

LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA: CAMBIOS, LOGROS Y DESAFÍOS

2011

Conferencia preparada para
el Quinto Seminario de Alto Nivel
de los Bancos Centrales del Eurosistema
y de América Latina

Klaus Schmidt-Hebbel

Documentos Ocasionales
N.º 1102

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



**LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA: CAMBIOS, LOGROS
Y DESAFÍOS**

KLAUS SCHMIDT-HEBBEL

**CONFERENCIA PREPARADA PARA EL QUINTO SEMINARIO DE ALTO NIVEL
DE LOS BANCOS CENTRALES DEL EUROSISTEMA Y DE AMÉRICA LATINA**

LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA: CAMBIOS, LOGROS Y DESAFÍOS (*)

Klaus Schmidt-Hebbel ()**

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE

Introducción de Javier Aríztegui

BANCO DE ESPAÑA

Comentario de Agustín Carstens

BANCO DE MÉXICO

Comentario de Athanasios Orphanides

BANCO CENTRAL DE CHIPRE

(*) Conferencia preparada para el Quinto Seminario de Alto Nivel de los Bancos Centrales del Eurosistema y de América Latina, celebrado en el Banco de España, en Madrid, el 9 de diciembre de 2010. Agradezco a Enrique Alberola y a Pilar L'Hotellerie sus valiosos comentarios sobre los principales temas analizados en este trabajo. También agradezco a mis comentaristas en el Seminario, Agustín Carstens y Athanasios Orphanides, sus comentarios relevantes sobre la primera versión de esta conferencia. Javier Aríztegui, José de Gregorio, Miguel Fernández Ordóñez, Franco Passacantando y José Darío Uribe proveyeron valiosos comentarios adicionales, que también les agradezco. Finalmente, quiero dar las gracias a Francisco Muñoz y a David Ruiz, por su eficiente labor de investigación. Todos los errores son de mi entera responsabilidad.

(**) Correo electrónico: kschmidt-hebbel@uc.cl.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2011

ISSN: 1696-2222 (edición impresa)

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 25378-2011

Unidad de Publicaciones, Banco de España

Introducción de Javier Aríztegui, Subgobernador, Banco de España

El Quinto Seminario de Alto Nivel de los Bancos Centrales del Eurosistema y de América Latina, celebrado en Madrid en diciembre último, constituyó una ocasión especial para que los gobernadores de los bancos centrales de la zona del euro y de América Latina intercambiaron opiniones valiosas sobre la situación económica y financiera en ambas regiones. También les brindó la oportunidad única de evaluar, a posteriori, la evolución y el comportamiento de los bancos centrales de América Latina durante y después de la crisis. Con esta idea en mente, se solicitó a Klaus Schmidt-Hebbel que escribiera un artículo sobre este tema y que lo presentara en una conferencia previa al seminario. El profesor Schmidt-Hebbel es uno de los economistas más prestigiosos de la región y uno de los expertos más reputados en economía monetaria y, en particular, en el análisis de los objetivos de inflación. Ha trabajado como Gerente de Investigación Económica del Banco Central de Chile durante 12 años y fue Economista Jefe de la OCDE entre 2008 y 2009.

Aprovechando la presencia de los gobernadores de los bancos centrales de las dos regiones, tras la conferencia se organizó un debate, que brindó una visión, desde las trincheras, de la manera en que se formula actualmente la política monetaria, y que fue dirigido por dos destacados ponentes: Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, y Athanasios Orphanides, Gobernador del Banco Central de Chipre. Sus contribuciones se incluyen, asimismo, en esta publicación¹.

La conferencia y los comentarios recibidos ofrecen un panorama exhaustivo del estado actual de la banca central en América Latina. Esta región tiene una larga historia de crisis financieras recurrentes, que afectaron sobremanera al crecimiento económico y avivaron el descontento social. Con frecuencia, fueron perturbaciones externas las que provocaron estas crisis, poniendo, al mismo tiempo, al descubierto graves carencias macroeconómicas y financieras, que, en algunos casos, dieron lugar a crisis bancarias. En consecuencia, las crisis financieras se convirtieron en una fuente importante de inestabilidad macroeconómica, un lastre para el desarrollo económico y motivo de frustración social.

Afortunadamente, tal y como se explica con detalle en el artículo, en las últimas décadas los políticos y los responsables de la política económica han extraído enseñanzas de errores pasados, por lo que, en 2007, América Latina estaba más preparada para afrontar perturbaciones financieras y en la economía real. Con el tiempo, la mayoría de los países reforzaron sus fundamentos macroeconómicos y crearon mecanismos para mitigar los efectos negativos de frecuentes perturbaciones exógenas. Establecieron un sector bancario sólido, con una regulación y supervisión eficaces, dedicado a la banca al por menor, en el que se aúnan bancos nacionales e internacionales. Estos factores han resultado ser efectivos para hacer frente a la actual crisis económica y financiera.

En el ámbito de la política monetaria, se han realizado también notables avances, que han tenido en cuenta las características específicas de cada país. La mayor parte de las economías latinoamericanas implantaron tipos de cambio flexibles y regímenes de objetivos de inflación, pero, en contraste con las economías avanzadas, incrementaron también de

¹ N. del E. Los comentarios a la ponencia se basan en la versión de la misma ofrecida durante el Seminario. La versión aquí editada ha sido revisada por el autor, de modo que algunos comentarios pueden no ser aplicables a la misma.

forma significativa las reservas internacionales y aplicaron requerimientos bancarios y otras medidas para poner freno a los excesos financieros, incluidas, en algunos casos extremos, medidas de control de capitales. Estos dos elementos se consideraron en aquel momento mecanismos transitorios, hasta que el nuevo régimen y el desarrollo financiero se afianzaran. Sin embargo, con la experiencia adquirida con la crisis y la preocupación de los bancos centrales por preservar la estabilidad financiera, este enfoque parece haber incorporado ahora algunas virtudes y un alto grado de pragmatismo. En efecto, en América Latina se ha capeado el temporal financiero con tal éxito que ha puesto de manifiesto los beneficios de extraer las enseñanzas adecuadas de anteriores crisis financieras. Es una coincidencia que en el año en que los países de América Latina comienzan a celebrar los bicentenarios de su independencia, la región parezca haber conseguido emanciparse, asimismo, de un pasado financiero turbulento.

No obstante, como argumenta convincentemente en su artículo el profesor Schmidt-Hebbel, se están planteando nuevos retos para los bancos centrales de la región. En general, el principal desafío es, en mi opinión, preservar los recientes avances realizados en materia de política monetaria, a medida que la economía global se vaya adaptando a un contexto nuevo e incierto. Este documento ofrece unas orientaciones fundamentales para lograr este objetivo.

Resumen

Los bancos centrales de América Latina se vieron reforzados en la década de los noventa mediante nuevas leyes de autonomía, la adopción de nuevos regímenes de política monetaria (como los objetivos de inflación) y la mayor transparencia en la toma de decisiones, limitadas por la aplicación de normas *ex ante* y la obligación de rendir cuentas *a posteriori*. La modernización de los bancos centrales —sustentada en un significativo ajuste fiscal y en el fortalecimiento del sector financiero— contribuyó a que las tasas de inflación de la mayoría de los países de América Latina convergieran en niveles de un solo dígito y se alcanzaran tasas de crecimiento más elevadas y estables que en el pasado. Con todo, el nuevo marco de política monetaria de la región se vio sometido a una severa prueba por la crisis financiera global y la recesión. Las respuestas rápidas e innovadoras adoptadas por los bancos centrales latinoamericanos ayudaron a los sistemas financieros nacionales y a la economía real a resistir bien las enormes consecuencias financieras y reales de la crisis bancaria y la recesión que afectaron a los países industrializados. La evidencia empírica que se presenta en este trabajo muestra que el nuevo marco de política monetaria de los bancos centrales y las respuestas adoptadas durante la crisis atenuaron significativamente la amplitud de la recesión. Tras haber capeado con éxito la crisis financiera global y la recesión, los bancos centrales de América Latina se enfrentan ahora a una multitud de desafíos, que son revisados en esta conferencia. Algunos de ellos son comunes a los de los bancos centrales de las economías tanto industrializadas como emergentes, pues tienen su origen en la propia crisis y en los problemas que ésta plantea para mejorar el papel de los bancos centrales en el logro de la estabilidad monetaria y financiera de una manera más eficaz. Otros son propios de las economías emergentes de América Latina (y de otras regiones) que están registrando una reactivación del crecimiento, elevados precios de las materias primas, una fuerte afluencia de capitales y la apreciación de los tipos de cambio.

Códigos JEL: E52, E58, O54.

Palabras claves: Política Monetaria, banca central, América Latina.

1 Introducción

Los bancos centrales evolucionan con el tiempo. Hace una generación, la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y de estabilidad financiera en la mayoría de los bancos centrales era una actividad opaca, discrecional e imprevisible, y no estaba limitada por regímenes, instituciones o normas bien definidos. Muchos bancos centrales, especialmente aquellos en los países en desarrollo, carecían de independencia respecto a los Gobiernos y eran poco más que fábricas de billetes para Gobiernos ansiosos de financiar sus perpetuos déficits mediante el impuesto inflación.

Lentamente a partir de la década de los ochenta, y con más rapidez a partir de los años noventa y dos mil, los bancos centrales de todo el mundo se han visto reforzados mediante leyes de autonomía, la adopción de nuevos regímenes de política monetaria (como el establecimiento de objetivos de inflación) y una mayor transparencia en el proceso de toma de decisiones, limitado por la aplicación de normas *ex ante* y por la obligación de rendir cuentas a posteriori. Todo ello ha sido resultado de un creciente consenso entre los responsables de la política monetaria y representantes del mundo académico en que las reglas son mejores que la discrecionalidad, tanto desde el punto de vista de la rendición de cuentas democrática como de la eficiencia económica. Ciertamente, este último objetivo ha contado con el respaldo intelectual de la moderna teoría macroeconómica configurada por la revolución de las expectativas racionales, la crítica de Lucas [Lucas (1976)] y los argumentos a favor de reglas de política económica frente a la discrecionalidad [Kydland y Prescott (1977); Barro y Gordon (1983)].

En ninguna región se ha producido un cambio más profundo en este sentido que en América Latina. Tras décadas de déficits públicos financiados mediante la creación de dinero, episodios de elevada inflación e hiperinflación y crisis bancarias y de balanza de pagos recurrentes, a los bancos centrales se les otorgó la independencia *de iure* o *de facto*. Esto les ha permitido adoptar regímenes de política monetaria equiparables a los mejores a escala internacional, capaces de contribuir a la eficaz formulación de políticas encaminadas al logro de objetivos de estabilidad monetaria y financiera bien definidos. La modernización de los bancos centrales fue respaldada por un significativo ajuste fiscal y por el fortalecimiento del sector financiero mediante la mejora de la regulación y la supervisión. Ello hizo que, en la última década, las tasas de inflación de la mayoría de los países de la región convergieran en niveles de un solo dígito y se alcanzaran tasas de crecimiento más elevadas y estables que en el pasado. En consecuencia, América Latina participó activamente en la experiencia mundial de la *Gran Moderación*.

Con todo, el nuevo marco de política monetaria de la región se vio sometido a una severa prueba por la crisis financiera global y la recesión, que se produjeron a raíz de los excesos de muchos países industriales en el período de la *Gran Moderación*. Para sorpresa de muchos observadores, los sistemas financieros nacionales y la balanza de pagos de América Latina resistieron muy bien las enormes consecuencias financiera y reales de la crisis bancaria y la recesión que afectaron a los países industrializados. En contraste con experiencias pasadas, ninguna economía latinoamericana sufrió una crisis financiera en esta oportunidad. La intensidad de la recesión en América Latina fue limitada y de corta duración, seguida de una sólida recuperación. Sin embargo, es precisamente esta recuperación, alentada por los elevados precios de las materias primas y la abundante

afluencia de capital, la que plantea riesgos para la región, que suponen nuevos desafíos para sus bancos centrales. Estos desafíos se suman a los ya planteados por la crisis global a los bancos centrales de todo el mundo en la búsqueda de la estabilidad monetaria y financiera.

En esta conferencia analizo los cambios institucionales y los logros en materia de estabilización de los bancos centrales de América Latina e identifiqué los principales desafíos que las políticas económicas les plantean actualmente. En la sección 2 se examinan las reformas emprendidas en el pasado en el marco institucional, los regímenes y las políticas de los bancos centrales, lo que prepara el camino para la sección 3, en la que se evalúan los logros macroeconómicos y de política monetaria. En la sección 4 se describen las respuestas adoptadas por los bancos centrales para hacer frente a la crisis financiera global y a la recesión de 2008-2009 y se valora cuantitativamente la contribución de las políticas de los bancos centrales para atenuar el impacto de la recesión en América Latina. Yo reviso en la sección 5 los dos tipos de desafíos a los que se enfrentan los bancos centrales (y los gobiernos) de la región en la coyuntura actual. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

2 Una mirada retrospectiva a las reformas: Cambios profundos en las instituciones, regímenes y políticas de los bancos centrales, 1990-2010

2.1 Independencia y transparencia de los bancos centrales

Desde su creación, en diferentes momentos del siglo XX, hasta la década de los noventa, los bancos centrales de América Latina fueron dependientes de sus Gobiernos, lo que se tradujo en elevadas tasas de inflación y en crisis bancarias recurrentes. Con frecuencia, sus reservas fueron objeto de ataques como resultado de la incoherencia de las políticas derivada de los regímenes de tipo de cambio fijo y de las altas tasas de inflación.

El ascenso del monetarismo a escala mundial y la revolución de las expectativas racionales de las décadas de los setenta y los ochenta, sumados al creciente rechazo de la región a la persistencia de las altas tasas de inflación y de la hiperinflación a finales de la década de los ochenta dieron lugar a profundas reformas de los bancos centrales en los años noventa, en un claro ejemplo de «crisis que engendran reformas» [Bruno y Easterly (1996)]. Las reformas se apoyaron en las nuevas leyes de banca central que se aprobaron entre 1989 y 2002 (véase cuadro 2.1). Dichas leyes dieron a los bancos centrales un claro mandato, centrado en la estabilidad de la moneda o de los precios, les otorgaron independencia política para elegir los regímenes de política y diseñar la política monetaria, les confirieron autonomía operativa y les obligaron a rendir cuentas ante el Parlamento y el público en general [Carstens y Jácome (2005)].

Cuadro 2.1: Nuevas leyes de autonomía de los bancos centrales de América Latina, 1989-2002

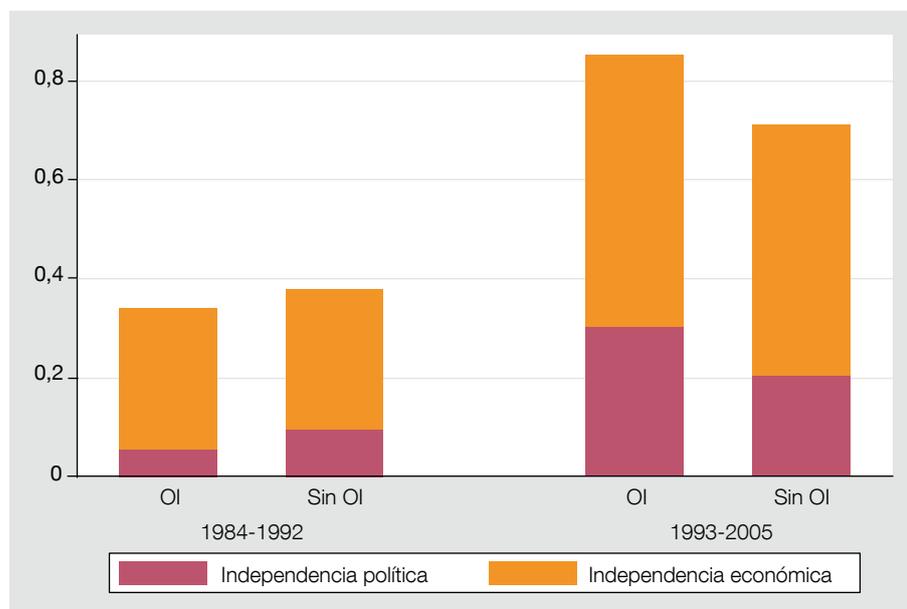
País	Fecha de las nuevas leyes	País	Fecha de las nuevas leyes
Chile	1989	México	1993
El Salvador	1991	Bolivia	1995
Argentina	1992 y 2002	Costa Rica	1995
Colombia	1992	Uruguay	1995
Nicaragua	1992 y 1999	Paraguay	1995
Venezuela	1992, 1999, y 2002	Honduras	1996 y 2004
Ecuador	1992 y 1998	Guatemala	2001
Perú	1993	República Dominicana	2002

Fuente: Carstens y Jácome (2005).

¿Hasta qué punto las nuevas leyes reforzaron la independencia de los bancos centrales? Para contestar esta pregunta, me baso en la literatura anterior sobre el tema [Cukierman (1992); Cukierman et ál. (2002); Carstens y Jácome (2005); Jácome y Vázquez (2005)], que distingue entre independencia política (un índice agregado de diferentes medidas de independencia de los órganos rectores de los bancos centrales y se centra en la estabilidad de precios como principal objetivo de política monetaria) e independencia económica (es decir, independencia del banco central frente al Gobierno en la formulación y ejecución de la política monetaria y en su financiación). Los bancos centrales de América Latina presentan mejoras importantes en estas dos dimensiones desde la década de los

noventa². Los bancos centrales con objetivos de inflación (OI) —que iban a la zaga, en ambas medidas de independencia, de los que no los habían establecido en el período 1984-1992, antes de adoptar la nueva legislación y fijar dichos objetivos— alcanzaron mayores niveles de independencia en el período 1993-2005 en comparación con los países del segundo grupo (véase gráfico 2.1).

Gráfico 2.1: Medidas de independencia de los bancos centrales de países de América Latina con objetivos y sin objetivos de inflación, 1984-1992 y 1993-2005



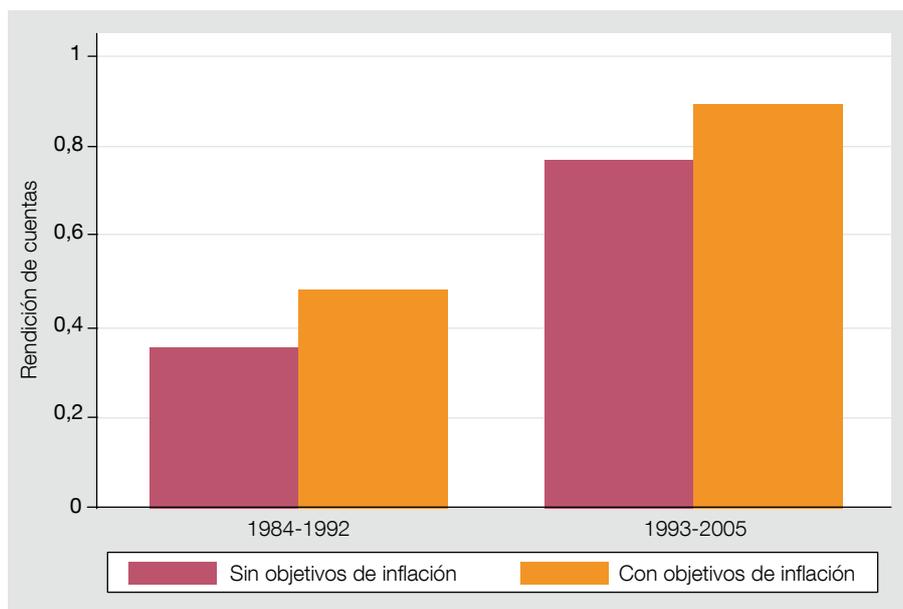
Nota: Los países con objetivos de inflación son Chile, Colombia, México y Perú (no se dispone de datos sobre Brasil para el período 1984-1992). Los países sin objetivos de inflación son Argentina, Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Fuente: Jácome y Vázquez (2005).

Al conferir una mayor autonomía jurídica a los bancos centrales se les impusieron también requisitos más estrictos en materia de transparencia y de rendición de cuentas. Con el apoyo de la nueva legislación, los bancos centrales de América Latina han mejorado significativamente sus requisitos en estos dos aspectos desde los años noventa (véase gráfico 2.2).

² Utilizo los datos recopilados por Jácome y Vázquez (2005), que extienden y aplican la medida de independencia de Cukierman (1992) a los bancos centrales de América Latina.

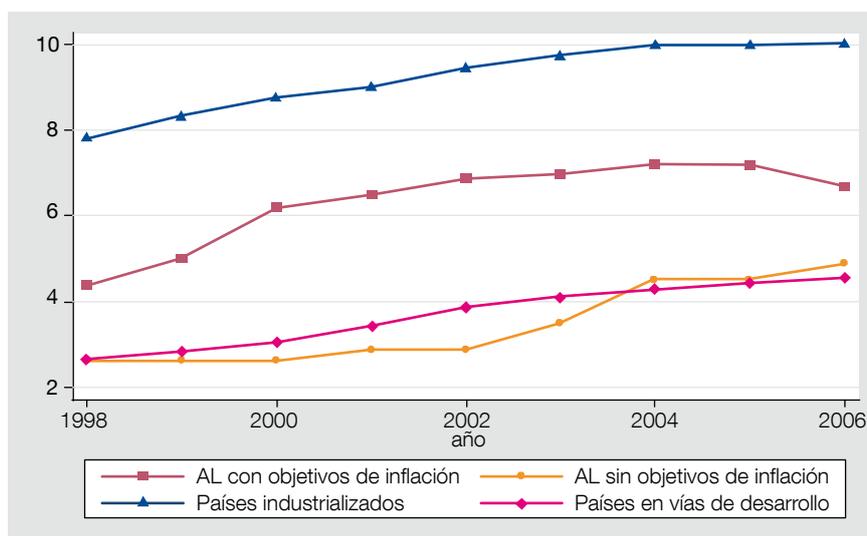
Gráfico 2.2: Medidas de rendición de cuentas legal y de transparencia de los bancos centrales en países con objetivos y sin objetivos de inflación de América Latina, 1984-1992 y 1993-2005



Nota: Los países con objetivos de inflación son Chile, Colombia, México y Perú (no se dispone de datos sobre Brasil para el período 1984-1992). Los países sin objetivos de inflación son Argentina, Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Fuente: Jácome y Vazquez (2005).

Gráfico 2.3: Medidas de transparencia de los bancos centrales por grupos de países, 1998-2006



Nota: Los países de América Latina con objetivos de inflación son Chile, Colombia, México, Perú y Brasil. Los países sin objetivos de inflación son Argentina, El Salvador, Guatemala y Uruguay. Los otros dos grupos están integrados por 13 países industrializados y 78 países en vías de desarrollo.

Fuente: Dincer y Eichengreen (2010).

¿Qué niveles de transparencia han alcanzado en la práctica los bancos centrales como resultado de los cambios legales y de facto en su política monetaria y de información? Según la base de datos mundial de Dincer y Eichengreen (2010) sobre transparencia de los bancos centrales, los bancos centrales de América Latina han registrado mejoras constantes de transparencia en términos agregados durante el período 1998-2006 (véase gráfico 2.3). Cinco bancos centrales de la región, con objetivos de inflación, presentan niveles de transparencia significativamente más elevados que los observados en los bancos centrales latinoamericanos que no han establecido dichos objetivos y en los bancos centrales de otras economías emergentes.

En el cuadro 2.2, se presenta información resumida sobre las medidas de independencia de iure, la transparencia y la rendición de cuentas de iure y la transparencia de facto de los bancos centrales por países y grupos de países. Los datos reflejan los niveles de independencia y transparencia relativamente elevados alcanzados por los bancos centrales de la región en los últimos años. Los bancos centrales que han establecido objetivos de inflación presentan niveles generalmente más altos para ambas medidas que los bancos centrales de la región que no han fijado esos objetivos.

Cuadro 2.2: Medidas de independencia, rendición de cuentas y transparencia de los bancos centrales de América Latina

	Independencia de iure (1993-2005)	Rendición de cuentas de iure y transparencia (1993-2005)	Transparencia de facto (2006)
América Latina	0,74	0,80	6,0
Países con objetivos de inflación	0,79	0,85	6,7
Brasil	0,544	0,688	7,5
Chile	0,886	1	7,5
Colombia	0,822	0,938	5
México	0,807	0,938	5,5
Perú	0,886	0,688	8
Países sin objetivos de inflación	0,71	0,77	4,5
Argentina	0,734	1	5,5
Bolivia	0,864	0,875	-
Costa Rica	0,629	0,688	-
Ecuador	0,748	0,313	-
El Salvador	0,795	0,750	3
Honduras	0,647	0,938	-
Nicaragua	0,574	0,813	-
Paraguay	0,718	0,750	-
Uruguay	0,652	0,688	5
Venezuela	0,738	0,875	-

Fuentes: Jácome y Vázquez (2005) para la independencia y la rendición de cuentas de iure; Dincer y Eichengreen (2008) para la transparencia de facto.

2.2 Regímenes cambiarios y monetarios

América Latina es la región que mejor ejemplifica la hipótesis de las dos esquinas de los regímenes cambiarios, es decir, el paso de regímenes intermedios a regímenes de tipo de cambio fijo y de tipo de cambio flexible. Mientras que, en las décadas de los ochenta y los noventa, los regímenes intermedios eran los más comunes, a finales de la década de los noventa, en la mayoría de los países se produjo una migración hacia regímenes de tipo de cambio fijo o flexible. Según datos del FMI, en 2008 el régimen cambiario en la mayoría de países de América Latina era de flotación controlada o de flotación independiente, mientras que un número reducido de países había adoptado bien un tipo de cambio fijo vinculado al dólar estadounidense o bien éste había reemplazado a la moneda nacional (véase cuadro 2.3). La mayoría de los países con régimen de flotación controlada o independiente son países con objetivos de inflación, coincidencia obvia ya que un auténtico objetivo de inflación es incompatible con cualquier ancla distinta de la fijación de una meta de inflación.

Cuadro 2.3: Regímenes cambiarios y monetarios en América Latina, 2008

Régimen cambiario	Marco de política monetaria			
	Ancla del tipo de cambio (US\$)	Agregado monetario	Objetivos de inflación	Otros
Sin moneda nacional de curso legal	Ecuador El Salvador Panamá			
Tipo de cambio fijo convencional	Argentina Honduras Venezuela	Argentina		
Tipo de cambio deslizando	Bolivia Nicaragua			
Banda deslizando	Costa Rica			
Flotación controlada sin senda predeterminada para el tipo de cambio			Colombia Guatemala Perú Uruguay	República Dominicana Paraguay
Flotación independiente			Brasil Chile México	

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Entre los regímenes de tipo de cambio flexible predominan en la región los de flotación controlada, siendo Chile y México los únicos países que más se acercan a la libre flotación. El «miedo a la flotación cambiaria», que se refleja en frecuentes intervenciones cambiarias, sigue dominando en la región y responde a diferentes objetivos de política macroeconómica: acumular mayor liquidez con el tiempo, evitar las turbulencias financieras o las crisis derivadas de la fuerte depreciación del tipo de cambio en países que están muy dolarizados o que tienen un gran volumen de deuda externa neta denominada en dólares, minimizar las pérdidas de competitividad como resultado de una apreciación significativa del tipo de cambio real³, reducir la

3. Por lo que respecta a la relación entre el crecimiento y el tipo de cambio real (o competitividad), la política cambiaria debe tener en cuenta la relación bicausal que existe entre ambas variables: el crecimiento contribuye a la apreciación del tipo de cambio real (TCR) de equilibrio, mientras que una apreciación del TCR que no es de equilibrio afecta negativamente al crecimiento. La apreciación tendencial del TCR es un subproducto probable e inevitable de un elevado

transmisión del tipo de cambio a la inflación y pinchar las burbujas cambiarias o evitar importantes desviaciones de los tipos de cambio de mercado respecto de los niveles de equilibrio determinados por las variables fundamentales. En ausencia de mercados financieros nacionales profundos y sólidos (incluidos mercados de derivados sobre divisas bien desarrollados), de expectativas de inflación bien ancladas y de políticas macroeconómicas y macroprudenciales anticíclicas sólidas, las intervenciones cambiarias podrían representar un instrumento de política de segundo mejor para contrarrestar los fallos de mercado y de política económica que subyacen a los objetivos de las intervenciones que he enumerado anteriormente. Sin embargo, los beneficios posibles (pero frecuentemente escurridizos) de las intervenciones deben contrastarse cuidadosamente con sus costos, derivados de las limitaciones que imponen las intervenciones sobre la flexibilidad cambiaria y la plena independencia monetaria.

Las intervenciones cambiarias de los bancos centrales de la región son de dos tipos. Predominan las intervenciones opacas con poca información *ex ante* sobre los objetivos, los instrumentos, el importe y los períodos de la intervención. La excepción es Chile, en donde el banco central anuncia previamente las intervenciones y comunica el período y el importe de estas medidas relativamente excepcionales. Un gran cuerpo de investigación empírica sobre las intervenciones cambiarias de los bancos centrales muestra escasa evidencia de su eficacia. En el caso de Chile, cierta evidencia sugiere que los anuncios de las intervenciones (a diferencia de las intervenciones propiamente dichas) tienen efectos positivos (aunque de corta duración) sobre los niveles de los tipos de cambio, lo que indica que podrían contener episodios de apreciación o de depreciación inducidos por factores ajenos a las variables fundamentales [Tapia y Tokman (2004); De Gregorio y Tokman (2004)].

Voy a centrarme ahora en los regímenes monetarios. Los objetivos de inflación se adoptaron con carácter general en los años noventa y dos mil, una vez que los bancos centrales de América Latina pasaron de los regímenes de tipo de cambio fijo o intermedios a los de tipo de cambio flexible. No obstante, a diferencia de los países industrializados, pero en la misma línea que varias otras economías emergentes, todos los bancos centrales latinoamericanos adoptaron el enfoque de los objetivos de inflación mediante un compromiso previo respecto a unos niveles meta anuales que irían encaminándose, en una trayectoria descendente, hacia niveles estacionarios. Durante esta fase de «objetivos convergentes», los bancos centrales se sirvieron de los objetivos como instrumento para anclar las expectativas de inflación en unos niveles que tenían en cuenta la evolución futura, reduciendo gradualmente la inflación. Cuando la inflación observada se situó en tasas de un solo dígito, los bancos centrales adoptaron niveles meta estacionarios. Durante el período de convergencia, los bancos centrales con objetivos de inflación invirtieron muchos recursos en el desarrollo del marco de objetivos, y pasaron gradualmente de un régimen parcial de objetivos de inflación a uno completo, con todos los elementos de los mejores regímenes internacionales en la materia. Ello supuso modernizar las operaciones de política monetaria, mejorar las capacidades de análisis y predicción, reestructurar por completo los procedimientos de toma de decisiones y aumentar los niveles de transparencia,

crecimiento, coherente con la hipótesis de Harrod-Balassa-Samuelson. Las economías emergentes exitosas —las que siguen una senda de convergencia sostenida hacia los niveles de renta per cápita de los países industrializados— deben estar preparadas para «sufrir» esa apreciación tendencial. Conforme a la hipótesis de Harrod-Balassa-Samuelson, los precios relativos de los bienes comerciables aumentarán como consecuencia de las importantes ganancias relativas de productividad en los sectores productores de bienes comerciables (de exportación). Sin embargo, como ocurre con el precio de los activos, los tipos de cambio pueden estar sujetos a burbujas, es decir, a períodos de separación significativa (y creciente) de los tipos de cambio de mercado respecto de los tipos de cambio determinados por las variables fundamentales. La apreciación ampliada y significativa de los TCR que no son de equilibrio puede afectar adversamente al crecimiento, como muestran los estudios internacionales basados en datos de panel [Aguirre y Calderón (2005) y Elbadawi, Kaltani y Schmidt-Hebbel (2008)]. Aunque los tipos de cambio de equilibrio no son observables, los bancos centrales deben evaluar si se produce un desalineamiento significativo de los tipos de cambio cuando se consideran las intervenciones en el mercado de divisas.

información y rendición de cuentas de la labor de los bancos centrales y de sus decisiones en materia de política monetaria. Aproximadamente desde el año 2000, los bancos centrales con objetivos de inflación publican regularmente informes sobre la inflación. En lo tocante a la mejora gradual del marco de objetivos de inflación, los bancos centrales latinoamericanos no se diferenciaron de los de otras regiones, incluidos los bancos centrales de los países industrializados, que también tardaron muchos años en pasar gradualmente de un régimen parcial de objetivos de inflación a uno completo [Batini y Laxton (2007)].

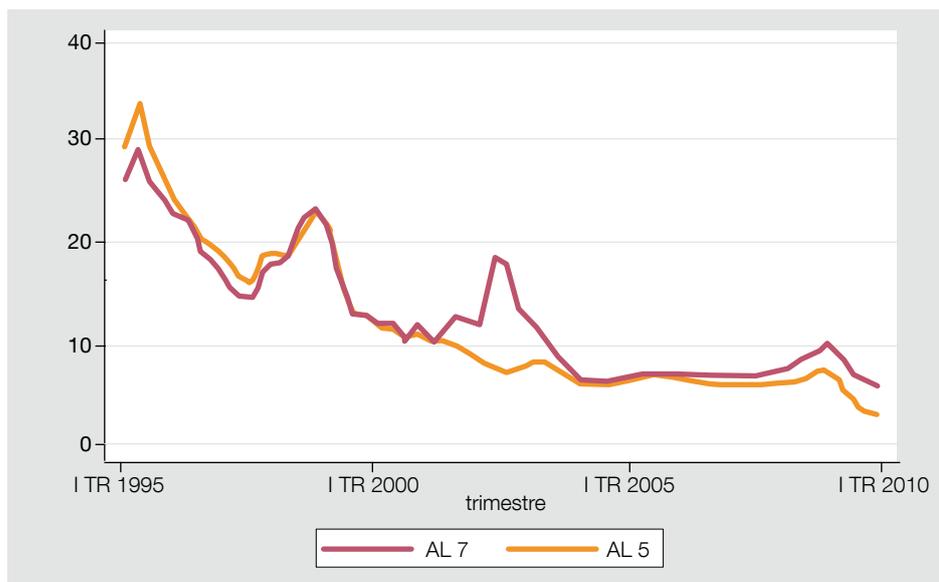
Los bancos centrales de América Latina modernizaron radicalmente el marco operativo de la política monetaria desde la década de los noventa. Este cambio fue resultado de sus objetivos de mantener la estabilidad monetaria y de su intento por acortar la distancia con las mejores políticas en esta materia seguida en los países industrializados. El nuevo marco se centró en el control de la liquidez de los bancos de importancia sistémica, la utilización de un tipo de interés a corto plazo o de una variable cuantitativa como principal instrumento de política monetaria y la adopción de unas reglas de política y unos procedimientos de toma de decisiones más transparentes [Carstens y Jácome (2005)]. Este último marco ha sido adoptado plenamente por los bancos centrales con objetivos de inflación —y, en menor medida, por los bancos centrales de la región que no los han establecido— debido a la mayor dependencia del éxito de dichos objetivos de un régimen monetario bien estructurado y transparente.

Los cinco principales bancos centrales latinoamericanos con objetivos de inflación —y varios otros que no los han establecido— utilizan un tipo interés oficial o tipo de referencia a un día como variable operativa. Realizan operaciones *repo* y operaciones *repo* inversas a un día para controlar el tipo de interés a un día del mercado interbancario y situarlo en niveles próximos al tipo de interés oficial. Por el contrario, muchos países que no han adoptado objetivos de inflación utilizan como principal variable operativa una variable cuantitativa, como la base monetaria o los activos internos netos.

Los tipos de interés nominales a corto plazo han registrado una acusada tendencia a la baja en las principales economías de América Latina desde comienzos de la década de los noventa, debido al descenso de la inflación y de los tipos de interés reales como resultado del éxito de los programas de estabilización (véase gráfico 2.4)⁴. El paso de un régimen de tipo de cambio fijo o intermedio a regímenes cambiarios más flexibles y a expectativas de inflación mejor ancladas prepararon el camino para un cambio radical en la respuesta de los bancos centrales a las crisis internacionales y nacionales. Mientras que, en el antiguo régimen, los bancos centrales elevaban los tipos de interés en respuesta a perturbaciones adversas, tanto externas como internas, en defensa de tipos de cambio inflexibles (por ejemplo, en 1998), muchos bancos centrales pudieron reducir los tipos de interés diez años más tarde para hacer frente a la crisis global.

4. Gran parte de los datos regionales que se presentan más adelante corresponden a medias sin ponderar de las siete economías latinoamericanas más grandes (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) y de los cinco países que, entre estas últimas, han establecido objetivos de inflación.

Gráfico 2.4: Tipo de interés nominal a corto plazo en América Latina, 1990-2009 (%)



Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

2.3 Estabilidad, integración y desarrollo financieros

Tras la crisis bancaria y de deuda que sufrió América Latina en el período 1982-1985, la mayoría de los países reformaron profundamente la regulación y la supervisión de la banca comercial, aprobando una legislación bancaria estricta que limita la toma excesiva de riesgos y permitiendo la inversión extranjera en la banca, promoviendo así mayor competencia. Respaldados, además, por las reformas acometidas en los mercados de capitales y los sistemas de pensiones, la estabilización macroeconómica y el desarrollo general, los sistemas bancarios se hicieron más maduros y desarrollados. La profundidad de la intermediación financiera y del sistema financiero aumentó de forma notable en las dos últimas décadas, al tiempo que se fortaleció la solidez del sistema bancario. Cuando la crisis financiera global dejó sentir sus efectos en 2008, los ratios de recursos propios en relación con los activos ponderados por riesgo se situaban en niveles comprendidos entre el 11,9% (Perú) y el 18,3% (Brasil), prácticamente el doble de las observadas en los países industrializados. Los bancos centrales contribuyeron a la estabilidad financiera de dos maneras: ejerciendo o compartiendo la regulación y la supervisión bancarias con los Gobiernos y realizando un seguimiento de la estabilidad financiera de los países, como se refleja en sus informes periódicos de estabilidad financiera, publicados desde mediados de los años dos mil.

Cuadro 2.4: Ratios de capital regulatorio de los bancos en relación con los activos ponderados por riesgo en América Latina, 2005-2010 (%)

	Capital regulatorio de los bancos en relación con los activos ponderados por riesgo (porcentaje)						Media
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Media	15,4	15,0	14,6	14,7	15,4	15,6	15,1
Argentina	15,3	16,8	16,9	16,8	18,7	18,4	17,2
Bolivia	14,7	13,3	12,6	13,7	13,3	12,3	13,3
Brasil	17,9	18,9	18,7	18,3	18,8	17,5	18,4
Chile	13,0	12,5	12,2	12,5	14,3	13,6	13,0
Colombia	14,7	13,1	13,6	13,4	12,1	12,8	13,3
Costa Rica	18,0	18,4	15,7	15,1	15,9	16,4	16,6
República Dominicana	12,5	12,4	13,0	13,4	14,5	14,5	13,4
Ecuador	11,6	12,0	12,5	13,0	13,8	13,1	12,7
El Salvador	13,5	13,8	13,8	14,5	16,2	16,9	14,8
Guatemala	13,7	13,6	13,8	13,5	15,4	15,1	14,2
México	14,3	16,1	15,9	15,3	15,9	16,4	15,7
Panamá	16,8	15,8	14,5	14,8	16,4	16,6	15,8
Paraguay	20,4	20,1	16,8	18,2	16,4	18,0	18,3
Perú	12,0	12,5	12,1	11,9	13,5	14,3	12,7
Uruguay	22,7	16,9	17,8	16,7	17,0	18,5	18,3
Venezuela	15,5	14,3	12,9	13,4	13,9	15,5	14,3

Fuente: FMI (2010), Informe sobre la estabilidad financiera mundial, citado en Powell (2010).

Tras la crisis asiática de 1997-1998, y junto con la adopción de regímenes cambiarios flexibles, muchos bancos centrales apoyaron la integración financiera internacional de sus países eliminando los controles sobre las salidas y las entradas de capital que habían venido aplicando por muchas décadas y hasta la década de los noventa. Ello contribuyó a un fuerte aumento de la integración financiera internacional en las siete principales economías de la región, que, medida por la suma de las ratios de activos y pasivos exteriores en relación con el PIB, pasó de una media cercana al 90% en los años noventa a casi el 120% en los años dos mil (véase cuadro 2.5). Un cuerpo creciente de estudios comparativos entre países muestra que la mayor apertura e integración financieras en los mercados internacionales de capitales aumenta el crecimiento a largo plazo y reduce su volatilidad [Calderón et ál. (2006 y 2008)] —y América Latina no es una excepción de este patrón mundial—.

Cuadro 2.5: Ratios de activos y pasivos exteriores en relación con el PIB en América Latina, 1990-2009 (%)

	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009
Argentina	78,5	103,8	176,5	147,6
Brasil	45,8	53,22	86,8	82,9
Chile	119,0	126,9	192,1	184,6
Colombia	51,7	61,6	87,1	79,0
México	63,0	81,8	70,3	79,5
Perú	98,0	100,9	103,8	102,5
Venezuela	156,9	131,1	145,5	122,0
Media	87,6	94,2	123,1	114,0

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

No obstante, la plena integración financiera puede incrementar la vulnerabilidad de un país a las fuertes oscilaciones de los flujos de capital, lo que dañaría la estabilidad macroeconómica y financiera en ausencia de unos mercados financieros nacionales sólidos y bien regulados y de política anticíclicas eficaces. Por lo tanto, los controles a las entradas de capital son a veces adoptados y justificados como una política de segundo mejor, cuando no pueden aplicarse soluciones óptimas y cuando sus efectos estabilizadores compensan con creces los costes derivados de las distorsiones financieras que entrañan. La abundante literatura disponible respecto a la eficacia y los costes de los controles de capital impuestos por las economías emergentes en la década de los noventa resulta, en gran medida, inconcluyente [por ejemplo (Ostry et ál. (2010))⁵]. Sin embargo, un intenso debate sobre las ventajas de los controles de capital está reemergiendo. Dicho debate está creciendo en intensidad en las economías emergentes, y algunos países que enfrentan una fuerte afluencia de capital ya han adoptado o están considerando la posibilidad de adoptar controles a las entradas de capital, como analizaré más adelante en el contexto de la región.

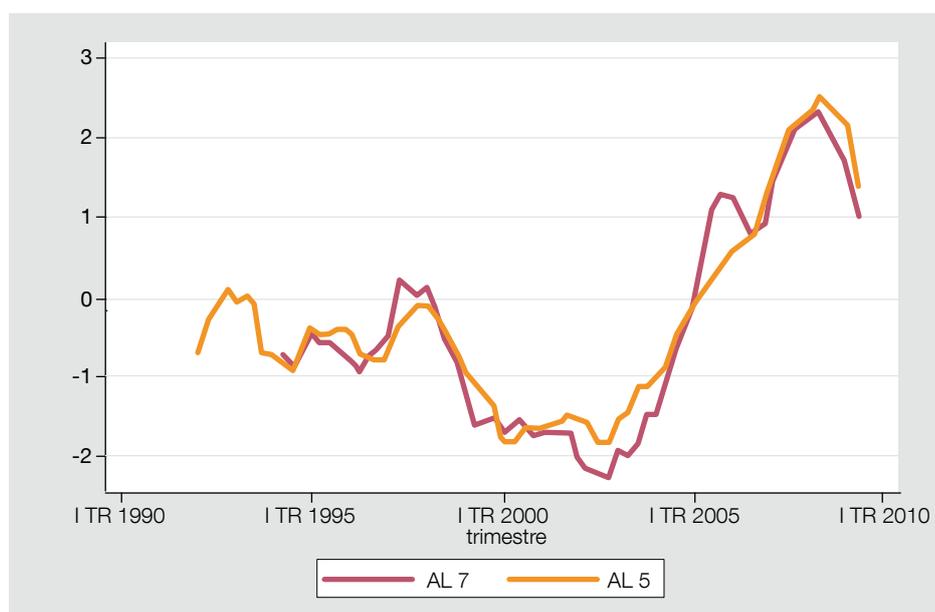
5. La experiencia que más se ha investigado ha sido la introducción de un coeficiente de reservas sin remunerar en Chile en el período 1991-1999, que gravaba las entradas de capital a una tasa implícita que decrecía con el tiempo de permanencia o vencimiento de la correspondiente transacción financiera. Una mayoría de los aproximadamente 15 estudios empíricos realizados llegaron a la conclusión de que el coeficiente de reservas sin remunerar ni reducía la afluencia de capital agregada ni afectaba significativamente al tipo de cambio real, pero sí alteraba la composición de las entradas de capital hacia vencimientos a largo plazo. Esto se produjo a costa de unos tipos de interés a corto plazo más elevados, del acceso más difícil de las pequeñas empresas a la financiación externa y de la evasión y elusión parcial de los controles [Ostry et ál. (2010)].

3 Políticas de los bancos centrales y logros macroeconómicos, 1990-2009

La crisis asiática de 1997-1998 fue seguida de una recesión en América Latina. Con todo, dicha recesión constituyó también una oportunidad que la región supo aprovechar bien y que desencadenó cambios significativos en los regímenes de política económica. Muchos Gobiernos y bancos centrales acometieron reformas que hicieron sus economías más resistentes a las perturbaciones externas⁶. De hecho, la crisis financiera global y la recesión de 2008-2009 serían la primera prueba que tendrían que superar los nuevos regímenes de política económica de América Latina, como se documenta en la sección siguiente.

La situación de las finanzas pública se había reforzado desde comienzos de los años dos mil. Desde el inicio del auge de los precios de las materias primas, a mediados de esa década, las siete principales economías de la región registraron, sistemáticamente, superávits presupuestarios y sus políticas fiscales fueron menos procíclicas que en el pasado (véase gráfico 3.1). La prudencia tanto del sector público como del sector privado durante ese período de auge de los precios de las materias primas se reflejó en superávits por cuenta corriente y en la correspondiente mejora de las posiciones acreedoras netas frente al exterior (véase gráfico 3.2).

Gráfico 3.1: Ratios de saldo presupuestario en relación con el PIB en América Latina, 1990-2009 (%)



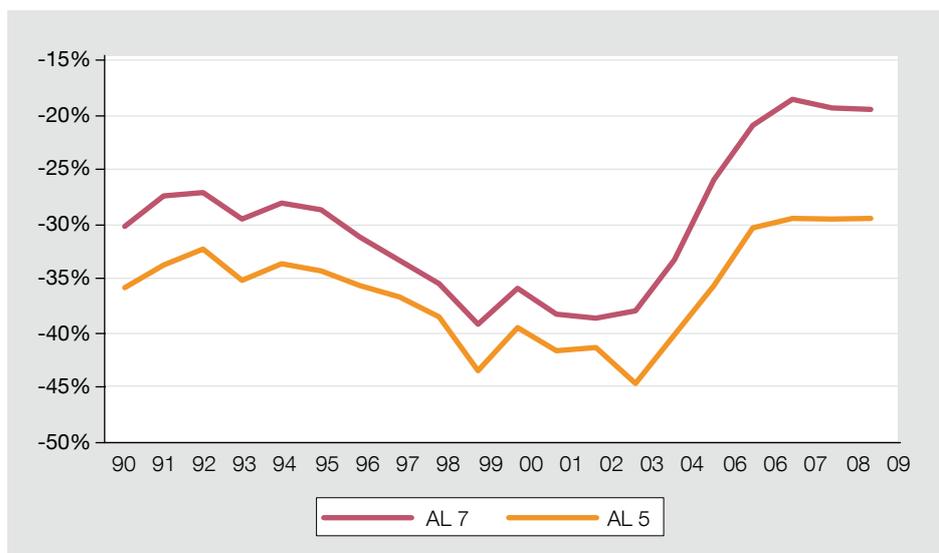
Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

⁶ Las crisis internas de Brasil (1998-1999) y Argentina (2001-2002) reforzaron los cambios en estos países.

Gráfico 3.2: Ratio de activos exteriores netos en relación con el PIB en América Latina, 1990-2009 (%)



Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

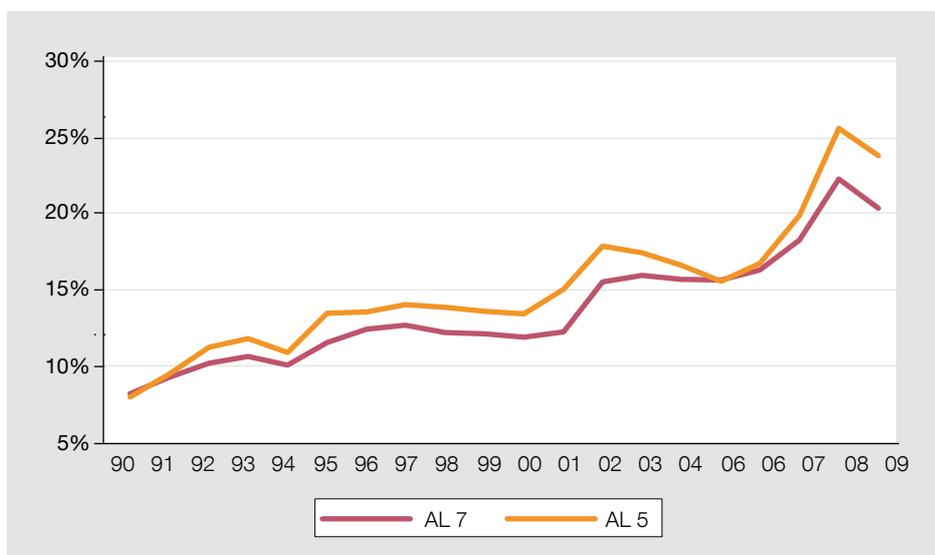
AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

Con el apoyo de las medidas de ajuste fiscal, los bancos centrales mejoraron el marco de sus políticas monetaria, cambiaria y de estabilidad financiera. Partiendo de niveles muy bajos de liquidez internacional, muchos bancos centrales acumularon reservas internacionales a través de intervenciones sistemáticas. En las principales economías los ratios de reservas internacionales en relación con el PIB se duplicaron (véase gráfico 3.3). Al mismo tiempo, como se ha indicado anteriormente, un gran número de bancos centrales adoptaron regímenes de tipo de cambio flexible (la mayoría, de flotación controlada), lo que les proporcionó un mecanismo de ajuste de los precios y una mayor independencia en materia de política monetaria, algo de lo que carecían con los anteriores regímenes de tipo de cambio fijo o intermedios.

América Latina es un perfecto ejemplo de la *Gran Moderación* mundial, que se refleja en la consecución de bajos niveles de inflación y una menor volatilidad de la inflación y del producto. La victoria de la región sobre la inflación se plasma en el hecho de que, en los años dos mil, la mayoría de las economías (con la excepción de Argentina y Venezuela) registraron tasas de inflación de un solo dígito, lo que representa un cambio cuantitativo con respecto al pasado, que se caracterizó por permanente inflación elevada y episodios recurrentes de hiperinflación (véase gráfico 3.4).

Gráfico 3.3: Ratio de reservas internacionales en relación con el PIB en América Latina, 1990-2009 (%)

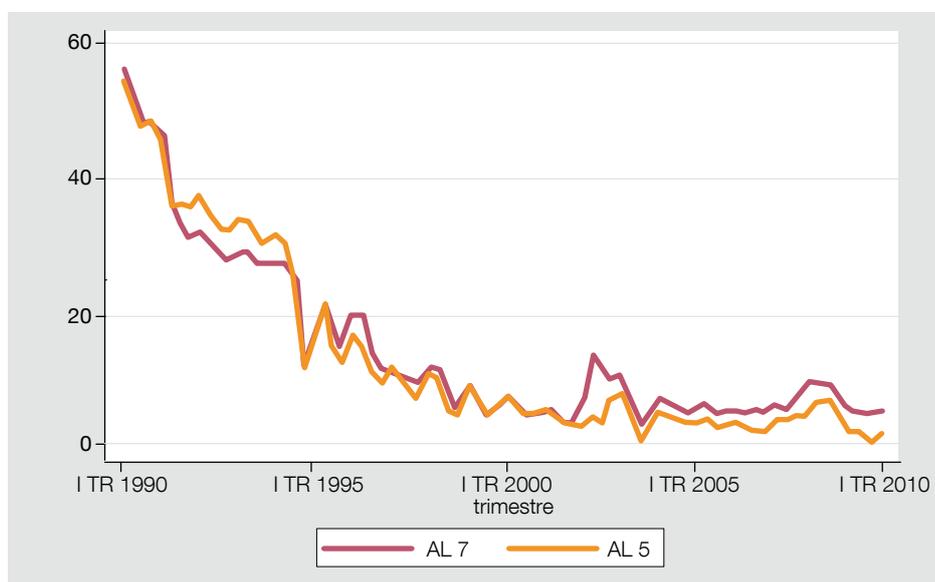


Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

Gráfico 3.4: Tasa de inflación en América Latina, 1990-2009 (%)



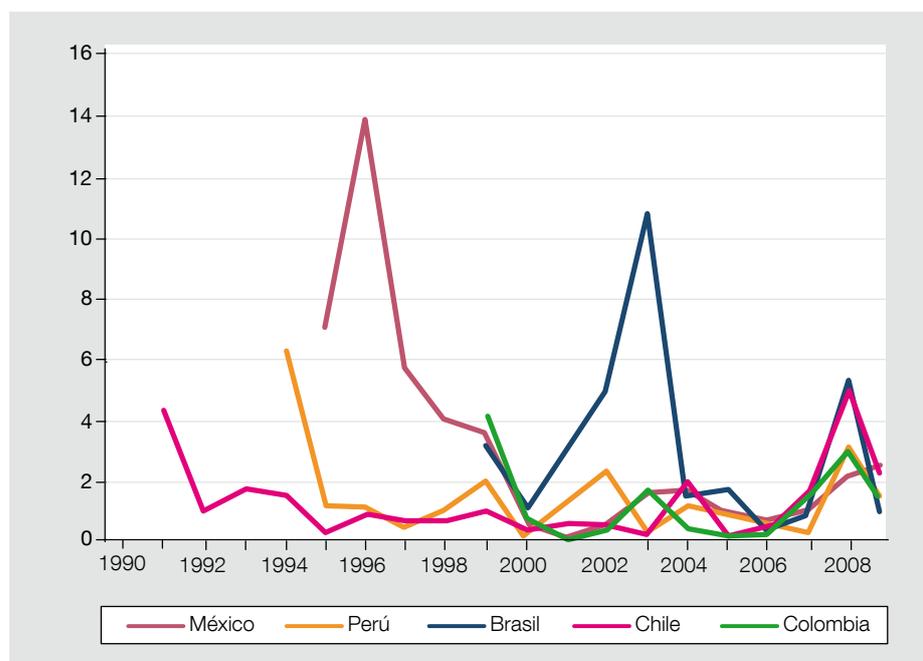
Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

El descenso de las tasas de inflación y de su volatilidad ha sido especialmente acusado en los países con objetivos de inflación. En cifras interanuales, las desviaciones absolutas de la inflación respecto a los objetivos oficiales muestran una tendencia a la baja desde la adopción de los objetivos de inflación en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, salvo el episodio de inflación-deflación, en gran medida importadas, del período 2008-2009 (véase gráfico 3.5). Esta tendencia descendente de la inflación refleja el éxito cada vez mayor de los bancos centrales con objetivos de inflación en el control de la volatilidad de la inflación. ¿Qué resultados ha obtenido la región, en comparación con los bancos centrales con objetivos de inflación de otras regiones, a la hora de minimizar las desviaciones de la inflación con respecto a los objetivos? La desviación absoluta media de la inflación interanual de los cinco países con respecto a los objetivos es del 2%, cifra más elevada que la desviación media de los bancos centrales de los ocho países industrializados con objetivos de inflación, que se sitúa en el 1,3%, pero inferior a la media del 2,7% registrada en todas las demás economías emergentes con objetivos de inflación (véase cuadro 3.1).

Gráfico 3.5: Desviaciones absolutas medias de la inflación interanual respecto a los objetivos de inflación en América Latina (%), desde la adopción de los objetivos de inflación hasta el cuarto trimestre de 2009 (%)



Nota: Las desviaciones de la inflación se calculan como promedios anuales de las desviaciones absolutas de las tasas interanuales de inflación trimestral respecto a los objetivos oficiales de inflación, desde la adopción de los objetivos de inflación en cada país hasta el último trimestre de 2009.

Fuente: Schmidt-Hebbel 2010 (b).

Cuadro 3.1: Desviaciones absolutas medias de la inflación interanual respecto a los objetivos de inflación en América Latina y en otras regiones desde la adopción de los objetivos de inflación hasta 2009 (%)

Brasil	2,95
Chile	1,24
Colombia	1,15
México	3,05
Perú	1,39
Países latinoamericanos con objetivos de inflación	2,0
Economías emergentes no latinoamericanas con objetivos de inflación	2,7
Países industrializados con objetivos de inflación	1,3

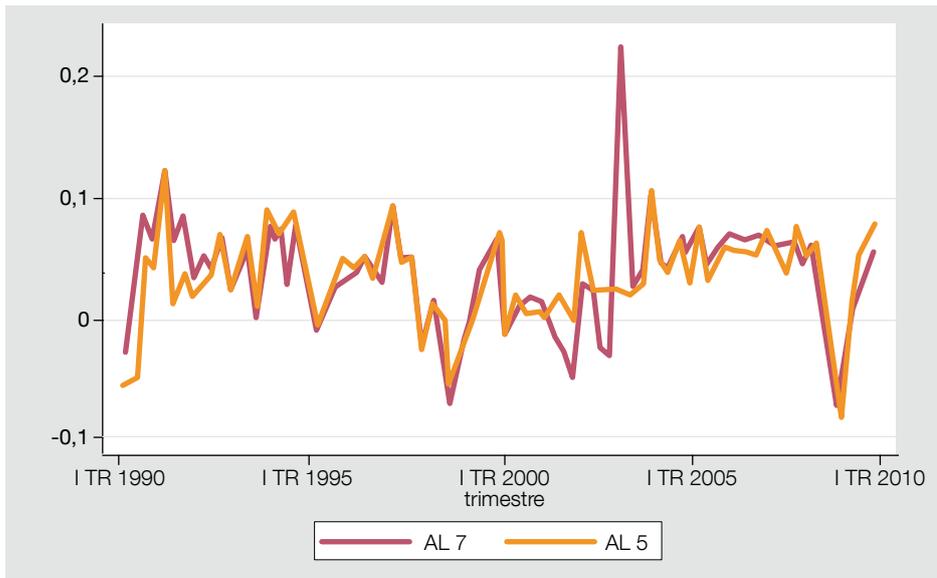
Nota: Las desviaciones absolutas medias de la inflación de cada país se calculan como desviaciones absolutas de las tasas interanuales de inflación trimestral con respecto a los objetivos oficiales de inflación, desde la adopción de los objetivos de inflación en cada país hasta el último trimestre de 2009. Las medias de los grupos de países se calculan como medias simples de todos los países que integran cada grupo.

Fuente: Schmidt-Hebbel 2010 (b).

Las principales economías latinoamericanas presentan un crecimiento tendencial ascendente desde la crisis asiática, que solo se ha visto interrumpido por la recesión que siguió a la crisis global de 2008-2009 (véase gráfico 3.6). La brecha de producción muestra un comportamiento similar (véase gráfico 3.7). La estabilidad del producto, medida por las desviaciones típicas móvil de las tasas de crecimiento intertrimestral, sugiere un aumento tendencial de la estabilidad (descenso de las desviaciones estándares) en los cinco países con objetivos de inflación desde la crisis asiática, con la excepción, una vez más, del episodio de la crisis global de 2008-2009 (véase gráfico 3.8).

Toda esta evidencia se basa en medidas de comportamiento incondicionales. Controlando por las perturbaciones y la influencia de otros factores que determinan el comportamiento de la inflación y del producto, ¿cómo se comportaron las economías latinoamericanas y sus bancos centrales en los últimos diez años? Voy a abordar esta cuestión en dos etapas. En primer lugar centraré la atención en la eficiencia condicional de la política monetaria en los países con objetivos de inflación. En la sección siguiente, me referiré al papel desempeñado por las políticas de los bancos centrales para atenuar los efectos de la crisis global sobre el producto.

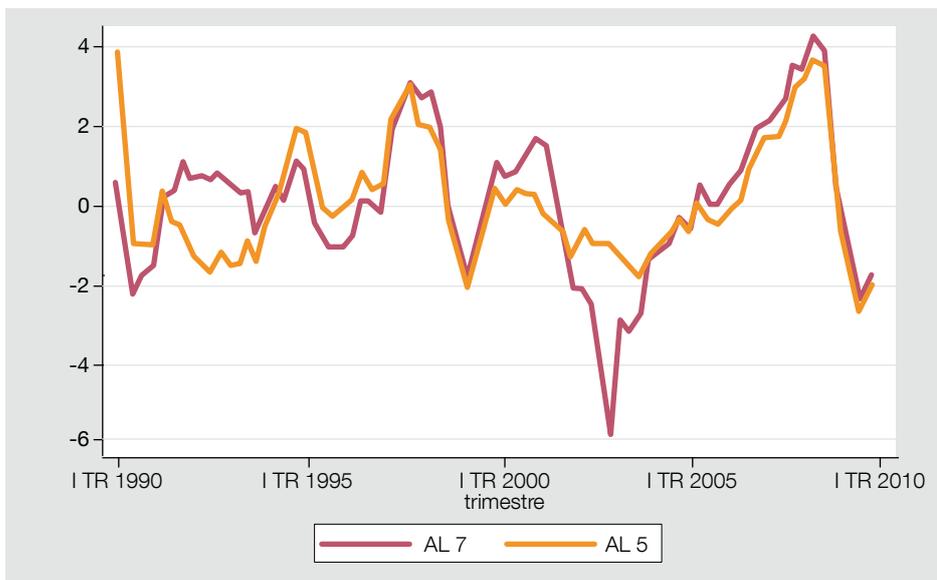
Gráfico 3.6: Tasa de crecimiento del PIB en América Latina, 1990-2009 (%)



Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

Gráfico 3.7: Brecha de producción en América Latina, 1990-2009 (%)



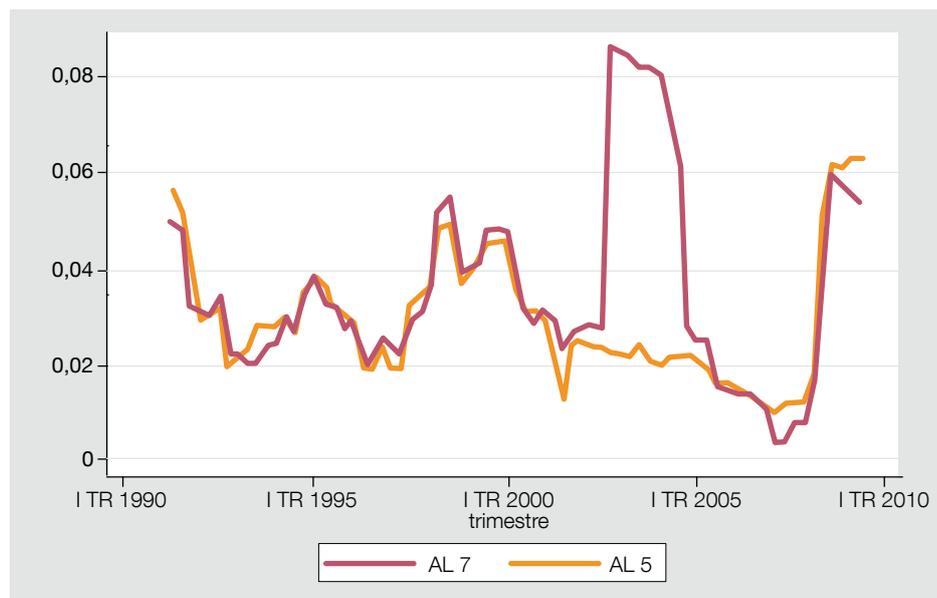
Nota: AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

Calibrar la eficiencia de la política monetaria supone medir la volatilidad de la inflación y del producto, de forma coherente con una función de los objetivos de política monetaria que minimice estas últimas medidas de volatilidad. En ausencia de medidas de eficiencia de la política monetaria para una muestra de economías latinoamericanas, utilizaré la evidencia relativa a todos los países del mundo con objetivos de inflación y a Chile, basada en una

metodología común⁷. En el gráfico 3.9 se describen las fronteras de eficiencia y la volatilidad de la inflación y del producto en países con objetivos de inflación antes de que adoptaran dichos objetivos y en países con objetivos de inflación estacionarios. El descenso de las perturbaciones de oferta que se produjo a partir de mediados de la década de los noventa se refleja en el desplazamiento hacia dentro de la frontera de eficiencia. El incremento tan significativo de la eficiencia de la política monetaria alcanzada por los países con objetivos de inflación estacionarios se plasma en la proximidad del punto de las volatilidades observadas a la correspondiente frontera, en comparación con las posiciones que ocupaban antes de adoptar los objetivos de inflación.

Gráfico 3.8: Estabilidad del producto en América Latina, 1990-2009



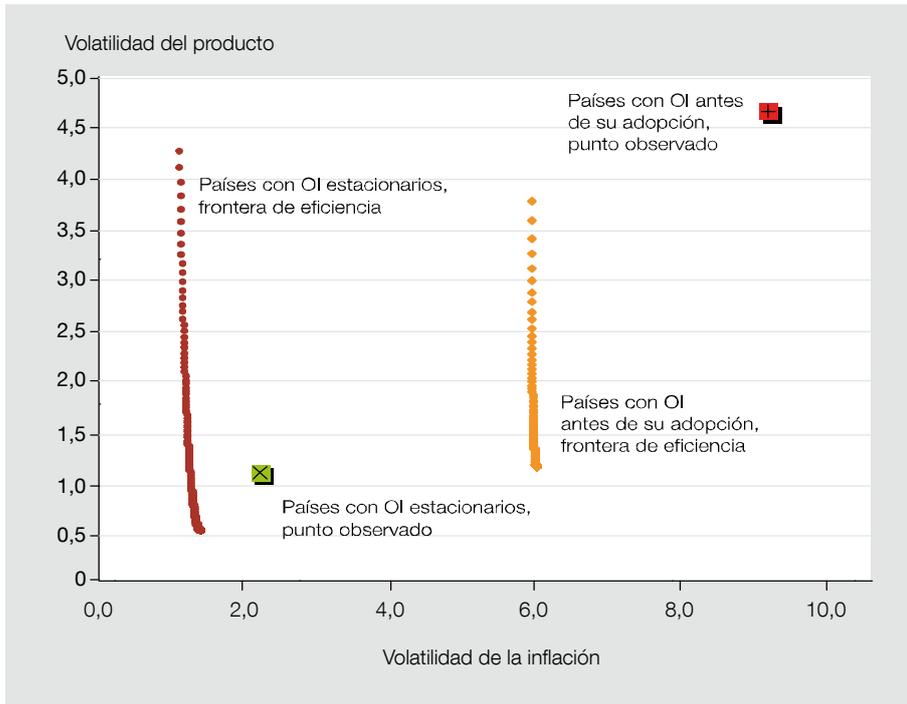
Nota: La estabilidad del producto se mide como la desviación típica móvil de ocho trimestres de las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB, anualizadas, hasta el trimestre correspondiente que se indica en el gráfico. AL 5: media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. AL 7: media de AL 5, Argentina y Venezuela.

Fuente: Basado en datos que figuran en Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

Una mejora similar de la eficiencia de la política monetaria se observa en Chile (véase gráfico 3.10). En este caso, la comparación se realiza entre el período 1991-2000, una década de objetivos de inflación parciales y de metas de inflación convergentes, y el período 2000-2006, período en el que se aplicaron en toda regla esos objetivos y se fijó una meta de inflación estacionaria. A semejanza de la experiencia de todos los demás países que habían establecido objetivos de inflación, la volatilidad de la inflación y del producto se redujo de forma acusada y la eficiencia de la política monetaria aumentó significativamente con los objetivos de inflación estacionarios.

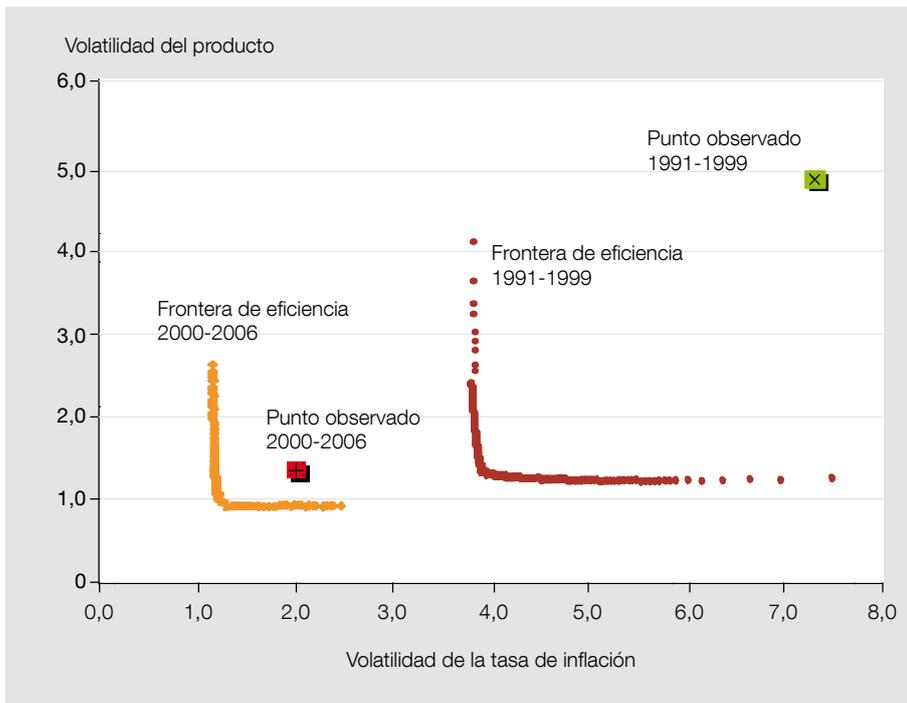
7. Mishkin y Schmidt-Hebbel (2008), siguiendo a Cecchetti et ál. (2006), resuelven el problema de la minimización de una función de pérdida del banco central basada en la volatilidad de la inflación y del producto, sujeta a una estructura muy sencilla de una economía caracterizada por ecuaciones de oferta y demanda agregadas. Al extender el trabajo empírico realizado previamente por Cecchetti et ál. (2006) aplicado a países individuales, Mishkin y Schmidt-Hebbel estiman el sistema de ecuaciones con datos de panel para diferentes grupos de tratamiento con países (con objetivos de inflación) y grupos de control con países (sin objetivos de inflación), basados en datos trimestrales para el período 1989-2004. Utilizando los parámetros estimados y la solución del modelo, construyen fronteras de variabilidad inflación-producto que representan medidas del comportamiento económico y de la eficiencia de la política monetaria. La variabilidad de las perturbaciones de oferta se interpreta como un cambio en la posición de la frontera de eficiencia, mientras que la eficiencia de la política monetaria se mide por la distancia entre el comportamiento de la volatilidad observada de una economía y la frontera de eficiencia de la política monetaria.

Gráfico 3.9: Fronteras de eficiencia y volatilidad de la inflación y del producto en países con objetivos de inflación antes de que se adoptaran dichos objetivos y en países con objetivos de inflación estacionarios (%)



Fuente: Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007).

Gráfico 3.10: Fronteras de eficiencia y volatilidad de la inflación y del producto en Chile durante las fases de objetivos de inflación convergentes (1991-1999) y de objetivos de inflación estacionarios (2000-2006) (%)



Fuente: Corbo (2007).

4 La respuesta de los bancos centrales a la crisis global, 2008-2009

¿Cómo respondieron los bancos centrales latinoamericanos a la crisis financiera global y a sus efectos recesivos? ¿Cómo contribuyeron a reducir la amplitud de la recesión de 2008-2009 y en qué medida puede compararse con la crisis de 1998-1999? Consideraré estas preguntas a continuación.

4.1 Las medidas adoptadas por los bancos centrales de América Latina en respuesta a la crisis

La mayor parte de los bancos centrales estaban mucho mejor preparados para hacer frente a una crisis global en 2008 que diez años antes. Como fue descrito arriba, ya habían realizado cuantiosas inversiones para mejorar sus regímenes de política cambiaria, monetaria y financiera. Por consiguiente, cuando la crisis financiera global dejó sentir sus efectos en septiembre de 2008, las condiciones fiscales, externas, monetarias y financieras de la región eran mucho más sólidas que en cualquier episodio anterior de perturbación mundial. Con todo, la intensidad con que afectó la crisis a los centros financieros de todo el mundo y la magnitud de la recesión mundial tomó por sorpresa a los bancos centrales de América Latina (al igual que a los de otras regiones), exigiendo una respuesta de política monetaria rápida y eficaz.

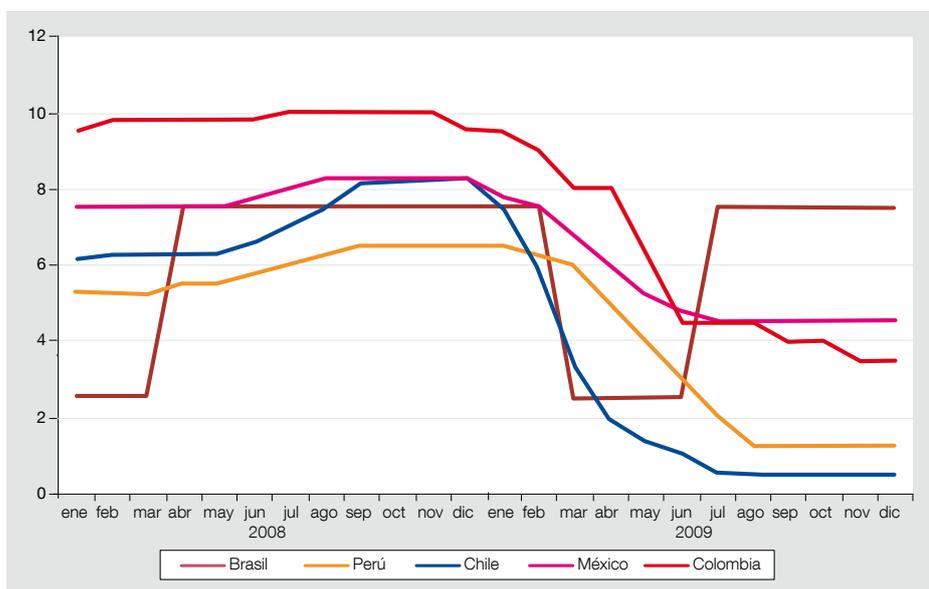
Varios Gobiernos de la región adoptaron enérgicas medidas fiscales anticíclicas (expansivas) en respuesta a la crisis, que sirvieron para complementar y facilitar la respuesta de los bancos centrales. Dependiendo del país y de su régimen cambiario, los bancos centrales aplicaron una combinación de medidas consistente en intervenciones en el mercado de divisas y en depreciaciones del tipo de cambio para amortiguar las presiones sobre los mercados cambiarios provocadas por la crisis. Entre las operaciones con divisas llevadas a cabo por numerosos bancos centrales (incluidos los cinco países con objetivos de inflación) entre septiembre de 2008 y mediados de 2009 se encontraban las siguientes: *swaps* de divisas, subastas de *swaps* de divisas, operaciones de compra de divisas al contado y la provisión de liquidez a plazo en moneda extranjera. Además, algunos países alcanzaron acuerdos de *swaps* de divisas con bancos centrales extranjeros (Brasil y México) y obtuvieron del FMI líneas de crédito contingente o derechos especiales de giro (Colombia y México)⁸.

La mayoría de los bancos centrales latinoamericanos iniciaron un ciclo de relajación de la política monetaria (véase gráfico 4.1). Algunos redujeron sus tipos de interés de forma drástica a finales de 2008 y principios de 2009, al igual que muchos bancos centrales de países industrializados, pero únicamente en Chile los tipos se redujeron a un nivel próximo al límite inferior cero. Todos los bancos centrales latinoamericanos (con excepción del de Chile) redujeron sus tipos de política a niveles mínimos bastante superiores a cero, lo que es coherente con el hecho de que sus políticas complementarias no convencionales de relajación cuantitativa de la liquidez y el crédito fueron de menor

8. Calani et ál. (2010) presentan una valiosa descripción de las distintas modalidades de intervención cambiaria, así como de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales, adoptadas en nueve países industrializados y emergentes con regímenes de objetivos de inflación en respuesta a la crisis global de 2008-2009. También documentan, en términos cuantitativos, las desviaciones significativas de las decisiones de política monetaria respecto a las prescripciones de las funciones de política monetaria estándar durante la crisis, así como el impacto de las intervenciones en el mercado de divisas y de las medidas cuantitativas no convencionales sobre los tipos de interés nacionales y el tipo de cambio, con resultados heterogéneos.

importancia en América Latina que en los países industrializados. Además, los mercados financieros locales no se paralizaron y las instituciones financieras nacionales no estaban al borde de la quiebra, como fue el caso de varios países industrializados.

Gráfico 4.1: Tipo de interés oficial en países con objetivos de inflación, 2008-2009



Fuente: Sitios web de los bancos centrales nacionales.

La variedad de políticas no convencionales orientadas a la provisión de liquidez y la reducción de primas de riesgo adoptadas por los bancos centrales de los países con objetivos de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y los de otros países sin objetivos de inflación, abarca a los siguientes instrumentos:

- (i) Reducción de las exigencias de reservas de las entidades de crédito.
- (ii) Asunción de compromisos previos para mantener los tipos de interés oficiales en niveles reducidos durante un período que se extendería bastante más allá de la fecha de la siguiente reunión de política monetaria.
- (iii) Aplicación de mecanismos para proporcionar liquidez a plazo (normalmente con un plazo de vencimiento de 3 a 6 meses) al reducido tipo de interés vigente.
- (iv) Ampliación de las adquisiciones de pasivos del banco central.
- (v) Ampliación de las líneas *swaps* de tipos de interés nacionales.
- (vi) Adquisición de pasivos del sector privado, flexibilizando las exigencias de garantías.
- (vii) Adquisición de bonos del Tesoro.

Se dispone de evidencia que indica que las medidas de política monetaria no convencionales sirvieron para reducir los tipos de interés nacionales, aplanar las curvas de

rendimiento, reducir las primas de riesgo en los mercados nacionales de activos y estrechar los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos y proporcionar liquidez [Banco Central de Chile (2009), Calani et ál. (2010) y Céspedes et ál. (2010)]. Por consiguiente, en principio se puede llegar a la conclusión de que estas medidas no convencionales aplicadas por los bancos centrales latinoamericanos, que complementaron los recortes de tipos de interés, respaldaron la provisión de crédito al sector privado por parte de los bancos comerciales y, por tanto, amortiguaron el impacto de la crisis global sobre el producto y la demanda interna agregadas.

Por último, las respuestas de los bancos centrales de América Latina a la crisis, al igual que las de los de países industrializados, cumplían, en gran medida, tres características que Noyer (2009) considera que deben reunir las intervenciones en situaciones de crisis: fueron rápidas y enérgicas, flexibles y muy innovadoras, y cooperativas y convergentes.

La situación financiera de la mayor parte de los bancos comerciales de América Latina era sólida cuando se inició la crisis. No tenían activos tóxicos de Estados Unidos y solo mantenían en sus balances unos pocos instrumentos derivados. Con todo, en diferentes momentos entre septiembre y diciembre de 2009, las líneas de crédito del exterior a entidades de crédito y a instituciones no financieras latinoamericanas se redujeron en cierta medida, en respuesta al mayor riesgo soberano o a la falta de liquidez de las entidades acreedoras extranjeras. Las intervenciones en el mercado cambiario y las líneas de crédito en divisas de los bancos centrales, así como su provisión de liquidez y de líneas de crédito a bancos comerciales, reemplazaron a la reducción del crédito exterior.

En resumen, el crédito bancario al sector privado no se redujo en 2008-2009, lo que contribuyó a atenuar el impacto recesivo de la crisis. Por primera vez en muchas décadas, los sistemas bancarios latinoamericanos afrontaron exitosamente una importante perturbación externa sin sufrir turbulencias o crisis, respaldados por un control eficaz de los riesgos y un elevado nivel de capitalización bancaria, como se ha mostrado anteriormente.

4.2 Contribución de las políticas aplicadas por los bancos centrales para atenuar la recesión de 2008-2009

¿En qué medida contribuyeron las inversiones realizadas por los bancos centrales de la región para mejorar su marco de política monetaria durante la pasada década y las medidas que adoptaron en respuesta a la crisis global a proteger a sus economías de la recesión? Controlando por los efectos directos de la recesión mundial, ¿hasta qué punto contribuyeron las políticas aplicadas por los bancos centrales a atenuar los efectos de la recesión de 2008-2009 y en qué medida pueden compararse con la respuesta de política monetaria durante la recesión de 1998-1999 que siguió a la crisis asiática?

Responderé a estas preguntas haciendo referencia a los resultados empíricos de un reciente trabajo de investigación que he llevado a cabo conjuntamente con Vittorio Corbo [Corbo y Schmidt-Hebbel (2010)]. En este trabajo especificamos y estimamos un modelo empírico de crecimiento para las siete principales economías latinoamericanas que incluye un amplio conjunto de determinantes de política económica, estructurales, institucionales y cíclicos del crecimiento a corto y a largo plazo, que se sustenta en planteamientos teóricos y en la evidencia obtenida a escala internacional⁹. Resumiré brevemente la manera en que

9. Utilizamos una base de datos formada por un panel incompleto de datos trimestrales comprendidos entre el primer trimestre de 1990 y el cuarto trimestre de 1999 para la muestra de siete países latinoamericanos, que incluye los

utilizamos los resultados de la regresión identificando el papel de los determinantes nacionales e internacionales del crecimiento, incluidas las políticas de los bancos centrales, en la amplitud de las recesiones en la región tras la crisis asiática y tras la crisis financiera global.

En el cuadro 4.1 se presenta la amplitud de la recesión, en términos anualizados, en los siete países por separado y en la región en su conjunto durante las dos recesiones. La variación acumulada del PIB entre el máximo y el mínimo cíclicos oscila entre una caída del 8,5% del PIB en Venezuela y un incremento del 3,4% del PIB en México durante los cuatro trimestres que componen la recesión de 1998-1999. A diferencia de lo que sucedió en 1998-1999, los siete países se sitúan en territorio negativo durante los tres trimestres de la recesión de 2008-2009, con unas pérdidas acumuladas del PIB que oscilan entre el 0,9% de Colombia y el 11,1% de México. Las medias simples (ponderadas) de la amplitud de la recesión en la región se sitúan en el -3% (-1,2%) en la primera recesión y en el -4,2% (-5,2%) en la segunda. Con arreglo a cualquiera de estas medidas, es obvio que la segunda recesión fue mucho más profunda que la primera.

Cuadro 4.1: Amplitud de la caída del crecimiento del PIB en América Latina, 1998-1999 y 2008-2009

	Crisis	Crisis financiera
	asiática	global
	III TR 1998- II TR 1999	IV TR 2008- II TR 2009
Argentina	-5,20%	-1,55%
Brasil	-1,03%	-3,99%
Chile	-3,88%	-4,40%
Colombia	-6,82%	-0,87%
México	3,37%	-11,09%
Perú	1,15%	-3,64%
Venezuela	-8,51%	-3,59%
Media simple	-2,99%	-4,16%
Media ponderada	-1,15%	-5,24%

Nota: Tasas de crecimiento acumuladas del PIB en el período de referencia.

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

En el cuadro 4.2 se presenta una descomposición de las medidas simples de la amplitud de la recesión en los períodos 1998-1999 y 2008-2009, utilizando los coeficientes de regresión estimados y los cambios en las variables independientes (y, en su caso, en los coeficientes estimados)¹⁰. En el gráfico 4.2 se presenta un resumen de esta descomposición con arreglo a los principales conjuntos de variables explicativas.

cinco países con objetivos de inflación —Brasil, Chile, Colombia, México y Perú— más Argentina y Venezuela. Las estimaciones se han realizado usando el estimador multivariante con efectos fijos para un panel incompleto.

10. En el cuadro 4.2 se presenta una descomposición de la amplitud de la recesión en la crisis asiática (columna 1) y en la crisis financiera global (columna 2). La segunda columna se divide en tres partes: la primera parte se basa únicamente en cambios de las variables explicativas, la segunda solo en modificaciones de los parámetros estimados y la tercera es la contribución total, que es la suma de las dos columnas anteriores.

Cuadro 4.2: Descomposición de las recesiones en América Latina, 1998-1999 y 2008-2009

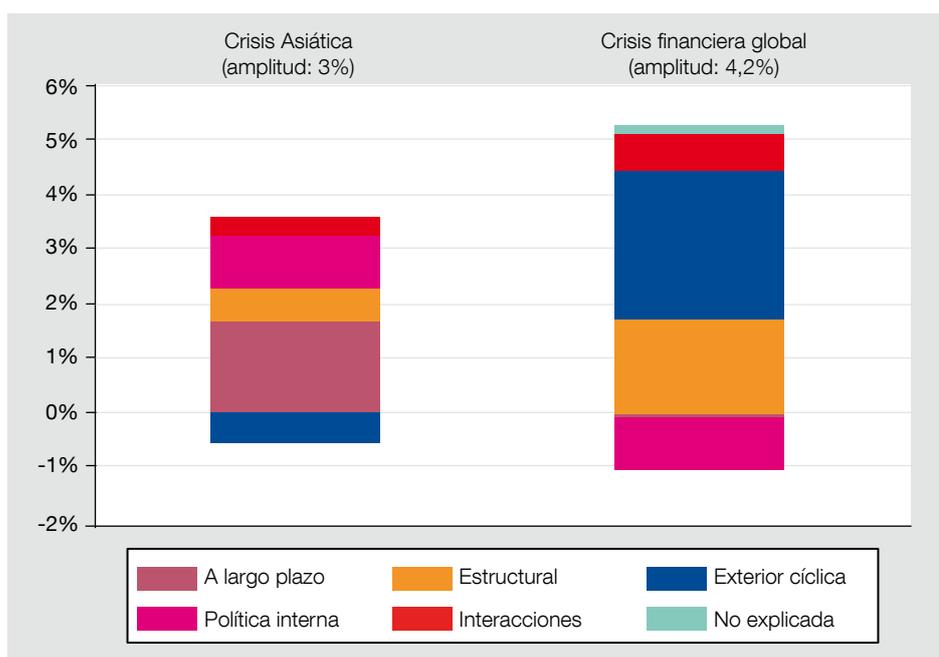
	Crisis asiática		Crisis financiera global	
	III 1998-II 1999		IV 2008-II 2009	
Amplitud de la caída del crecimiento del PIB	-2,99%		-4,16%	
		Cambios estructurales		
		NO	Cambios	Sí
VARIABLES A LARGO PLAZO	-1,68%	0,77%		0,05%
Crédito al sector privado	0,24%	0,44%		0,44%
Inflación	0,65%	0,97%	-0,73%	0,24%
Matriculaciones en enseñanza secundaria	-0,14%	0,15%		0,15%
Saldo presupuestario	-1,17%	-0,73%		-0,73%
Certidumbre política	-1,26%	-0,06%	0,01%	-0,05%
VARIABLES ESTRUCTURALES	-0,57%	0,59%		-1,70%
Apertura financiera	0,73%	-0,60%	0,14%	-0,46%
Apertura comercial	-0,53%	-1,32%	-0,79%	-2,11%
Activos exteriores netos	-0,08%	0,08%		0,08%
Reservas internacionales	-0,68%	2,43%	-1,64%	0,79%
Régimen cambiario	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
VARIABLES CÍCLICAS EXTERIORES	0,54%	-2,60%		-2,74%
Crecimiento de la relación real de intercambio	0,02%	-0,32%		-0,32%
Crecimiento de los socios comerciales	0,26%	-1,36%		-1,36%
Crecimiento de las exportaciones mundiales	0,53%	-0,05%		-0,05%
Entradas de capital en América Latina	-0,05%	-0,68%		-0,68%
Diferenciales de la deuda soberana	-0,22%	-0,19%	-0,14%	-0,33%
VARIABLES DE POLÍTICA INTERNA	-0,99%	-0,14%		0,99%
Consumo público	0,69%	1,12%		1,12%
Tipo de interés real	-1,68%	-1,26%	1,13%	-0,13%
INTERACCIONES	-0,02%	-0,67%		-0,67%
Crecimiento de los socios comerciales * Apertura comercial	0,00%	-0,19%		-0,19%
Crecimiento de los socios comerciales * Apertura financiera	0,10%	-0,35%		-0,35%
Entradas de capital en América Latina * Apertura financiera	-0,09%	-0,10%		-0,10%
Diferenciales de la deuda soberana * Activos exteriores netos	-0,02%	-0,03%		-0,03%
CAMBIOS ESTRUCTURALES POSTERIORES AL AÑO 2000		-2,02%		
Variación explicada	-2,72%	-4,07%		-4,07%
Variación no explicada	-0,26%	-0,09%		-0,09%
Variación total	-2,99%	-4,16%		-4,16%

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

La amplitud de la primera recesión es del -3% (como figura en la última línea del cuadro 4.2), de la que aproximadamente el 90% (es decir, un descenso del producto del 2,7% en términos anualizados) se explica por la contribución de factores de crecimiento. En la segunda recesión, mucho más profunda, con una amplitud del -4,2%, alrededor del 95% (esto es, un descenso del producto del 4,1% en términos anualizados) es atribuible a determinantes del crecimiento. ¿Qué factores determinan la disminución del crecimiento y qué papel desempeñaron en estas recesiones las políticas adoptadas?

Entre ambas recesiones se observa una primera diferencia sorprendente. En promedio (de los distintos países y de las cinco variables exteriores cíclicas), la situación internacional mejoró durante la primera recesión, contribuyendo con un 0,5% a un mayor crecimiento acumulado, mientras que en la recesión reciente se observa lo contrario, ya que la situación internacional experimentó un deterioro que, en promedio, fue a gran escala en América Latina, contribuyendo con un -2,7% (es decir, a más de la mitad) a la amplitud de la recesión. Mientras que el origen de la recesión de 1998-1999 estuvo, en gran parte, en los propios países, la de 2008-2009 se originó, en gran medida, fuera de la región.

Gráfico 4.2: Contribución de grupos de factores determinantes del crecimiento a las recesiones en América Latina, 1998-1999 y 2008-2009



Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

En segundo lugar, la apertura comercial y financiera favorece el crecimiento a largo plazo, aunque un mayor grado de integración en la economía mundial hace más profundas las recesiones cuando el comercio internacional disminuye y las entradas de capital se convierten en salidas. Este fue un factor destacado de la recesión de 2008-2009, a diferencia de la de 1998-1999, cuando América Latina era menos abierta y no se vio afectada por el deterioro de la economía mundial.

En tercer lugar, el deterioro de la credibilidad política contribuyó de manera significativa a la recesión de 1998-1999 mientras que, dicha credibilidad no varió en la de 2008-2009, lo que es reflejo de niveles más elevados y sólidos de confianza en la política y la economía de la región.

En cuarto lugar, la contracción de la política fiscal hizo más profunda la recesión de 1998-1999, mientras que la expansión fiscal contribuyó a contrarrestar parte de la recesión de 2008-2009.

Abordaré ahora el papel que desempeñan las políticas de los bancos centrales. En ambas recesiones, la inflación se redujo, y este descenso (como aproximación de la estabilidad macroeconómica) tuvo un efecto (moderador) positivo sobre el producto. El paso de regímenes de tipo de cambio fijo o regímenes intermedios a regímenes flexibles en la pasada década tuvo dos efectos positivos sobre el crecimiento. En primer lugar, un régimen cambiario flexible tiene un efecto directo favorable sobre el crecimiento a largo plazo (que no queda reflejado en la descomposición de las recesiones a corto plazo que se presenta en el cuadro 4.2). En segundo lugar, la flexibilidad cambiaria no requiere una defensa activa del tipo de cambio a través de la política monetaria. Mientras que varios bancos centrales aumentaron los tipos de interés oficiales en 1998 para proteger su tipo de cambio fijo, estos tipos se recortaron de forma activa (y, en algunos países, drásticamente)

en 2008-2009. Como consecuencia del fuerte descenso que estaban experimentando las tasas de inflación —en algunos países, de niveles muy positivos a niveles negativos— los tipos de interés oficiales reales se incrementaron durante la recesión de 2008-2009, pero menos que en 1998-1999. En general, el efecto directo de los tipos de interés oficiales reales fue muy negativo para el crecimiento en 1998-1999, mientras que en 2008-2009 fue prácticamente nulo. Como consecuencia de la estabilidad del sistema financiero de la región, que proporcionó al sector privado un acceso continuado al crédito, así como de la disminución de los tipos de interés nominales, el crédito bancario al sector privado aumentó en el período 2008-2009 a un ritmo dos veces superior al de 1998-1999, atenuando la recesión. Por último, el hecho de que los niveles de reservas internacionales de los bancos centrales fueran reducidos y decrecientes, como parte de los regímenes cambiarios no flexibles, hizo más profunda la recesión de 1998-1999, mientras que las elevadas y crecientes tenencias de reservas amortiguaron la recesión de 2008-2009.

En conclusión, las políticas de los bancos centrales de América Latina han cambiado sustancialmente durante la última década, como consecuencia de un nuevo marco basado en una política monetaria centrada en una inflación reducida y estable (con frecuencia sustentado en regímenes completos de objetivos de inflación), en un régimen de tipo de cambio flexible unido a unas reservas internacionales considerables, y en la adopción (conjuntamente con los Gobiernos) de una regulación financiera prudente para respaldar la estabilidad de los sistemas bancarios nacionales y una integración financiera internacional sólida. Este marco de política monetaria le ha sido de gran utilidad a los bancos centrales para responder a la crisis y moderar su impacto recesivo sobre los distintos países.

5 El camino a seguir: Desafíos en materia de política monetaria para los bancos centrales de América Latina después de la crisis

Tras haber capeado con éxito la crisis financiera global y la recesión, los bancos centrales de América Latina se enfrentan ahora a una multitud de desafíos. Algunos de ellos son comunes a los de los bancos centrales de las economías tanto industrializadas como emergentes, pues tienen su origen en la propia crisis y en los problemas que ésta plantea para mejorar el papel de los bancos centrales en el logro de la estabilidad monetaria y financiera de una manera más eficaz. Otros son propios de las economías emergentes de América Latina (y de otras regiones), que están registrando una intensa recuperación, un elevado crecimiento del producto y de la demanda, un aumento de los precios de las materias primas, una fuerte afluencia de capitales, una expansión de los mercados nacionales inmobiliarios y de activos, y la apreciación del tipo de cambio real. Además, los retos de política monetaria de los bancos centrales están condicionados a otras políticas, especialmente a la política fiscal [Uribe (2009b)]. Por ello, en la siguiente sección me centraré en estas tres cuestiones.

5.1 Retos en materia de política monetaria que afrontan los bancos centrales, tanto en América Latina como en otras regiones

La crisis global y la recesión han puesto de manifiesto deficiencias en los marcos de política monetaria de los bancos centrales que permanecían ocultas por la *Gran Moderación* y los años de expansión que precedieron a la crisis. Además, la crisis financiera global ha hecho que salten a la palestra un gran número de nuevas cuestiones asociadas con la estabilidad financiera y su relación con la estabilidad monetaria. A continuación se presenta un debate selectivo de estas cuestiones, que centrará su atención en los retos que plantean para los bancos centrales de América Latina.

5.1.1 REFORMA DE LA SUPERVISIÓN Y LA REGULACIÓN FINANCIERAS A ESCALA MUNDIAL

Los bancos centrales de todo el mundo están trabajando con Gobiernos y organizaciones internacionales —incluido el G 20, el Consejo de Estabilidad Financiera, el FMI y el BPI— para tratar de comprender mejor las múltiples causas de la crisis y, posteriormente, alcanzar un acuerdo sobre un marco común de reforma de la supervisión y la regulación financieras. La primera tarea es intelectualmente compleja y la segunda es políticamente difícil. Explicaciones detalladas de la crisis, así como propuestas de reforma, han sido presentadas por gobernadores de bancos centrales, como Carstens (2010), De Gregorio (2009, 2010a y 2010b), Fernández Ordóñez (2009a y 2009b), Noyer (2009 y 2010), Orphanides (2009 y 2010), Trichet (2010a, 2010b y 2010c), Uribe (2009a y 2010), y Weber (2010a, 2010b y 2010c)¹¹.

Con todo, las dos tareas deben abordarse con carácter de urgencia para evitar una repetición de esta crisis, que posiblemente sería peor como consecuencia del enorme riesgo moral introducido por los justificados programas de rescate del sector financiero. Aunque existe algún consenso sobre los principales fallos de mercado y de política

¹¹. Mi lista favorita de la docena de fallos de mercado y de política económica más importantes que llevaron a la crisis financiera es la siguiente: subestimación de la posibilidad de que se produjera un desastre, riesgo moral, problemas de agencia, modelos de riesgo deficientes, dependencia de los modelos desarrollados por las propias entidades, dependencia de las agencias de calificación de riesgos, complejidad, ceguera ante los riesgos sistémicos, requerimientos de capital y de liquidez inadecuados, procedimientos de rescate no coherentes, fallos de supervisión y arbitraje regulatorio [Corbo et ál. (2011)].

económica que condujeron a la crisis financiera, así como sobre las características generales de las reformas requeridas, también subsiste un desacuerdo notable sobre aspectos específicos de diseño y de la puesta en práctica de las reformas.

En este contexto internacional, ¿qué deben hacer los bancos centrales de América Latina? En primer lugar, Argentina, Brasil y México deben participar activamente en las reuniones del G 20 y del Consejo de Estabilidad Financiera en las que se debaten, se negocian y se aprueban las propuestas de reforma financiera. En segundo lugar, todos los bancos centrales y sus departamentos de investigación deben llevar a cabo una evaluación comprometida e independiente de los fundamentos analíticos, de los efectos empíricos y de las repercusiones de las propuestas de reforma. Por último, deben aplicar con sumo cuidado, pero de manera decidida, las reformas financieras que se acuerden a escala internacional

5.1.2 REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

Un área de reforma financiera de especial relevancia para los bancos centrales es la regulación macroprudencial, porque es muy probable que sea el instrumento más importante para tratar de alcanzar la estabilidad financiera sistémica y porque recaerá plenamente en los bancos centrales. Aunque este tema que sigue siendo objeto de debate, inspirándose en la satisfactoria experiencia de España, la regulación macroprudencial complementará la regulación y la supervisión microprudenciales estándar mediante una combinación de provisiones dinámicas (cíclicas) de liquidez y de capital que contrarresten las interconexiones procíclicas entre la valoración de activos, los flujos de crédito y el nivel de apalancamiento [Fernández Ordóñez (2009a)].

El reto que deben afrontar los bancos centrales latinoamericanos será similar al analizado anteriormente, y consistirá en participar activamente en los debates sobre la forma definitiva y la aplicación de la regulación macroprudencial, entender correctamente sus repercusiones tanto empíricas como en la política monetaria, y adoptarla de manera rápida y eficaz, siguiendo el ejemplo de Colombia en la región.

5.1.3 OBJETIVOS DE INFLACIÓN FLEXIBLES¹²

Los objetivos de inflación flexibles, perseguidos de forma transparente por un banco central independiente y combinados con un mecanismo de tipo de cambio flexible, definían la frontera internacional de los mejores regímenes monetarios y cambiarios antes de la crisis, pero ¿sigue siendo así? Un premio Nobel predijo hace dos años el fin de los regímenes de objetivos de inflación como consecuencia de sus supuestos fallos, que presumiblemente condujeron a la crisis financiera [Stiglitz (2008)]. Sin embargo, este régimen monetario salió indemne de la crisis —en comparación con otros regímenes monetarios— y, por consiguiente, los bancos centrales de todo el mundo con objetivos de inflación no parecen inclinados a abandonar este régimen.

No obstante, el régimen estándar de objetivos de inflación, tal y como se aplica en la actualidad, plantea varios desafíos. En este sentido, voy a hacer referencia a dos tipos de desafíos que deben afrontar los bancos centrales con objetivos de inflación. El primero está relacionado con las demandas de mayor transparencia en materia de política monetaria, y el segundo, con los retos de carácter sistémico en la ejecución de la política monetaria y en

¹². En este apartado sigo muy de cerca debates anteriores sobre los retos para los objetivos de inflación [Walsh (2009a y 2009b) y Schmidt-Hebbel (2010b)].

el diseño de los objetivos de inflación que se derivan de las cuestiones que la experiencia adquirida en esta materia durante el ciclo de expansión y recesión del período 2002-2009 ha suscitado [para una discusión sobre este debates, véanse Hammond (2009) y Walsh (2009a y 2009b)].

La evidencia considerada en este y en otros trabajos sobre los logros comparativos de la política monetaria en países con objetivos de inflación sugiere que los regímenes basados en objetivos de inflación explícitos presentan resultados de estabilización al menos similares a los observados en otros regímenes monetarios que se han aplicado con éxito (incluidos los de objetivos de inflación implícitos y otros regímenes monetarios con objetivos distintos de los objetivos de inflación explícitos, como los de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón). Los regímenes de objetivos de inflación parecen dominar a los regímenes alternativos en tres dimensiones particulares. En primer lugar, los objetivos de inflación están asociados a mayores niveles de transparencia y rendición de cuentas que los observados en otros regímenes, como muestran Dincer y Eichengreen (2007) y Geraats (2008). Estos objetivos también pueden proporcionar mayor previsibilidad por la menor discrecionalidad de las decisiones de política monetaria [Walsh (2009a y 2009b)]. En tercer lugar, los objetivos de inflación permiten alcanzar un mejor anclaje de las expectativas de inflación [Gürkaynak et ál. (2007) y De Carvalho y Minella (2009)]. Sin embargo, la estabilidad macroeconómica agregada (medida por el nivel de la inflación y la volatilidad de la inflación y del producto) y la eficiencia de la política monetaria no son superiores en países con objetivos de inflación que en las mayores economías industriales que están bajo otros regímenes monetarios, como Estados Unidos, la Zona Euro y Japón [Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007), entre otros, como se indica en Walsh (2009a)].

Sin embargo, muchos bancos centrales con objetivos de inflación todavía afrontan importantes retos relacionados con la transparencia y la información. En primer lugar, siguiendo las recomendaciones de representantes del mundo académico y la notable experiencia de algunos bancos centrales con objetivos de inflación, todos los bancos centrales con este régimen de objetivos deben tratar de publicar sus previsiones y gráficos de abanico de las previsiones de los tipos de interés, como complemento de la publicación de las previsiones y los gráficos de abanico de las previsiones del crecimiento de la inflación y el producto. En segundo lugar, para incrementar la transparencia de sus proyecciones, los bancos centrales deben incluir análisis retrospectivos y previsiones de las principales variables no observables [Schmidt-Hebbel y Walsh (2009)], incluido el producto potencial o el nivel de producto eficiente (y la brecha de producción), la tasa natural de desempleo (y la brecha entre las tasas efectiva y natural de desempleo), el tipo de interés neutral (y la brecha de tipos de interés) y el tipo de cambio de equilibrio (y la desviación del tipo de cambio observado respecto al tipo de cambio de equilibrio). Por último, aunque los bancos centrales han mejorado en cuanto a la transparencia de los procedimientos, todos deberían comprometerse a publicar en forma más completa y puntual las transcripciones (actas) de sus reuniones de política monetaria.

La frontera de eficiencia de la política monetaria —tanto en los regímenes de objetivos de inflación como en otros— se ve seriamente dificultada por los conocimientos de que disponemos en estos momentos de la crisis financiera y la recesión actual y por el período de expansión y formación de la burbuja que precedió a la crisis. Ello plantea dos cuestiones para la política monetaria y la elección del régimen monetario: el papel de

los precios de los activos y de las fricciones financieras para la política monetaria en general (no solo en un régimen de los objetivos de inflación) y el diseño de los objetivos de inflación.

La opinión general antes de la crisis acerca del papel de los precios de los activos y de la política monetaria era que esta última debería reaccionar ante perturbaciones que afecten a los precios de los activos únicamente en la medida en que influyan en las previsiones de inflación o en caso de que el tipo de interés real resulte afectado por perturbaciones financieras [Bernanke y Gertler (2001)]. Con todo, las fricciones financieras (como las fricciones reales) influyen en la transmisión de la política monetaria e interactúan con las rigideces nominales, siendo necesario recurrir a la política monetaria para reducir los efectos de esta interacción¹³. La crisis ha puesto de relieve esta función de la política monetaria [como se muestra en un reciente trabajo teórico de Cúrdia y Woodford (2008), De Fiore y Tristani (2009) y Demirel (2009)], si bien, como señala Walsh (2009b), la respuesta adecuada de la política monetaria dependerá del tipo de fricción financiera y de la perturbación.

Un tema que ha sido objeto de otro debate mucho más prolongado ha sido si los bancos centrales deben ir contracorriente cuando se producen burbujas de los precios de los activos. Cecchetti et ál. (2000), Cecchetti et ál. (2002) y Borio y White (2003) han sostenido que la política monetaria debería tratar de hacer estallar las burbujas ex ante. Frente a esta postura, la opinión más generalizada era que la política monetaria resultaba demasiado ineficaz para ocuparse de las burbujas, que éstas eran difíciles de identificar ex ante, y que la alternativa más eficaz sería abordar los efectos del estallido de una burbuja relajando la política monetaria a posteriori [Bernanke y Gertler (2001), Bernanke (2002) y Gertler (2003)]. Esta opinión se ha visto seriamente dañada por los elevados costes reales y las consecuencias deflacionistas de los estallidos de las burbujas inmobiliaria y de los precios de los activos en muchas economías industrializadas, con repercusiones a escala mundial. Aunque esta experiencia de formación y estallido de la burbuja también tiene otras causas, como las numerosas imperfecciones regulatorias y en los mercados que requieren una reforma aparte de la regulación, es probable que provoque cambios en la ejecución de la política monetaria, tanto si se han establecido objetivos de inflación como si no, que traten de desinflar burbujas incipientes de los precios de los activos.

Otro tema que ha pasado a ocupar un primer plano como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas durante la actual crisis es alcanzar una mejor comprensión, teórica y práctica, de la manera en que la política monetaria convencional, tanto en los regímenes de objetivos de inflación como en otros regímenes monetarios, se complementa con el tipo de políticas monetarias (y crediticias) no convencionales consideradas anteriormente.

Por último, la crisis ha puesto de manifiesto los problemas que afronta la política monetaria en situaciones de perturbaciones de demanda con graves efectos deflacionistas que provocan recortes de los tipos de interés oficiales hasta situarlos en niveles próximos a

13. Walsh (2009a) afirma que la política monetaria actúa como política de segundo mejor. Si se dispusiera de un instrumento de política fiscal eficaz (basado en impuestos y subsidios) que variara con el tiempo para contrarrestar los efectos de las perturbaciones (reales) que afectarían a los márgenes, la política monetaria no sería necesaria para mitigar los efectos sobre la inflación y el producto de las interacciones entre las fricciones reales y las rigideces nominales. En este sentido, si se dispusiera de una regulación financiera eficaz que cambiara con el tiempo (por ejemplo, provisiones anticíclicas de capital y de liquidez) para contrarrestar las perturbaciones financieras, como variaciones de los diferenciales de crédito, no haría falta recurrir a la política monetaria para mitigar las consecuencias de las interacciones entre las fricciones financieras y las rigideces nominales.

cero, esto es, cuando el límite inferior cero es vinculante. La realización de tres correcciones en el diseño de la implementación de los objetivos de inflación en la mayor parte de los países podría reducir la probabilidad de llegar al límite inferior cero: elevar el objetivo numérico de inflación (a costa de una inflación media más elevada), adoptar un objetivo de inflación subyacente, que se caracteriza por un nivel menor de volatilidad en torno al objetivo principal que la inflación general (a costa de reducir la utilidad y la credibilidad de un objetivo de inflación general), y ampliar los horizontes de la política monetaria convencional con objetivos de inflación (comprendidos habitualmente entre dos y tres años) a cinco o más años, como sugiere Mishkin (2008). Estas tres últimas alternativas se han analizado en la literatura sobre el inicio y el diseño óptimo de los objetivos de inflación. Hasta ahora se habían descartado por lo general, pero el carácter vinculante del límite inferior cero y la prolongada recesión vuelven a hacer relevante un debate al respecto. Con todo, ninguna de estas tres opciones me resulta convincente y me inclino más por la opción que reviso a continuación.

El reto más radical para los objetivos de inflación tiene su origen en la propuesta de adoptar objetivos de nivel de precios. Mucho antes de la crisis actual, Svensson (1999) y Vestin (2006) fueron de los primeros en evaluar seriamente las ventajas relativas de los objetivos de nivel de precios y su posible adopción. La principal ventaja teórica de estos objetivos frente a los objetivos de inflación es que la expectativa de que los precios volverán al nivel objetivo influye en la inflación actual cuando la fijación de precios tiene en cuenta la evolución futura. Esta ventaja puede ser importante cuando la economía se encuentra en el límite inferior cero y, por tanto, en una trampa de liquidez deflacionista. Las experiencias pasadas de deflación con objetivos de inflación no son pasadas con objetivos de nivel de precios, pues requieren una inflación futura que sea en promedio superior al nivel objetivo de inflación (o a la tendencia del objetivo de nivel de precios). Como los agentes con una actitud prospectiva anticipan esta evolución, la probabilidad de llegar a una situación deflacionista es menor con un mecanismo de objetivos de nivel de precios y, si dicha situación se materializa, la probabilidad de salir con más rapidez es mayor en un régimen de objetivos de nivel de precios¹⁴. Aunque es necesario realizar muchos más análisis y ejercicios de simulación [véanse Walsh (2009^a) y Weber (2010a)], es probable que los objetivos de nivel de precios se planteen como una alternativa viable y posiblemente mejor que el establecimiento de objetivos de inflación en el futuro, o que representen una mejora con respecto a estos objetivos.

5.2 Retos idiosincrásicos en materia de política monetaria que afrontan los bancos centrales de América Latina

Al contrario de lo que está ocurriendo en los países industrializados, pero de manera similar a otras regiones con economías emergentes, las economías de América Latina están registrando una intensa recuperación, un elevado crecimiento del producto y de la demanda, un aumento de los precios de las materias primas, una fuerte afluencia de capitales, una expansión de los mercados nacionales inmobiliarios y de activos, y la apreciación del tipo de cambio real. Esto plantea serios problemas para los responsables de la política económica en general y para los bancos centrales en particular. En esta sección voy a considerar tres de los retos que afrontan los bancos centrales de la región en el presente.

14. Walsh (2009b) presenta los resultados de simulaciones contrafactuales de los efectos estabilizadores de los objetivos de nivel de precios sobre las expectativas de inflación, si Estados Unidos hubiera tenido estos objetivos al iniciarse la crisis en lugar del régimen monetario vigente.

5.2.1 ELEVADA SENSIBILIDAD DE AMÉRICA LATINA A PERTURBACIONES EXTERNAS

América Latina es una región muy abierta y, por consiguiente, potencialmente más sensible a perturbaciones externas. Las investigaciones multipaís ponen de manifiesto que, en América Latina, dicha sensibilidad se ve exacerbada por unas instituciones más frágiles, un menor desarrollo de los sistemas financieros nacionales y un menor grado de integración financiera, que en los países industrializados [Calderón et ál. (2008,) y Calderón y Schmidt-Hebbel, (2008)].

Las repercusiones de este hecho para la región pasan por dar mayor prioridad al reforzamiento del carácter anticíclico de todas sus políticas macroeconómicas —políticas fiscales, monetarias y macroprudenciales—, a fin de contrarrestar con mayor eficacia los efectos desestabilizadores de las perturbaciones externas.

5.2.2 AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

Una importante fuente de perturbaciones externas son los aumentos y las caídas de los precios de las materias primas. En 2006 comenzó una prolongada fase de subida de los precios de las materias primas, que se vio brevemente interrumpida por la crisis global, pero que luego continuó con renovada intensidad, debido al elevado crecimiento registrado en las economías emergentes y, en particular, en Asia. Muchos analistas predicen que los precios de las materias primas podrían permanecer en niveles muy elevados durante varios años, lo que plantea un dilema importante a los responsables de la política económica de los países exportadores de estas materias. Ciertamente, la política óptima para abordar un aumento de los precios de las materias primas es ahorrar el componente temporal estimado de los precios de dichas materias. Esto puede sustentarse en políticas monetarias, fiscales y macroprudenciales anticíclicas, con las que los Gobiernos ahorran la parte temporal de los ingresos procedentes de las materias primas que les corresponde en fondos de riqueza soberana.

5.2.3 APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL E INTERVENCIONES CAMBIARIAS

En América Latina se ha observado una apreciación considerable del tipo de cambio real desde mediados de 2009, cuando se inició la recuperación posterior a la crisis, estimulada por el intenso crecimiento, el aumento de los precios de las materias primas y las cuantiosas entradas de capital¹⁵. Por los motivos señalados anteriormente, los bancos centrales de América Latina han utilizado, y siguen utilizando, las intervenciones cambiarias. Con todo, tras la vuelta a la normalidad, se plantea la cuestión de las ventajas y los inconvenientes de las intervenciones sistemáticas o esporádicas en el mercado cambiario. Una vez más, estas intervenciones pueden considerarse políticas de segundo mejor, potencialmente útiles en ausencia de respuestas de primer mejor a las perturbaciones subyacentes (alzas en precios de las materias primas, mayores entradas de capital), como son las políticas de carácter anticíclico efectivas y de una regulación y supervisión financieras eficaces. Por último, si se llevan a cabo intervenciones cambiarias excepcionales, la experiencia de Chile, con períodos y volúmenes preanunciados, podría representar un ejemplo de intervenciones eficaces en respuesta a burbujas cambiarias esporádicas.

5.2.4 ELEVADAS ENTRADAS (BRUTAS) DE CAPITAL Y CONTROLES DE CAPITAL

América Latina registra nuevamente un período de elevadas entradas brutas de capital, generadas por la búsqueda de una mayor rentabilidad de las carteras, un fuerte crecimiento

15. Sin embargo, la depreciación del dólar estadounidense frente a la mayor parte de las demás divisas mundiales ha hecho que los tipos de cambio reales bilaterales de las monedas nacionales frente al dólar se hayan apreciado mucho más que los tipos de cambio reales multilaterales (o efectivos reales) en la región.

interno, la mejora de las oportunidades de inversión y un descenso del riesgo-país. Al igual que en episodios anteriores, las cuantiosas entradas de capital pueden contribuir a una acumulación excesiva de deuda, al recalentamiento de la economía nacional y a la sobrevaloración del tipo de cambio. Un riesgo asociado es que la opinión de los inversores sobre los riesgos y las oportunidades de inversión cambie bruscamente, provocando un cambio de signo repentino en las entradas de capital y desencadenando una posible crisis financiera y una recesión. Para evitar tales riesgos, dos países latinoamericanos (Brasil y Colombia) ya han impuesto controles a las entradas de capital, y es posible que otros sigan su ejemplo.

Como se ha indicado anteriormente, la evidencia sobre la efectividad y los costos de los controles a las entradas de capital no apoya su uso. Los controles a los flujos de capitales solo podrían ser justificados como política excepcional de segundo mejor, cuando no pueden aplicarse soluciones de primer mejor y cuando sus efectos estabilizadores compensan con creces los costes derivados de las distorsiones financieras causadas por estos controles. En los casos en los que sea factible aplicar las políticas óptimas, deben tratar de ponerse en práctica: políticas macroeconómicas y macroprudenciales anticíclicas y mejoras de la regulación de los sistemas financieros nacionales para frenar la acumulación de riesgos de tipo de cambio, de vencimiento y de crédito de los distintos sectores, que pueden verse acrecentados por las elevadas entradas de capital. Por lo tanto no debe sorprender que, a medida que los países se desarrollan financiera y económicamente, los controles a los flujos internacionales de capitales se abolen completa y permanentemente.

5.3 Retos de política fiscal

Las políticas aplicadas por los bancos centrales no son eficaces si no hay una política fiscal prudente y sostenible [Uribe (2009a y 2009b)]. Además, la política monetaria anticíclica convencional de los bancos centrales, la política macroprudencial anticíclica futura, y la política encaminada a la estabilidad financiera resultan fortalecidas cuando los Gobiernos adoptan políticas fiscales sostenibles y anticíclicas que sean eficaces. Por este motivo, finalizaré este apartado aludiendo a la necesidad de acometer reformas exhaustivas de los marcos fiscales de la región.

América Latina ha efectuado progresos considerables en materia de consolidación fiscal en las dos últimas décadas, como se ha expuesto en la sección 2. Ciertamente, las medidas actuales de los déficits presupuestarios y los niveles de deuda pública están muy lejos de la sombría situación fiscal que hoy se observa en muchos países industrializados, un cambio completo respecto a la situación de hace dos décadas.

No obstante, la orientación de la política fiscal de América Latina y los resultados obtenidos todavía son frágiles y muy sensibles a perturbaciones importantes, caracterizándose por la prociclicidad, por la falta de normas fiscales (excepto en Chile) y por la ausencia de un marco institucional sólido. Conceptualmente, el camino a seguir es sencillo aunque, desde el punto de vista político, está plagado de dificultades: convertir el carácter procíclico de la política fiscal en anticíclico, adoptar reglas fiscales basadas en objetivos de saldo presupuestario ajustado de ciclo (como en Chile desde 2001), y establecer consejos fiscales, es decir, instituciones independientes que realicen un seguimiento de la planificación y la ejecución de los presupuestos de conformidad con las reglas fiscales y que lleven a cabo una evaluación técnica de las consecuencias fiscales, financieras y macroeconómicas de las modificaciones de la política fiscal (como los consejos propuestos en Francia y Reino Unido).

6 Conclusiones

En esta conferencia he revisado los profundos cambios y significativos logros experimentados por los bancos centrales de América Latina durante las dos últimas décadas, presentando además los retos mayores que enfrentan en el mundo posterior a la crisis financiera reciente.

En la década de los noventa, los bancos centrales de América Latina se vieron fortalecidos mediante leyes de autonomía, la adopción de nuevos regímenes de política monetaria (principalmente los de objetivos de inflación) y la mayor transparencia en la toma de decisiones, limitadas por la aplicación de normas *ex ante* y la obligación de rendir cuentas a posteriori. La modernización de los bancos centrales —sustentada en un significativo ajuste fiscal considerable y en el fortalecimiento del sector financiero— hizo que las tasas de inflación de la mayoría de los países de América Latina convergieran en niveles de un solo dígito y se alcanzaran tasas de crecimiento más elevadas y estables que en el pasado.

Con todo, el nuevo marco de política monetaria de la región se vio sometido a una severa prueba por la crisis financiera global. Las respuestas rápidas e innovadoras adoptadas por los bancos centrales latinoamericanos ayudaron a los sistemas financieros nacionales y a la economía real a resistir bien las graves consecuencias financieras y reales de la crisis bancaria y de la recesión que afectaron a los países industrializados. La evidencia empírica que se presenta en este trabajo muestra que el nuevo marco de políticas de los bancos centrales y sus respuestas adoptadas durante la crisis atenuaron significativamente la amplitud de la recesión.

Tras haber capeado con éxito la crisis financiera global y la recesión, los bancos centrales de América Latina se enfrentan ahora a una amplia gama de desafíos, que he revisado en esta conferencia. Algunos de ellos son comunes a los de los bancos centrales de las economías tanto industrializadas como emergentes, pues tienen su origen en la propia crisis y en los problemas que ésta plantea para mejorar el papel de los bancos centrales en el logro de la estabilidad monetaria y financiera. Estos desafíos implican que los bancos centrales de la región deben participar activamente en la discusión mundial y en la adopción de las reformas de la regulación y supervisión financiera, como también en la adopción de un nuevo marco de políticas macroprudenciales. Además la adopción de regímenes basados en objetivos explícitos de inflación debe extenderse a través de la región y su implementación debe ser perfeccionada.

Otros desafíos son propios de las economías emergentes de América Latina (y de otras regiones), que están registrando una reactivación del crecimiento, elevados precios de las materias primas, una fuerte afluencia de capitales y la apreciación de los tipos de cambio. La mejor forma de encarar estos desafíos es a través del fortalecimiento de las políticas macroeconómicas y macroprudenciales anticíclicas y las mejoras en la regulación de los sistemas financieros nacionales para reducir la toma de riesgos cambiarios, de vencimiento y de crédito, que pueden ser exacerbados por elevadas entradas de capitales. El progreso de la región en alcanzar estos objetivos de política determinará la velocidad a la cual los bancos centrales de América Latina se graduarán del uso de políticas de segundo mejor como las intervenciones cambiarias y los controles de capitales.

BIBLIOGRAFÍA

- AGUIRRE, A., y C. CALDERÓN (2005). *Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance*, Documento de Trabajo n.º 315, Banco Central de Chile.
- BANCO CENTRAL DE CHILE (2009). *Informe de Política Monetaria*, diciembre, Santiago.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2009). *Policy Trade-offs for Unprecedented Times: Confronting the Global in Latin America and the Caribbean*.
- (2010). *The Aftermath of the Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- BANCO MUNDIAL (2010a). *From Global Collapse to Recovery: Economic Adjustment and Growth Prospective in LAC*, Washington DC., Banco Mundial.
- (2010b). «Globalized, Resilient, Dynamic: The New Face of LAC», *Presentación de las Reuniones Anuales del FMI-BM*, Washington DC.
- (2010c). *The New Face of Latin America and the Caribbean*, Washington DC., Banco Mundial
- BARRO, R. J., y D. B. GORDON (1983). «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101-121.
- BATINI, N., y D. LAXTON (2007). «Under What Conditions Can Inflation Targeting be Adopted? The Experience of Emerging Markets», en *Monetary Policy under Inflation Targeting*, editado por F. S. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel, Banco Central de Chile, Chile, pp. 467-506.
- BENIGNO, G., H. CHEN, C. OTROK, A. REBUCCI y E. YOUNG (2010). «Are Macro-prudential Policies Prudent?», *Vox*, 16 de agosto.
- BERNANKE, B. S. (2002). «Asset-Price 'Bubbles' and Monetary Policy», *Comentarios antes el New York Chapter of the National Association for Business Economists*, Nueva York, NY, 15 de octubre.
- BERNANKE, B. S., y M. GERTLER (2001). «How Should Central Bankers Respond to Asset Prices?», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 91 (2), pp. 253-257.
- BORIO, C. y W. R. WHITE (2003). «Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes», *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Simposio organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, pp. 131-211.
- BRUNO, M., y W. EASTERLY (1996). «Inflation's Children: Tales of Crises that Beget Reforms», *The American Economic Review*, vol. 86, n.º 2.
- CALANI, M., K. COWAN y P. GARCÍA (2010). *Inflation Targeting in Financially Stable Economies: Has it been Flexible Enough?*, Documento de Trabajo n.º 587, Banco Central de Chile.
- CALDERÓN, C., N. LOAYZA y K. SCHMIDT-HEBBEL (2006). «External Conditions and Growth Performance», en R. J. Caballero, C. Calderón y L. F. Céspedes (eds.), *External Vulnerability and Preventive Policies*, Banco Central de Chile, Santiago.
- (2008). *Does Openness Imply Greater Vulnerability?*, Documento de Trabajo n.º 485, septiembre, Banco Central de Chile.
- CALDERÓN, C., y K. SCHMIDT-HEBBEL (2008). *Openness and Growth Volatility*, Documento de Trabajo n.º 483, septiembre, Banco Central de Chile.
- CARSTENS, A. (2010). *Latinoamérica ante un Escenario Post-Crisis, Expectativas Macroeconómicas*, manuscrito, Banco Central de México, Octubre.
- CARSTENS, A., y L. I. JÁCOME (2005). *Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges*, Working Paper WP/05/114, FMI.
- CECCHETTI, S., A. FLORES-LAGUNES y S. KRAUSE (2006). «Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis», *The Economic Journal*, 116, pp. 408-433.
- CECCHETTI, S. G., H. GENBERG, J. LIPSKY y S. WADHWANI (2000). «Asset Prices and Central Bank Policy», *Geneva Reports on the World Economy*, n.º 2.
- CECCHETTI, S. G., H. GENBERG y S. WADHWANI (2002). *Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework*, NBER Working Paper n.º 8970.
- CÉSPEDES, L. F., R. CHANG y J. GARCÍA-CICCO (2010). *Heterodox Central Banking*, Documento de Trabajo n.º 586, Banco Central de Chile.
- CORBO, V. (2007). *Monetary Policy in Emerging Economies: The View from Chile*, discurso pronunciado ante el Banco de Italia, junio, Roma.
<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2007/vcl18062007.pdf>.
- CORBO, V., J. DESORMEAUX y K. SCHMIDT-HEBBEL (2011). *Global Financial Crisis: Causes and Lessons*, manuscrito, CEP y Universidad Católica de Chile.
- CORBO, V., y K. SCHMIDT-HEBBEL (2010). *From the Asian Crisis to the Global Financial Crisis: Is this Time different for Latin America?*, manuscrito, marzo, CEP y Universidad Católica de Chile, Santiago.
- CUKIERMAN, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence – Theory and Evidence*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- CUKIERMAN, A., G. P. MILLER y B. NEYAPTI (2002). «Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies an International Perspective», *Journal of Monetary Economics*, 49.
- CÚRDIA, V., y M. WOODFORD (2008). *Credit Frictions and Optimal Monetary Policy*, Columbia University Discussion Papers 0809-02.
- DE FIORE, F., y O. TRISTANI (2009). *Optimal Monetary Policy in a Model of the Credit Channel*, manuscrito, marzo, Banco Central Europeo.

- DE CARVALHO, F. A., y A. MINELLA (2009). *Market Forecasts in Brazil: Performance and Determinants*, Central Bank of Brazil Working Paper Series n.º 185.
- DE GEGORIO, J. (2009). *Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Market Perspective*, Conferencia en Brookings Institution, Washington, DC.
<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2009/jdg17092009.pdf>.
- (2010a). «Macropprudencial Regulation, Financial Stability and Capital Flows», *Presentación en Thirteen Annual International Banking Conference*, Federal Reserve Bank of Chicago.
<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2010/jdg24092010.pdf>.
- (2010b). «El Rol de los Bancos Centrales tras la Crisis Económica», conferencia en *International Conference of the Bank of Korea*, Seúl. http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2010/jdg31052010_esp.pdf.
- DE GREGORIO, J., y A. TOKMAN (2004). *Overcoming Fear of Floating: Exchange Rate Policies in Chile*, Documento de Trabajo n.º 302, diciembre, Banco Central de Chile.
- DE LA TORRE, A., y A. IZE (2010). «The Aftermath of the Crisis for LAC: Surging Capital inflows in the Midst of Global Imbalances», *Presentación en la reunión de LACEA*, noviembre, Medellín, Colombia.
- DEMIREL, U. D. (2009). «Optimal Monetary Policy in a Financially Fragile Economy», *The B. E. Journal of Macroeconomics: Contributions*, 9 (1), artículo 15.
- DINCER, N., y B. EICHENGREEN (2007). *Central bank Transparency: Where, why, and with what effects*, NBER Working Paper n.º 13003.
- (2010). «Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates», *Money Matters: The Law, Economics and Politics of Currency*, vol. 11, n.º 1.
- EIJFFINGER, S., y P. GERAATS (2006). «How transparent are central banks?», *European Journal of Political Economy*, 22, pp.1-22.
- ELBADAWI, I., L. KALTANI y K. SCHMIDT-HEBBEL (2008). «Foreign Aid, the Real Exchange Rate, and Economic Growth in the Aftermath of Civil Wars», *The World Bank Economic Review*, 22 (1), pp. 113-140.
- FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. (2009a). «Procyclicality in the Banking Activity», conferencia sobre *Prociclicidad y el papel de la regulación financiera*, Banco de España e Instituto de Estabilidad Financiera, Madrid.
<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo040509e.pdf>.
- (2009b). «Crecimiento, Estabilidad y Política Monetaria», sesión sobre Estabilidad de precios, desarrollo financiero y crecimiento económico en la conferencia sobre *Retos y estrategias para promover el crecimiento económico*, Banco de México. <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/intervenpub/gobernador/mfo191009.pdf>.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010). *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere: Heating up in the South, cooler in the North*, Washington DC, Fondo Monetario Internacional
- GALLEGO, F., L. HERNÁNDEZ y K. SCHMIDT-HEBBEL (2002). «Controles de capital en Chile: Fueron efectivos?», en L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Banca, Integración Financiera y Crisis Internacionales*, Banco Central de Chile, Santiago.
- GERAATS, P. (2008). «Trends in Monetary Policy Transparency», trabajo presentado en la Conferencia del Banco de Canadá sobre *International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting*, julio.
- GERTLER, M. (2003). «Commentary: Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes», *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Simposio organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, pp. 213-223.
- GÜRKAYNAK, R. S., A. LEVIN, A. MARDER y E. SWANSON (2007). «Inflation Targeting and the Anchoring of Inflation Expectations in the Western Hemisphere», en F. S. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, Santiago.
- HAMMOND, G. (2009). «State of the Art of Inflation Targeting», *CCBS Handbook*, n.º 29, junio, Banco de Inglaterra.
- JÁCOME, L. I., y F. VÁZQUEZ (2005). *Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean*, Working paper 05/75, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- KYDLAND, F., y E. PRESCOTT (1977). «Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473-491.
- LUCAS, R. (1976). «Econometric Policy Evaluation: A Critique», en K. Brunner y A. Meltzer (eds.), *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, pp. 19-46.
- MISHKIN, F. S. (2008). «Whither Federal Reserve Communication», trabajo presentado en la Conferencia del Banco de Canadá sobre *International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting*, julio.
- MISHKIN, F. S., y K. SCHMIDT-HEBBEL (2007). «Does Inflation Targeting Make a Difference?», en F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, Santiago.
- NOYER, C. (2009). *Central Bank in the Financial Crisis*, discurso pronunciado en Europlace, París.
<http://www.banque-france.fr/gb/instit/telechar/discours/2009/090703.pdf>.
- (2010). *The Role of Central Bankers in Today's Global Capital Markets*, conferencia pronunciada en la World Federation of Exchanges, París. <http://www.banque-france.fr/gb/instit/telechar/discours/2010/The-Role-of-Central-Bankers-in-Today-Global-Capital-Markets.pdf>.
- ORPHANIDES, A. (2009). «Dealing with Crises in a Globalized World: Challenges and solutions», presentada en *Twelfth Annual International Banking Conference: The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?*.
- (2010). «Central Bank Policy Challenges in the Crisis», Conferencia sobre *Financial Interdependence in the World's Post-Crisis Capital Markets*, organizada por the Global Interdependence Center y la Banque de France.
- OSTRY, J. D., A. R. GOSH, K. HABERMEIR, M. CHAMON, M. S. QURESHI y D. B. S. REINHART (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, Fondo Monetario Internacional.
- POWELL, A. (2010a). «LAC Central Banks Ahead of the Curve? Financial Regulation and Supervision», *Presentación en la reunión de LACEA*, noviembre, Medellín, Colombia.
- (2010b). «Global Imbalances and LAC», *Presentación en la reunión de LACEA*, noviembre, Medellín, Colombia.
- SAURINA, J. (2009). «Loan Loss Provisions in Spain», *Revista de Estabilidad Financiera*, 17, noviembre, pp. 9-26.
- SCHMIDT-HEBBEL, K. (2010a). «Macroeconomic Regimes, Policies, and Outcomes in the World», *Estudios de Economía*, 37 (2), pp. 161-88.

- (2010b). «Inflation Targeting Twenty Years on: Where, When, Why, With what Effects, What lies ahead?», en D. Cobham, O. Eitheim, S. Gerlach y J. F. Qvigstad (eds.), *Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SCHMIDT-HEBBEL, K., y C. WALSH (editores) (2009). *Monetary Policy under Uncertainty and Learning*, Banco Central de Chile, Santiago.
- STIGLITZ, J. (2008). *The Failure of Inflation Targeting*, publicado por Project Syndicate.
<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz99>.
- SVENSSON, L. E. O. (1999). «Price Level Targeting vs. Inflation Targeting», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 31, pp. 277-295.
- TAPIA, M., y A. TOKMAN (2004). «Effects of Foreign Exchange Intervention under Public Information: The Chilean Case». *Economía*, 4 (2).
- TRICHET, J. C. (2010a). «Macro-Prudential Oversight and the Future of European Systemic Risk Board», discurso inaugural del *European Banking Congress*, Fráncfort del Meno.
http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101119_2.en.html.
- (2010b). «Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments», discurso inaugural del *European Banking Congress*, Fráncfort del Meno.
<http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100927.en.html>.
- (2010c). «Central Bank Cooperation after the Global Financial Crisis», videoconferencia en el Bank of Korea *International Conference*, Seúl. <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100531.en.html>.
- URIBE, J. D. (2009a). «Monetary Policy Challenges in Latin America: Some General Principles for Countercyclical Monetary Policy», comentarios realizados en el *Seminario para Inversores de las Reuniones Anuales del Banco Interamericano de Desarrollo*.
http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2009/Plan_Latino_America.pdf.
- (2009b). «Política Monetaria y Estabilidad Financiera», intervención en el *XX Simposio de Mercado de Capitales*, Medellín. http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2009/Simposio_capitales.pdf.
- (2010). «Some Observations on Capital Flows in Emerging Economies», discurso pronunciado en *Chatham House City Series 2010 Conference*.
http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2010/conferencia_chatamhouse10.pdf.
- VESTIN, D. (2006). «Price-Level Targeting versus Inflation Targeting», *Journal of Monetary Economics*, 53 (7), pp. 1361-1376.
- WALSH, C. (2009a). *Inflation Targeting: What have we learned*, manuscrito, Universidad de California en Santa Cruz, enero.
- (2009b). «Using Monetary Policy to stabilize Activity», trabajo presentado en el *Kansas Federal Reserve Bank Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy*, 2009, Jackson Hole, agosto, Wyoming.
- WEBER, A. (2010a). «Lessons for Monetary Policy from Financial Crisis», discurso inaugural del *XII Annual Inflation Targeting Seminar of the Banco Central do Brasil*, Río de Janeiro.
http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2010/20100514.weber_rio.en.pdf.
- (2010b). «Monetary Policy after the Crisis: A European Perspective», discurso inaugural del *Shadow Open Market Committee (SOMC) symposium*, Nueva York.
<http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2010/20101012.weber.somc.en.pdf>.
- (2010c). *The Reform of Financial Supervision and Regulation in Europe*, discurso pronunciado en el Institute of International and European Affairs, Dublin.
http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2010/20100310.weber_dublin.en.pdf.

Comentario de Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México

Muchas gracias. Quisiera agradecer al gobernador Miguel Ángel Fernández Ordóñez, a Javier Aríztegui y a los organizadores de este evento su amable invitación y, especialmente, la oportunidad que me brindan de comentar el trabajo presentado por Klaus. Como siempre, Klaus ha escrito un artículo soberbio. Ha captado realmente la esencia de algo que considero uno de los fenómenos económicos de más éxito en décadas en América Latina, y que es precisamente el proceso de controlar la inflación en esta región a través del fortalecimiento institucional.

Me atrevería a afirmar que Klaus, José de Gregorio, José Darío y yo mismo formamos parte de la «generación de las crisis». En nuestros años de estudiantes, íbamos de crisis en crisis. Y lo único que aprendimos en la escuela fue cómo hacer frente a los distintos tipos de crisis. Al cabo de tres décadas, y dado que ya no somos jóvenes, creo que hemos aprendido una lección. Y no solo nosotros, sino también la sociedad latinoamericana en general. Creo que, actualmente, en la mayoría de países de América Latina existe un sólido consenso social respecto a la importancia que tiene la buena formulación de las políticas económicas y macroeconómicas con absoluto respeto y cabal comprensión de la importancia de la independencia del banco central. Voy a mencionar el ejemplo de México. El año pasado, como ha indicado Klaus, entramos en una recesión muy profunda. Incluso entonces, fuimos uno de los poquísimos países, por no decir el único, que realizaron un ajuste fiscal. Incrementamos el impuesto sobre el valor añadido, el impuesto sobre la renta y otros impuestos especiales. Y mereció la pena, porque ahora estamos cosechando los frutos de esa política. Este año, hace apenas unos meses, cuando el Gobierno presentó el presupuesto para 2011, el principal partido de la oposición quería reducir el impuesto sobre el valor añadido. Se produjo un clamor social y algunos sectores de la opinión pública sostenían que reducir el IVA no era buena idea, lo que demuestra cómo cambia la sociedad como resultado de las crisis persistentes.

Durante la segunda mitad del siglo XX, América Latina ha registrado varias décadas perdidas en términos económicos, y esta experiencia es lo que ha motivado la actual respuesta social y política. Pero un elemento clave, y creo que Klaus desarrolla muy bien esta idea en el trabajo que estamos comentando, es que una piedra angular de este proceso ha sido el fortalecimiento institucional de los bancos centrales: otorgar al banco central un mandato claro y transparente, y dotarle de independencia operativa, con los instrumentos necesarios para cumplir ese mandato. La ventaja de conceder autonomía al banco central no está solo en contar con una institución pública plenamente dedicada a lograr la estabilidad de precios, sino que obedece también a la disciplina que induce en otras políticas macroeconómicas, especialmente en la política fiscal. Nuestros Gobiernos ya no tienen una restricción presupuestaria laxa y, por lo tanto, se han vuelto más responsables desde el punto de vista fiscal. Por lo tanto, el ejercicio de fortalecimiento institucional ha sido muy intenso y ha supuesto externalidades muy poderosas también en otras áreas de las políticas públicas.

La lectura del trabajo de Klaus, y su debate aquí en el Banco de España, han traído a mi memoria recuerdos muy entrañables. A comienzos de los años noventa, cuando el Banco de México emprendió el camino para adoptar un régimen de objetivos de inflación y convertirse en un banco central independiente, recibimos una enorme asistencia técnica

del Banco de España. Recuerdo las conversaciones con José Luis Malo de Molina y José Viñals porque, en aquel entonces, el Banco de España era una de las instituciones pioneras en cuanto a objetivos de inflación. Otra coincidencia es que nuestra ley de autonomía se redactó, en gran medida, a imagen de la del Banco Central de Chile. Lo cierto es que me resultó divertido leer en retrospectiva lo escrito sobre todos estos temas por uno de los economistas chilenos más prestigiosos.

Debo decir que es muy difícil formular comentarios respecto a los trabajos de Klaus porque son siempre tan completos y esclarecedores. Más que hacer una crítica, me gustaría destacar algunos aspectos que están implícitos en su presentación, pero requirieran un mayor énfasis.

Creo que uno de los principales avances logrados en América Latina durante la última década fue la adopción con éxito de los regímenes de tipo de cambio flexible. Si recordamos los debates de los años setenta, ochenta, e incluso de comienzos de los noventa, pensar que una pequeña economía abierta adoptase un régimen cambiario de esa naturaleza era casi comparable a un salto en el vacío. La idea convencional, imperante entre los economistas, era que un régimen de esas características en una pequeña economía abierta con flujos de capital volátiles no funcionaría, y mucho menos como estrategia de salida de un régimen de tipo de cambio fijo o controlado. Pero los hechos demostraron que se equivocaban. En algunos países, como Chile, la transición a un régimen de tipo de cambio flotante fue más ordenada, pero otros, como Brasil y México, tuvieron que adoptarlo como opción inevitable. Con el desarrollo de los mercados de derivados, un funcionamiento más transparente y la adopción de las prácticas adecuadas en materia de supervisión y regulación, los regímenes de tipo de cambio flexible han funcionado muy bien: el descubrimiento de los precios es eficiente y los tipos de cambio no han sido más volátiles o inestables que en otros países. El enorme beneficio que los tipos de cambio flexibles han traído a la región es que —en conjunción con una gestión macroeconómica coherente— América Latina se ha dotado de un eficiente mecanismo de absorción de las perturbaciones externas, como se ha podido observar claramente en los últimos años.

Ciertamente, no ha sido cuestión de suerte o coincidencia, sino que se ha producido en paralelo con una transformación radical de la formulación de las políticas macroeconómicas, como ya he señalado antes. Pero esta transformación ha sido resultado de la combinación de unas políticas macroeconómicas más sólidas con la flexibilidad del régimen cambiario, y ello ha potenciado, realmente, la capacidad de la región para hacer frente a perturbaciones de una gravedad extrema.

Por mucho hincapié que se haga en la importancia de contar con el grado de libertad que trae consigo un régimen de tipo de cambio flexible, nunca será suficiente. El otro día, en una presentación académica, un profesor de una universidad mexicana explicaba la diferencia entre un régimen de tipo de cambio fijo y uno de tipo de cambio flexible, y lo ilustraba con un ejemplo muy bueno. Imaginemos, decía, que desean ustedes pintar una casa. Con un tipo de cambio fijo, la brocha está quieta y hay que mover la casa. Con un tipo de cambio flexible, es la casa la que no se mueve y, por lo tanto, movemos la brocha. A continuación, preguntó cuál de las dos opciones nos parecía la mejor. En este contexto, la respuesta es obvia. Cuando se está sujeto a las restricciones de un tipo de cambio fijo, básicamente hay que ajustar de forma constante todos los demás parámetros de la economía para que el tipo de cambio sea sostenible a cierto nivel y, si no se tiene esa

capacidad, realmente los problemas están servidos, como lo demuestra la larga lista de crisis cambiarias de América Latina.

El régimen de tipo de cambio flexible funcionó especialmente bien en la crisis más reciente porque lo hizo en el contexto de unos regímenes de objetivos de inflación consolidados en la mayoría de países de América Latina. En el pasado, con regímenes cambiarios de tipo fijo o controlado, cuando se producía una variación del tipo de cambio, el impacto se trasladaba total e inmediatamente a los salarios y la inflación, debido a la ausencia de un marco macroeconómico coherente. Ello significaba que no se producía una corrección del tipo de cambio real, sino un aumento de la inflación. No es sorprendente que la región tuviera que pagar tan alto precio por estos episodios. Más recientemente, dado que la mayoría los países cuentan con un ancla nominal apropiada debido a esos regímenes de objetivos de inflación consolidados, las variaciones del tipo de cambio nominal han implicado, en gran medida, ajustes del tipo de cambio real, que, a su vez, han desempeñado el papel de mecanismo de absorción frente a las perturbaciones externas. Precisamente, nuestra experiencia reciente ilustra un ajuste de manual a través del mecanismo de tipos de cambio. Coincido con Klaus en que la reciente crisis mundial ha supuesto «una dura prueba» para la región y hemos superado el examen con nota.

Pasando a otro tema, no me siento cómodo con el argumento que presenta Klaus de que los controles de capital y la intervención en los mercados de divisas son políticas de segundo óptimo apropiadas. En mi lista, serían más bien de cuarto o quinto óptimo. Klaus reconoce que no hay evidencia muy sólida respecto al mayor o menor éxito de esas políticas. A mi juicio, especialmente en el caso de la intervención en el mercado de divisas, la mayor parte del tiempo esta política no funciona porque, en definitiva, no permite que los mercados se ajusten. En esas circunstancias, persistirán los incentivos para que sigan afluyendo recursos a la economía, con el inconveniente añadido de que los costes que entraña esa política serán cada vez más elevados, habida cuenta de los enormes costes de mantenimiento de un exceso de reservas internacionales. La única justificación que veo para las «soluciones n óptimas» es su posible utilidad para contener temporalmente las presiones políticas sobre el banco central. Tarde o temprano, los exportadores se quejarán con amargura de la apreciación de un tipo de cambio real que no es el de equilibrio. Con la adopción de una «solución n óptima» el banco central tiene, al menos, algo que mostrarles: «bien, hemos aplicado este control de capital, estamos realizando intervenciones»; de ese modo, elimina parte de la presión, pero, en última instancia, la situación no será muy diferente, dada la probada ineficiencia de este conjunto de medidas. La conclusión es que a un país le va mejor si no introduce distorsiones en la economía persiguiendo objetivos a corto plazo que podrían tener consecuencias a largo plazo. En el caso que nos ocupa, todos sabemos que la región necesitará capital externo durante muchos años y, en última instancia, a nadie le gusta crearse una mala reputación que pueda desincentivar la afluencia de capital extranjero de forma más permanente.

A continuación, me gustaría comentar algo sobre las medidas monetarias no convencionales adoptadas en muchos lugares del mundo como parte de la respuesta a la crisis. Klaus las considera básicamente instrumentos para proporcionar asistencia en materia de liquidez. La otra cara de la moneda es que estas, realmente representan políticas adoptadas por los bancos centrales para aliviar a los mercados de un riesgo excesivo. Desde este punto de vista, los bancos centrales se convirtieron en «absorbentes de riesgo de última instancia». En el pasado, no tuvieron necesidad de desempeñar este papel, ya que ni los

valores ni los derivados eran instrumentos tan relevantes en los mercados financieros, dado que los sistemas bancarios dominaban la intermediación financiera. Sin embargo, más recientemente, el volumen de transformación del riesgo en los mercados financieros se ha disparado y ya sabemos que, de conformidad con las normas y la reglamentación existentes, los mercados tienen una capacidad limitada para asumir todo ese riesgo cuando la volatilidad aumenta sustancialmente, situación que, a su vez, produce más volatilidad, amenazando la sostenibilidad de muchos intermediarios financieros. Para bloquear estos procesos, los bancos centrales, con la excusa de que necesitan proporcionar asistencia en materia de liquidez, han absorbido enormes cantidades de riesgo. Yo no creo que este papel de «absorbente de riesgo de última instancia» deba convertirse en una función permanente de los bancos centrales. En el futuro, tendremos que trabajar con cuidado para evitar esta situación, y nuestro éxito dependerá de cómo regulemos los mercados en los próximos años.

Desde un punto de vista más general, algo que me preocupa es que, como resultado de la crisis, muchos bancos centrales han terminado asumiendo una carga de responsabilidad anormalmente pesada. Los banqueros centrales nos hemos adentrado en muchas áreas. Muchos bancos centrales están tratando ahora de estimular el crecimiento, gestionar la absorción de riesgos y proporcionar liquidez, entre otras tareas, además de desempeñar la función tradicional de autoridad monetaria encargada de lograr la estabilidad de precios. Un desafío de enormes dimensiones que se les planteará a muchos bancos centrales en el futuro será cómo «liberarse» de muchas de esas funciones y centrarse en los objetivos para cuya consecución cuentan con los instrumentos apropiados. Espero que esta tarea no termine por convertirse en un ejercicio semejante a tratar de introducir de nuevo al genio en la lámpara.

Por último, quisiera añadir que estoy de acuerdo con muchas de las conclusiones de Klaus. La responsabilidad fiscal es muy importante, como lo es la regulación financiera. También comparto su opinión de que los bancos centrales deben asumir con más determinación en sus mandatos el objetivo de la estabilidad financiera. Así pues, creo que tendremos que hacer frente a importantes desafíos. Trabajos como el que nos ha presentado Klaus proporcionan valiosa información para reflexionar sobre cómo afrontar estos retos.

Muchas gracias.

Comentario de Athanasios Orphanides, Gobernador del Banco Central de Chipre

Es un placer para mí comentar el artículo sobre los cambios, logros y retos de la banca central en América Latina, presentado por Klaus en la reunión sobre bancos centrales del Eurosistema y de América Latina. Voy a comenzar señalando que Klaus y yo tenemos algo en común: ambos somos alumnos de Rudi Dornbusch. Como alumno de Rudi en los años ochenta, aprendí mucho sobre las experiencias monetarias de América Latina. Rudi utilizaba habitualmente los acontecimientos y las crisis de la época como casos prácticos para explicar el éxito o el fracaso de los regímenes de política monetaria y de los acuerdos institucionales. También se servía de ejemplos para contrastar el cortoplacismo de los políticos con las políticas susceptibles de aumentar el bienestar en el largo plazo. Lo cierto es que en la década de los ochenta hubo abundantes ejemplos, aunque no todos ellos se dieron en América Latina. En algunos casos, afectaban a lo que hoy es la zona del euro. Por ejemplo, tras analizar los datos de la deuda y del déficit para Rudi a finales de esa década, resultaba difícil no sentirse impresionado por los retos a los que entonces se enfrentaba Bélgica. Menciono esto para que nos animemos un poco, pues no resulta agradable que los acontecimientos nos obliguen a refrescar nuestros conocimientos sobre la dinámica de la deuda y del déficit, pero es reconfortante saber que algunos países pueden dar ejemplo de cómo apartarse del precipicio.

Centrándonos de nuevo en América Latina, región en torno a la cual gira el trabajo de Klaus, creo que es muy útil conocer la experiencia histórica para hacer una valoración adecuada de los avances tan significativos registrados en las prácticas de los bancos centrales de la región en las dos últimas décadas. En su trabajo, Klaus explica de forma magistral los cambios y logros principales, y concluye analizando algunos de los retos a los que se enfrentan los bancos centrales, tanto de América Latina como de otras regiones. En mi comentario me centraré brevemente en dos aspectos: en primer lugar, en los orígenes de la mejora observada en la práctica de los bancos centrales en América Latina que Klaus analiza y en el marco de objetivos de inflación para la política monetaria que utiliza a menudo para ello; en segundo lugar, trataré de manera sucinta algunos de los retos futuros identificados por Klaus.

Con respecto a los cambios acaecidos en los bancos centrales de América Latina, Klaus utiliza el marco de objetivos de inflación para la política monetaria como recurso para articular gran parte de su análisis, incluso para los países sin objetivos de inflación. Considera que este marco es una herramienta útil para llevar a cabo este análisis, y yo también creo que resulta de gran ayuda, pero debo subrayar que tengo dudas respecto a su opinión de que estos objetivos sean necesariamente mejores que otros enfoques. Por ejemplo, Klaus sugiere que los objetivos de inflación pueden ser incluso mejores que el enfoque de estabilidad de precios del BCE. Yo diría que lo más importante es contar con un diseño institucional que conserve algunas de las características cruciales que todos podemos identificar como esenciales para una buena práctica en materia de política monetaria. Lo que yo creo que sucede es que esas características cruciales que Klaus identifica son, en realidad, comunes al enfoque del BCE y al marco canónico de objetivos de inflación que analiza. En este punto, coincido en gran medida con Klaus en la manera en que describe los cambios y los logros registrados en América Latina, a saber, que se han observado mejoras en la práctica de los bancos centrales de la región que han situado a muchos de ellos en el grupo de bancos centrales que pueden

afirmar hallarse muy próximos al nivel de las mejores prácticas, precisamente porque esas características fundamentales se han incorporado al marco de política monetaria. Esta situación no podría haber estado más alejada de la realidad en los años ochenta y, por lo tanto, representa todo un logro.

Ahora bien, ¿cuáles son los elementos más importantes de esas mejores prácticas? A mi juicio, son dos: independencia del banco central y un compromiso claro, tanto por parte del Gobierno como del propio banco central, con la estabilidad de precios como mandato principal de este último. La independencia ha de ser tanto jurídica como económica, y Klaus presenta evidencia muy clara de cómo ha funcionado esto en América Latina. También considera prioritaria la transparencia, y coincido con él en este punto. No obstante, voy a ofrecerles una interpretación algo diferente de la transparencia que es muy importante. Klaus interpreta la transparencia como una política limitada por la aplicación de normas ex ante y la obligación de rendir cuentas a posteriori. Yo estoy muy a favor de las reglas para guiar el debate, pero creo que en este caso la clave está en una explicación clara del marco de política monetaria, incluidos los objetivos de dicha política y la manera en que se van a alcanzar. Esta interpretación de las reglas es un poco más amplia que la de Klaus. La atención debe centrarse, fundamentalmente, en el objetivo primordial que puede lograr la política monetaria, es decir, la característica crucial de la transparencia es determinar qué significa para el banco central el objetivo de estabilidad de precios y cómo tratar de alcanzarlo. Esta es la definición más amplia que yo interpreto que equivale a lo que Klaus denomina el enfoque basado en reglas. El elemento más importante de las buenas prácticas seguidas por un banco central independiente, con independencia de que sea o no un banco central con objetivos de inflación, es un marco de política monetaria que preste la máxima atención al objetivo de estabilidad de precios y que, de hecho, obligue a realizar un seguimiento estrecho de los precios agregados, tanto corrientes como futuros, como medio para orientar la política actual y para evaluar las medidas adoptadas en el pasado. En mi opinión, esta es la característica más distintiva de los objetivos de inflación y también de la estrategia del BCE, aun cuando el BCE no es un banco central con objetivos de inflación. En la medida en que promueven un diálogo regular y abierto entre el banco central, el Gobierno, el público y los participantes en los mercados financieros, los objetivos de inflación dejan poco margen de maniobra para descuidar la estabilidad de precios, lo que refuerza aún más la singularidad de este enfoque. Por estas razones, los objetivos de inflación pueden resultar especialmente eficaces como marco de política monetaria para los bancos centrales con problemas institucionales de algún tipo antes de su adopción; por ejemplo, porque carezcan de un historial de independencia política o porque su credibilidad a la hora de aplicar políticas monetarias orientadas a la estabilidad esté deteriorada. La América Latina de los años ochenta encaja en esta descripción, que era la situación de partida que más se beneficiaría de la adopción de este enfoque.

La intrusión de la política en las decisiones de política monetaria, así como la persecución de objetivos múltiples y presumiblemente contradictorios, son posibles causas de ese deterioro de la credibilidad en lo que respecta al compromiso de un banco central con el logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios. Los objetivos de inflación ayudan a protegerse de estas presiones. Klaus sostiene, y yo estoy totalmente de acuerdo, que el motivo por el que resulta esencial centrar la atención en una definición clara de estabilidad de precios es que, al actuar con tanta transparencia en este asunto, el banco central puede ayudar a anclar las expectativas de inflación de la mejor manera posible. Ello conlleva, a su vez, numerosos beneficios para el banco central. Por ejemplo, le brinda flexibilidad para responder a otras perturbaciones de la economía, lo que le permite no solo lograr y

mantener la estabilidad de precios, sino también contribuir a la estabilidad económica y financiera. Esto es lo que Klaus demuestra con la evidencia que aporta cuando compara la respuesta de los bancos centrales de América Latina y los resultados económicos asociados con la crisis de 2008 y con las que se produjeron diez años antes. La comparación es muy instructiva en lo que se refiere a las ventajas de llevar a cabo esas mejoras institucionales. Como muestra Klaus, las políticas nacionales ayudaron a amortiguar el golpe que sufrió la economía en la crisis más reciente, lo que no ocurrió en absoluto en los episodios de hace diez años. Esta es una demostración muy útil de que las mejores prácticas, con un banco central independiente y una definición clara de estabilidad de precios como mandato, se traducen, realmente, en resultados mejores.

Soy algo más ambivalente respecto a la forma en que Klaus utiliza los adjetivos para describir los objetivos de inflación, es decir, régimen «parcial» frente a régimen «completo», incluso cuando los califica de «flexibles». También estoy en desacuerdo con la utilización de otro adjetivo: «explícito». Concretamente, no estoy de acuerdo con él cuando afirma que los «regímenes basados en objetivos de inflación explícitos prevalecen sobre otros objetivos similares que se han aplicado con éxito ... como los de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo...». Así pues, en la medida en que un indicador útil para calibrar el éxito es el grado de anclaje de las expectativas de inflación, yo no interpreto que la evidencia sugiera que los regímenes monetarios de los bancos centrales con objetivos de inflación prevalecen sobre el del BCE. En este sentido, lo que más me preocupa es el denominado marco de objetivos de inflación flexibles, que se utiliza para fijar como meta no solo la inflación, sino muchos objetivos al mismo tiempo. Klaus recomienda que los bancos centrales analicen todas las variables no observables que se incluirían en una predicción basada en modelos para diseñar políticas óptimas de control y de objetivos de inflación. Entre estas variables hay que incluir el tipo de interés natural, la tasa natural de producción, la tasa natural de desempleo, el tipo de cambio natural o de equilibrio, los precios naturales o de equilibrio de las materias primas, etc. Mi desacuerdo fundamental en este punto se basa en que, a mi juicio, toda política monetaria robusta debe alejarse de estos conceptos tanto como sea posible para alcanzar los mejores resultados en lo tocante a la estabilidad de precios. El problema de un enfoque que permite, o incluso alienta, la adopción de medidas para tratar de estabilizar el producto y el desempleo, además de mantener la estabilidad de precios, es que puede transformarse fácilmente en un tipo de mecanismo de ajuste que no consigue alcanzar ninguno de sus múltiples objetivos de manera satisfactoria. Recordemos que ya experimentamos este tipo de fallos en el pasado y, de hecho, en mi opinión, un punto de partida para entender la utilidad de los objetivos de inflación es comprender las causas y la magnitud del fracaso en algunos de los países que lo adoptaron. El caso de Nueva Zelanda, país pionero en la adopción de este enfoque, me parece especialmente instructivo.

Antes de mediados de los años ochenta, Nueva Zelanda ostentaba el nada envidiable récord de registrar una de las tasas de inflación más altas de la OCDE. La inflación anual sobrepasó el 10% durante casi toda una década. Según Don Brash, el gobernador que estableció los objetivos de inflación en el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el problema con el mandato de mantener la estabilidad de precios radicaba en que este era solo uno entre varios objetivos. Tal como él mismo afirmaba, «la legislación conforme a la que operábamos nos exigía tener en cuenta la tasa de inflación, el empleo, el crecimiento, la maternidad y toda una serie de otros elementos positivos» [Brash (1999), p. 36]]. Otro factor que obstaculizó la actuación del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda fue su falta de independencia operativa.

Estas deficiencias se corrigieron con la Ley del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda de 1989 (*Reserve Bank of New Zealand Act, 1989*), en virtud de la cual se dio prioridad al mantenimiento de la estabilidad de precios. Conforme a lo dispuesto en el artículo 8 de la Ley, «la función primordial del Banco es formular y ejecutar la política monetaria orientada al objetivo económico de lograr y mantener la estabilidad del nivel general de precios», sin condiciones, ni peros que valga. En el artículo 9 de la Ley se exige que el gobernador del Banco y el ministro de Hacienda cuantifiquen el objetivo de inflación y, en el artículo 10 se garantiza la independencia operativa del Banco.

Así pues, la Ley del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda de 1989 describe las dos características que definen el enfoque económico y de objetivos de inflación del que partimos; en primer lugar, definiendo el mandato prioritario de mantener la estabilidad de precios y ofreciendo una definición clara de estabilidad de precios, y, en segundo lugar, otorgando al banco central independencia para alcanzar ese objetivo. Y esto es lo que muchos otros hicieron después de una forma u otra. Estas son precisamente las dos características que Klaus subraya como cruciales y que son comunes al diseño institucional del BCE.

Permítanme centrarme ahora en el análisis que lleva a cabo Klaus sobre algunos de los retos que nos depara el futuro. Mis comentarios girarán en torno a tres cuestiones.

En primer lugar, las implicaciones del límite inferior cero para el tipo de interés nominal a corto plazo. Klaus parece dar por sentado que la política monetaria está restringida por dicho límite y, por consiguiente, explora formas de reducir la probabilidad de llegar al límite inferior. Por ejemplo, menciona la posibilidad de elevar el objetivo numérico de la estabilidad de precios, lo que, como él mismo reconoce, crea otros problemas. A este respecto, creo que la premisa subyacente es errónea, ya que se basa en lo que se conoce como trampa de liquidez, que sugiere que no se pueden aplicar políticas monetarias adicionales una vez que el tipo de interés nominal a corto plazo se sitúa en un nivel próximo a cero. Sin embargo, como sabemos, basándonos, por ejemplo, en los argumentos presentados por Brunner y Meltzer en los años sesenta [Brunner y Meltzer (1968)] y por otros desde entonces, se trata de un error conceptual. El concepto de trampa de liquidez encierra un defecto grave porque solo puede demostrarse que se cumple en un modelo bajo ciertos supuestos no realistas, y se entiende como falso en el momento en que se relajan esos supuestos. Estos ejercicios académicos pueden ser de utilidad para avivar el debate, pero pueden ser muy perjudiciales si permean el debate sobre los regímenes de política monetaria. En la práctica pueden emplearse medidas no convencionales para instrumentar una relajación adicional de la política monetaria siempre y cuando sean necesarias en el límite cero, sin tener que renunciar a una definición de estabilidad de precios que, en otras circunstancias, se ha considerado perfectamente idónea para protegerse frente a la posibilidad del límite cero.

La segunda cuestión es si un banco central debe nadar contra corriente para protegerse de desequilibrios incipientes. En este punto, el trabajo de Klaus necesita cierta clarificación. La respuesta puede variar dependiendo de que entre las funciones del banco central se encuentre, además de la política monetaria, la supervisión prudencial. Klaus ciertamente hace alusión a esto, distinguiendo entre medidas macroprudenciales y política monetaria. En mi opinión, los bancos centrales también deberían desempeñar funciones de supervisión bancaria, pero no todos los bancos centrales lo hacen. En el caso de los bancos centrales que sí disponen de herramientas adicionales que pueden utilizarse con fines

macroprudenciales, es evidente que dichas herramientas deben incorporarse en el diseño de una política más amplia orientada a la estabilidad.

Hay dos ejemplos que contribuyen a ilustrar cómo los bancos centrales podrían haber reducido realmente el impacto del boom crediticio anterior a la crisis más reciente empleando herramientas de supervisión prudencial. Uno se refiere a las provisiones dinámicas, es decir, pedir a los bancos que eleven sus provisiones en tiempos de bonanza. De esa manera se puede moderar el boom y absorber las perturbaciones más fuertes que puedan producirse en tiempos difíciles. Esto funcionó bien en España. El segundo es el ajuste macroprudencial de la relación préstamo-valor. Este enfoque se adoptó con cierto éxito en mi propio país, Chipre, en 2007 y 2008. En julio de 2007, un mes antes del inicio de la crisis, mientras que la fiesta inmobiliaria estaba en pleno apogeo, endurecimos las condiciones de los préstamos inmobiliarios, fijando un tope máximo del 60% para la relación préstamo-valor, salvo en el caso de las viviendas ocupadas por sus propietarios. Algunos promotores captaron la indirecta y recortaron sus planes. Otros se quejaron un poco, y tuvimos que afrontar muchas críticas, lo que demostró que la política era eficaz. Esta medida constituyó una de las razones por las que nuestro sistema bancario quedó a salvo de las perturbaciones y de las secuelas de lo que ocurrió a partir de septiembre de 2008. Aunque experimentamos un auge de los precios inmobiliarios, logramos atenuarlo y proteger el sector bancario.

Quiero concluir comentando otro de los retos que plantea Klaus, la política fiscal. En este caso, le insto a que en su análisis desarrolle con mayor detenimiento los éxitos de América Latina. Me parece especialmente importante el debate sobre el establecimiento de consejos fiscales y reglas fiscales. Ciertamente, Klaus tiene razón. Conceptualmente, el camino a seguir es sencillo aunque, desde el punto de vista político, está plagado de dificultades, lo que parece ser un eslabón perdido de crucial importancia en el diseño de un marco institucional que garantice el mantenimiento de la estabilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- BRASH, D. (1999). «Inflation targeting: an alternative way of achieving price stability», address on the occasion of the *50th Anniversary of Central Banking in the Philippines*, 5 enero, Manila.
- BRUNNER, K., and A. H. MELTZER (1968). «Liquidity traps for money, bank credit and interest rates», *Journal of Political Economy*, 76 (1), pp. 1-37.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND (1989). *Reserve Bank of New Zealand Act*.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Publicado el original en francés con el mismo número.)
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.^a VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)

- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGO, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)