence," *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1991, Vol. 13, No. 3, p.366-96.
- Poole, W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N° 2, May 1970, p. 197-216.
- Reyna, N, Suárez Dóriga, C., y Vicens, M. (2011). Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011, en Revista Ensayos Económicos N° 61/62, BCRA, enero-junio de 2011, p. 189-250.
- Taylor, J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, North Holland, p.195-214.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, NJ, Princeton University.