

LA REFORMA DE LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS

Avances y desafíos*

*Agustín Carstens y Luis I. Jácome H.***

RESUMEN

Este artículo analiza la reforma institucional de la política monetaria en la América Latina desde principios del decenio de los noventa. Afirma que el fortalecimiento de la independencia legal de los bancos centrales, junto con las políticas macroeconómicas, ayudó a disminuir la inflación desde tasas anuales de tres dígitos durante los años noventa hasta de un solo dígito en 2004. El ensayo presenta también los principales desafíos de la política monetaria en la actualidad, a saber: el logro de la estabilidad de precios, el restablecimiento de la confianza del mercado en las monedas nacionales y la congruencia de la política a pesar de los efectos de la volatilidad de los flujos de capital. Por último, se identifican las recurrentes crisis bancarias y la ausencia de disciplina fiscal como los riesgos principales para el éxito de la política monetaria de la América Latina.

ABSTRACT

This study takes stock of the institutional reform of monetary policy in Latin America since the early 1990s. It argues that strengthening the legal independence of central banks, together with macroeconomic policies, was instrumental in reducing inflation from three-digit annual rates in the 1990s to single-digit territory in 2004. The paper also discusses the main challenges of monetary policy today, namely, achieving price stability, restoring market confidence in domestic currencies, and sticking to policy consistency despite adverse effects of the volatility of capital flows. Finally, recurrent banking

* *Palabras clave:* independencia del banco central, inflación, política monetaria, América Latina. *Clasificación JEL:* E42, E52, E58 [traducción de Eduardo L. Suárez]. Ensayo de trabajo del FMI, WP/05/114

** Agustín Carstens es director gerente suplente del Fondo Monetario Internacional (correo electrónico: acarstens@imf.org). Luis I. Jácome H., es economista principal del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del Fondo Monetario Internacional y profesor asociado adjunto de la Universidad Georgetown (correo electrónico: ljacome@inf.org). Los autores agradecen los comentarios de Alain Ize, Robert Rennhack y Roberto Steiner a una versión anterior de este documento, y el valioso apoyo de investigación de Nada Oulidi. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad de los autores y no representan forzosamente las opiniones del Fondo Monetario Internacional.

crises and lack of fiscal discipline are identified as the main risks for the success of monetary policy in Latin America.

INTRODUCCIÓN

En 1990 la inflación promedio en la América Latina alcanzó un nivel alto sin precedente de casi 500%. Tres de los países más grandes de la región (Argentina, Brasil y Perú) exhibieron tasas de inflación de cuatro dígitos, y ningún país pudo alcanzar una tasa de un solo dígito. En cambio, para ese momento, los países industriales ya habían bajado la inflación hasta un promedio cercano a 4%, mientras que los países asiáticos la habían bajado hasta un promedio de 6%. Al mismo tiempo, el año de 1990 marcó el fin de un periodo decenal en el que el PIB *per capita* de la América Latina cayó en promedio 0.1% anual. Con la calidad de vida declinando, los gobiernos de la región enfrentaron la necesidad de atacar la inflación e hicieron cambios estructurales a fin de echar los cimientos de una reanudación del crecimiento económico.¹

En consecuencia, la reforma de los bancos centrales se convirtió, durante el decenio de los noventa, en un componente fundamental del nuevo programa económico en la mayoría de los países latinoamericanos. La reforma intentaba restaurar la confianza en la política monetaria y librar así una guerra exitosa contra la inflación. A fin de asegurar la credibilidad de las reformas, los gobiernos latinoamericanos decidieron implantar los cambios institucionales de un modo muy visible, promulgando leyes especiales y, en algunos casos, enmendando la constitución nacional. Por tanto, una nueva legislación del banco central se ha promulgado hasta ahora en todos los países —en algunos casos más de una vez—, con excepción de Brasil.² Las reformas de los bancos centrales condujeron a un significa-

¹ Edwards (1995) ofrece un análisis detallado de la naturaleza de las reformas estructurales en la América Latina, mientras que Lora (2001) presenta datos cuantitativos del progreso alcanzado en cada país desde mediados del decenio de los ochenta, en cuanto a la implantación de reformas, lo que ilustra cómo se ha desarrollado el proceso a lo largo del tiempo y cómo se comparan entre sí diferentes países.

² La reforma de la banca central se emprendió en Chile (1989), El Salvador (1991), Argentina (1992 y 2002), Colombia (1992), Nicaragua (1992 y 1999), Venezuela (1992, 1999 y 2002), Ecuador (1992 y 1998), Perú (1993), México (1993), Bolivia (1995), Costa Rica (1995), Uruguay (1995), Paraguay (1995), Honduras (1996 y 2004), Guatemala (2001) y la República Dominicana (2002). Brasil no promulgó ninguna legislación para imponer reformas, pero persiguió el consenso social en favor de la independencia operativa del banco central y promulgó una Ley de

tivo fortalecimiento institucional y a modificaciones del objetivo y la ejecución de la política monetaria en la mayoría de los países de la región.

Como resultado de las reformas, los bancos centrales latinoamericanos fueron más independientes de sus gobiernos, en mayor grado en algunos países que en otros. La nueva legislación daba a los bancos centrales una independencia operativa y prohibía que financiaran el déficit fiscal, o por lo menos restringía estrictamente su capacidad para hacerlo. Con la política monetaria administrada de manera independiente se reducían mucho las oportunidades de los gobiernos de tener políticas potencialmente expansivas asociadas con el ciclo económico-político de un país. A cambio de esta autonomía, se hizo responsables a los bancos centrales de sus acciones y decisiones de política. Dentro de los bancos centrales la reforma legal alentó ciertos cambios en las políticas y en el marco operativo para la conducción de la política monetaria.

En la actualidad la mayoría de los países latinoamericanos ha llevado la tasa inflacionaria hasta un dígito, pero sólo un puñado de ellos están llevando el paso de la inflación mundial. Con excepción de Costa Rica, República Dominicana y Venezuela, todos los demás países llevaron la inflación hasta un solo dígito para fines de 2004. Sin embargo, sólo Chile y Perú, y los dolarizados Panamá y Ecuador, han logrado que sus tasas inflacionarias converjan en la tasa internacional, medida por la inflación en los países industriales.

El objetivo principal de este artículo es examinar la naturaleza de la reforma de los bancos centrales en la América Latina desde principios del decenio de los noventa, sus consecuencias institucionales y de políticas, y los desafíos principales que enfrentan ahora. La sección I se centra en los aspectos fundamentales de la reforma de los bancos centrales latinoamericanos y cuantifica el efecto de estas reformas, medido por el grado de independencia legal de los bancos centrales. La sección II examina el efecto de la reforma del banco central en la inflación —aunque sin establecer la causalidad— considerando los periodos de antes y después de la introducción de los

Responsabilidad Fiscal que fortalece la autonomía financiera y la rendición de cuentas del banco central. Ecuador y El Salvador reformaron de nuevo su legislación de la banca central en 2000 y 2001, respectivamente, pero esta vez para adoptar el dólar estadounidense como su moneda de curso legal.

cambios institucionales. La sección III describe los cambios de las políticas de los bancos centrales derivados de la reforma. La sección IV identifica los principales desafíos afrontados por los bancos centrales de la América Latina a la luz de los desarrollos regionales recientes. Por último, se presenta las conclusiones principales del ensayo.

I. EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Los bancos centrales latinoamericanos son instituciones relativamente jóvenes. No sólo surgieron más de un siglo después de que los países alcanzaran la independencia, sino que se establecieron mucho más tarde que sus contrapartes en Europa y aun después que su contraparte en los Estados Unidos. Excepto por el Banco de la República Oriental del Uruguay, que se creó con el doble papel de banco central y banco comercial a fines del siglo XIX, la mayoría de los bancos centrales de América Latina se crearon en los decenios de los veinte y treinta del XX.³

Desde que se establecieron los bancos centrales en la América Latina, éstos han sufrido diversas reformas, incluida la más reciente adoptada desde principios del decenio de los noventa. A lo largo de ese periodo y hasta la última reforma, la propiedad del banco central evolucionó desde una participación conjunta del sector público y el privado hasta una propiedad estatal exclusiva. Durante largo tiempo, los organismos rectores de los bancos centrales mantuvieron una representación mixta del sector público y el privado, incluyendo en el último caso a representantes de los bancos comerciales y de las asociaciones de productores. Esta estructura de gobernación era congruente con el objetivo que se les tenía asignado, centrado primordialmente en la financiación de sectores fundamentales de la economía y la promoción del crecimiento económico. La modalidad de la formulación de la política monetaria cambió también cuando los gobiernos empezaron a desempeñar un papel mayor, alrededor

³ Los bancos centrales de Chile, Colombia, Ecuador, México, Bolivia y Guatemala se fundaron en el decenio de los veinte del siglo XX, mientras que los bancos centrales de Perú, Argentina, El Salvador, Costa Rica y Venezuela se establecieron en el decenio de los treinta. Los bancos centrales de Brasil y Uruguay, tal como existen ahora, se separaron de otras dependencias gubernamentales en el decenio de los sesenta.

del decenio de los cincuenta, utilizando a los bancos centrales para impulsar el desarrollo económico. En consecuencia, los instrumentos de la política monetaria —como la regulación del crédito por la actividad económica y el control de las tasas de interés— se alinearon con el papel de promoción de la actividad económica y el crecimiento económico por parte del gobierno. Como resultado de esto, los bancos centrales no operaron, hasta el decenio de los noventa, independientemente de los gobernantes, de modo que carecían de la independencia necesaria para formular y aplicar la política monetaria y cambiaria, y la estabilidad de precios fue un objetivo secundario en el mejor de los casos.

1. La reforma institucional desde principios del decenio de los noventa

En el decenio de los noventa la legislación que regía a los bancos centrales de la América Latina fue ampliamente enmendada para hacerlos más independientes del poder ejecutivo de sus países.⁴ La reforma implicaba un fortalecimiento institucional de los bancos centrales basado en cuatro pilares principales: *i*) la definición de un mandato claro para los bancos centrales, que otorga prioridad a mantener la estabilidad de precios; *ii*) el otorgamiento, a los bancos centrales, de independencia política para la elaboración de la política monetaria; *iii*) la concesión a los bancos centrales de la autonomía operativa necesaria para aplicar la política monetaria, y *iv*) la imposición, a los bancos centrales, de la obligación de rendir cuentas.⁵ Las características principales de la reforma de la legislación monetaria en la América Latina se analiza más adelante, incluidas las disposiciones constitucionales aplicables, excepto para Ecuador y El Salvador, donde los bancos centrales no desempeñan ningún papel en la política monetaria tras la adopción del dólar como moneda legal.

⁴ Los fundamentos teóricos de esta reforma —implantada en los países industrializados y en desarrollo por igual— provienen del trabajo de Kydland y Prescott (1977), y Barro y Gordon (1983), quienes demostraron que, cuando tienen que elegir entre más inflación o menos desempleo, los gobiernos se inclinan generalmente por la mayor inflación. La reforma institucional se inspiró en gran medida en la noción de Rogoff (1985) de encomendar la política monetaria a un “banquero central conservador”, a fin de reducir el llamado “sesgo inflacionario”.

⁵ En Jácome (2003) se resume las características principales de la legislación de la banca central en la América Latina.

CUADRO 1. *Objetivos del banco central*

<i>Estabilidad de precios como el objetivo único o primario</i>	<i>Estabilidad de precios más otros objetivos, sin indicación de prioridad</i>		
	<i>Operación del sistema de pagos</i>	<i>Estabilidad del sector financiero</i>	<i>Crecimiento o desarrollo económico</i>
Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, México, Perú, Venezuela	Chile, Honduras, Nicaragua	Guatemala, Paraguay, Uruguay	Brasil

FUENTE: Constituciones nacionales latinoamericanas y legislación de la banca central en 2003.

i) *El objetivo de los bancos centrales.* En la actualidad todas las leyes de bancos centrales de la región establecen que el propósito del banco central es asegurar la estabilidad monetaria o la estabilidad de precios. En algunos casos, sin embargo, se otorga a los bancos centrales también otros objetivos, no siempre con el establecimiento de prioridades entre ellos (véase el cuadro 1). La pluralidad de los objetivos genera potenciales conflictos de las políticas. Así ocurre en Brasil, donde el banco central es también responsable, *de jure*, de la promoción o creación de condiciones favorables para el crecimiento y el desarrollo económicos.⁶ Mientras que este último es un objetivo amplio, el mandato legal del banco central podría originar interpretaciones divergentes cuando se trata de la formulación de la política monetaria. Además, el doble objetivo de mantener la estabilidad de precios y del sistema financiero, sin ninguna indicación de la prioridad, podría colocar al banco central en una situación de enfrentamiento de objetivos potencialmente conflictivos, sobre todo durante los periodos de tensión en el sistema bancario.⁷ Además de estos conflictos potenciales de las políticas, tener varios objetivos torna más difícil la evaluación de la responsabilidad de los bancos centrales.

ii) *La independencia política.* Después de la reforma institucional, los bancos centrales latinoamericanos son más independientes de los gobiernos. Como se observa en el cuadro 2, los directorios de los bancos centrales de la actualidad son designados por un periodo

⁶ *De facto*, este potencial conflicto de políticas no ha sido relevante, sobre todo desde la expedición del decreto de la meta inflacionaria en 1999.

⁷ En países como Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay el banco central desempeña el doble papel de formular y conducir la política monetaria y supervisar y regular a los bancos, pero la sabiduría práctica sostiene que el objetivo de mantener la estabilidad del sistema financiero debería subordinarse al objetivo de mantener la estabilidad de precios tal como está establecido por la ley en Argentina.

que excede o se sobrepone al del gobierno constitucional del país, incluyendo raras veces a representantes del sector privado o de otras entidades del sector público. Además, la ley requiere en muchos países que el Congreso confirme estos nombramientos o, en algunos casos, que los designe de entre una terna presentada por el Poder ejecutivo.⁸ Como un aspecto fundamental de la independencia política, la nueva legislación especifica en muchos países las razones legales para la remoción de los miembros del directorio del banco central, y pone la decisión final en manos del Poder legislativo o del judicial.⁹ Al cortar la relación entre el banco central y el Poder ejecutivo, la reforma amplió el horizonte de la toma de decisiones de los bancos centrales de tal manera que la política monetaria ya no se subordina al ciclo económico-político de los países.

iii) *Independencia operativa*. La provisión de instrumentos de independencia para la conducción de la política monetaria es probablemente la característica más común de la reforma del banco central en la América Latina. Esto implica que los bancos centrales tienen ahora libertad para formular y aplicar la política monetaria.¹⁰ A fin de fortalecer la autonomía operativa, la facultad de financiar el gasto público está estrictamente restringida, y en algunos casos prohibida, para los bancos centrales (véase el cuadro 3).¹¹ La prohibición de monetizar el déficit fiscal refleja el consenso alcanzado en la región acerca de que la financiación del déficit fiscal ha sido a lo largo

⁸ En varios países, la ley establece diferentes disposiciones respecto al gobernador del banco central y de su directorio ejecutivo. En tales casos, el gobernador es de ordinario designado o removido por el Poder ejecutivo, mientras que los miembros del directorio ejecutivo son designados o removidos por el legislativo.

⁹ Sin embargo, la legislación establece en varios casos las razones para la remoción de los gobernadores de bancos centrales y los miembros del directorio, lo que se relaciona con decisiones políticas. Guatemala es un buen ejemplo de esta situación, ya que el Congreso tiene la facultad de cesar —por una mayoría calificada— al gobernador del banco central si considera que su comparecencia anual ante la Legislatura no es satisfactoria (artículo 60 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala).

¹⁰ En algunos casos (México y Venezuela, por ejemplo), el gobierno ha conservado la facultad de coparticipar en la formulación de la política del tipo de cambio, lo que tiene el potencial de interferir con la independencia operativa. Sin embargo, esta restricción potencial no es vinculante en los países que tienen regímenes de tipo de cambio flexibles.

¹¹ Sin embargo, se ha violado el espíritu de esta restricción por otras razones legales. Tenemos un ejemplo en Venezuela, donde la ley de la banca central requiere que el banco central transfiera al gobierno las ganancias no recibidas asociadas a la revaluación de las reservas internacionales. Ocurre otra violación en los países donde el presupuesto anual aprobado por la ley en el Congreso requiere que los bancos centrales hagan transferencias al gobierno, como ocurre en Honduras y Paraguay, por ejemplo.

CUADRO 2. Independencia política: Nombramiento y remoción de los miembros del directorio de los bancos centrales

<i>Permanencia del directorio por comparación con la permanencia del Presidente de la República^a</i>			
<i>Más larga</i>	<i>La misma extensión, pero no concurrente</i>	<i>La misma extensión, más corta o no especificada</i>	
Argentina, Chile, Costa Rica, México, Venezuela	Bolivia, Colombia, Guatemala	Brasil, República Dominicana, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Perú, Uruguay	
<i>Estructura del directorio</i>			
<i>Sin representación del Poder ejecutivo ni del sector privado</i>	<i>El Poder ejecutivo está representado directamente a través de secretarios de Estado</i>	<i>Además del Poder ejecutivo, también está representado el sector privado</i>	
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Honduras, México, Paraguay, Perú, Uruguay	Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Nicaragua, Venezuela	Guatemala	
<i>Quién designa o confirma a los miembros del directorio</i>			
<i>El Poder legislativo designa y/o confirma</i>	<i>Sólo el Poder ejecutivo</i>	<i>Entre el Poder ejecutivo y el Poder legislativo</i>	<i>Con la participación del sector privado</i>
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, México, Paraguay, Uruguay	Colombia, República Dominicana, Honduras	Perú, Venezuela	Guatemala, Nicaragua
<i>Mecanismo para la remoción</i>			
<i>Estrictamente por razones legales</i>		<i>Por razones no legales o en razón de la política económica</i>	
Argentina, Bolivia, Colombia, República Dominicana, Honduras, México, Perú, Venezuela		Brasil, Chile, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Paraguay, Uruguay	
<i>Quién propone o decide la remoción</i>			
<i>Poder legislativo</i>	<i>Poder ejecutivo exclusivamente</i>	<i>Poder judicial o el propio directorio</i>	
Argentina, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela	Bolivia, Brasil, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua	República Dominicana, Honduras	

FUENTE: Constituciones nacionales latinoamericanas y legislación de la banca central en 2003.

^a En algunos casos, como el de Costa Rica, el gobernador del banco central es designado por el mismo lapso que el Presidente, pero los otros miembros del directorio ejecutivo son designados para un periodo más prolongado.

CUADRO 3. Independencia operativa económica

<i>Crédito del banco central al gobierno</i>		
<i>No crédito directo ni indirecto, o se extiende crédito en el mercado secundario con limitaciones</i>	<i>Crédito para enfrentar las escaseces de liquidez estacionales, o crédito otorgado en el mercado secundario sin limitaciones</i>	<i>Crédito directo</i>
Argentina, Chile, Costa Rica, Brasil, República Dominicana, Guatemala, Perú, Uruguay, Venezuela	Bolivia, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay	Colombia
<i>Independencia en el uso de los instrumentos de la política monetaria</i>		
<i>Independencia total en la política monetaria y del tipo de cambio</i>	<i>Restricciones en la conducción de la política monetaria o del tipo de cambio</i>	<i>Política monetaria y del tipo de cambio fijada por el gobierno</i>
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Honduras, Nicaragua, Perú, Uruguay	Guatemala, México, Paraguay, Venezuela	
<i>Independencia financiera</i>		
<i>El gobierno está obligado a mantener el capital del banco central</i>	<i>El gobierno está autorizado pero no obligado a capitalizar al banco central, o lo capitaliza con bonos no negociables</i>	<i>No existe ninguna base legal para que el gobierno capitalice al banco central</i>
Brasil, Colombia, República Dominicana, Guatemala, Nicaragua, Perú, Venezuela	Bolivia, Chile, México	Argentina, Costa Rica, Honduras, Paraguay, Uruguay

FUENTE: Constituciones nacionales latinoamericanas y legislación de la banca central en 2003, y Ley de Responsabilidad Fiscal en Brasil.

de la historia la causa principal de la inflación crónica que ha afligido a la región.

La independencia operativa también implica que los bancos centrales están facultados para administrar sus propias tasas de interés, lo que influye en las tasas de interés de los bancos comerciales y en otros instrumentos financieros.¹² Sin embargo, la independencia operativa es minada a veces como resultado de las pérdidas cuasifis-

¹² La respuesta específica de las tasas de interés a las acciones tomadas por el banco central depende esencialmente del efecto que tengan estas últimas en las expectativas inflacionarias. Los cambios de la tasa de interés y las expectativas afectan a su vez la oferta y la demanda agregadas, y por ende la actividad económica y la inflación.

cales de los bancos centrales —que provienen del desempeño de sus funciones—. En virtud de que en la mayoría de los países latinoamericanos los gobiernos no están obligados a pagar las pérdidas del banco central, o no hay ninguna obligación estatutaria de recapitalizar si el capital presenta descensos a menos de cero (véase el cuadro 3), las grandes pérdidas persistentes podrían menguar la independencia operativa de los bancos centrales y reducir finalmente la eficacia de las acciones de política económica. La acumulación de pérdidas del banco central podría limitar su capacidad para eliminar la liquidez excesiva o su capacidad para aumentar las tasas de interés al realizar las operaciones de mercado, ya que se convierten en una fuente indeseable de la monetización que requerirá subsecuentes esfuerzos de esterilización. En caso de que las pérdidas de operación se conviertan en una distorsión perenne, como ocurre en varios bancos centrales de la región, los mercados podrían dudar de la capacidad de los bancos centrales para conservar la estabilidad de los precios a largo plazo.

Hay otras situaciones en las que se restringe la autonomía de los bancos centrales para conducir la política monetaria. Una situación indeseable es la de Guatemala, donde el Congreso nacional aprueba la emisión de papel del banco central para los propósitos de las operaciones de mercado abierto, una situación que podría inhibir la conducción de la política monetaria. Además, hay algunos bancos centrales que no tienen independencia financiera porque el Congreso aprueba su presupuesto y, por tanto, los bancos centrales podrían carecer de los recursos necesarios para cumplir con sus responsabilidades (como ocurre en Honduras y Paraguay).

iv) *La rendición de cuentas*. Los requerimientos de la rendición de cuentas constituyen una característica innovadora de la legislación que gobierna a la mayoría de los bancos centrales de la América Latina (véase el cuadro 4). El propósito de esta reforma era lograr que los bancos centrales rindieran cuentas a cambio de la considerable independencia que se les estaba otorgando. Antes de la reforma, los bancos centrales de la región publicaban de ordinario un informe anual que describía el desempeño económico general de los países, lo que servía esencialmente como un registro histórico y no como un procedimiento de rendición de cuentas. Después de las re-

CUADRO 4. *Rendición de cuentas del banco central*

<i>Informe del banco central</i>		
<i>Comparecencia formal ante la legislatura</i>	<i>Presentación de un informe al Poder ejecutivo o legislativo, o publicación de un informe en los medios masivos</i>	
Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Venezuela	Bolivia, Costa Rica, Honduras, Nicaragua, Perú, Uruguay, México	
<i>Publicación y transparencia de la información</i>		
<i>Estados financieros certificados por auditores externos</i>	<i>Estados financieros certificados por una dependencia pública separada del banco central</i>	<i>Estados financieros firmados por un auditor designado por el directorio ejecutivo del banco central</i>
Argentina, Chile, Guatemala, México, Nicaragua	Brasil, Colombia, Honduras, Paraguay, Uruguay, Venezuela	Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Perú

FUENTE: Constituciones nacionales latinoamericanas y legislación de la banca central en 2003, y Ley de Responsabilidad Fiscal en Brasil.

formas del decenio de los noventa, los gobernadores de bancos centrales de varios países debieron comparecer ante la legislatura para informar respecto a la conducción de las políticas monetarias y su actuación en la búsqueda del objetivo de conservar la estabilidad de precios. Además, los bancos centrales publican regularmente su programa monetario para el futuro previsible, en algunos casos junto con un informe de la inflación que evalúe las acciones de los bancos centrales para el logro de las metas en materia de inflación.

Un componente fundamental de la rendición de cuentas de los bancos centrales es la transparencia de las transacciones financieras. En este sentido, el cuadro 4 muestra que hay cierto margen para el mejoramiento de varios bancos centrales de la región. Mientras que casi todos los bancos centrales publican sus estados financieros regularmente, la mejor práctica aconseja que los publiquen certificados por una empresa de auditoría externa, la que verificará que las transacciones de los bancos centrales se registren apropiadamente, de acuerdo con normas contables internacionales. En efecto, varios bancos centrales de la región no calculan de manera apropiada sus pérdidas operativas y a veces ocultan sus posiciones de capital negativas.

2. ¿Cuán independientes son los bancos centrales?

Los bancos centrales latinoamericanos disfrutan ahora de una independencia mayor que antes de las reformas. Para llegar a esta conclusión utilizamos una versión ampliada y un poco modificada del índice de Cukierman (1992) como un criterio cuantitativo para medir el efecto institucional de las reformas.¹³ Calculamos un índice de la independencia legal del banco central (IBC) para la anterior y la nueva legislación que rige a los bancos centrales, a fin de determinar cómo ha evolucionado la independencia legal a lo largo del tiempo. El índice IBC también nos permite comparar la independencia legal de los bancos centrales entre los países.

Se estimó el índice IBC con base en las disposiciones contenidas en la legislación del banco central y las partes pertinentes de las constituciones nacionales, y se aplicó a los 15 países de la región a la que se hizo referencia en la subsección I.1.¹⁴ Así pues, ese índice no mide la independencia efectiva de los bancos centrales. La diferencia entre la independencia *de jure* y *de facto* es relevante, sobre todo en los países donde las instituciones son débiles, donde es posible que no se aplique en la práctica una buena ley del banco central. La alta tasa de rotación de los gobernadores del banco central en la mayoría de los países de la región (véase la subsección IV.1) puede ilustrar la ausencia de una independencia efectiva del banco central en la América Latina, ya que en muchos casos refleja un cese anticipado de los gobernadores del banco central cuando sus acciones divergen de las políticas gubernamentales. En cambio, en algunos países la legislación del banco central es más bien pobre pero el gobierno aprecia el papel y las decisiones institucionales del banco central, como se observa en Brasil durante los pasados diez años.

El índice de IBC se elabora con cinco aspectos diferentes de la independencia del banco central, a los que se otorgan ponderaciones diferentes con base en Cukierman (1992). El valor de IBC resultante nos da una anotación entre cero y uno. El primer aspecto mide la independencia política del banco central evaluando la modalidad de

¹³ En Jácome y Vázquez (2005) se describe las diferencias entre el índice de Cukierman y el índice modificado empleado en este ensayo.

¹⁴ En el caso de Brasil, el marco legal incluyó también las disposiciones pertinentes de la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en 2000, la cual fortalece la independencia financiera y la rendición de cuentas del Banco Central de Brasil.

la designación del directorio de los bancos centrales, la duración de su encargo —en relación con la duración del periodo presidencial— y las disposiciones legales para su remoción (20%). El segundo se relaciona con la naturaleza del mandato del banco central, asignando altas calificaciones a los bancos centrales que persiguen primordialmente el objetivo de conservar la estabilidad de los precios (15%). El tercer aspecto se refiere a la autonomía de los bancos centrales en la formulación de la política monetaria (15%). El cuarto criterio evalúa las restricciones impuestas al banco central en las disposiciones referentes a los préstamos al gobierno y a los bancos comerciales como un prestamista de último término, así como su independencia financiera (40%). El quinto evalúa los requerimientos de rendición de cuentas (10 por ciento).¹⁵

Los bancos centrales latinoamericanos son considerablemente más independientes ahora que en 1990, aunque el grado de independencia varía de un país a otro. El índice promedio de Cukierman modificado aumentó de 0.427 a 0.774 tras la reforma. Por otra parte, la independencia actual no es uniforme entre los países de la región. El cuadro 5 identifica dos grupos de países. El grupo 1 incluye a los países donde los bancos centrales se tornaron más independientes, con un índice IBC superior a 0.80 (Perú, Chile, Bolivia, Colombia, México y República Dominicana). Los demás países, los del grupo 2, tienen bancos centrales menos independientes, ya que su índice IBC se encuentra entre 0.65 y 0.79. Hay también un tercer grupo, que incluye a todos los países antes de la reforma de su legislación de la banca central, cuyo IBC es menor de 0.60 y en su mayor parte menor de 0.50, excepto en el caso de Brasil.

Al dividir el índice IBC en independencia política, independencia económica y rendición de cuentas concluimos que el aumento de la independencia no fue uniforme respecto a los tres criterios. Mientras que las diferencias respecto al grupo 3 son evidentes en los tres criterios, las diferencias entre los grupos 1 y 2 se encuentran primordialmente en términos de la independencia política —la designación y la remoción del directorio de los bancos centrales y el mandato de los bancos centrales— y en menor medida en términos de la rendición de cuentas. A su vez, la independencia operativa, in-

¹⁵ Jácome y Vázquez (2005) analizan los detalles específicos de este índice.

CUADRO 5. *Independencia legal de los bancos centrales latinoamericanos (índices de Cukierman modificado, fines de 2003)^a*

<i>Grupo 1</i>	<i>IBC</i>	<i>Grupo 2</i>	<i>IBC</i>	<i>Grupo 3</i>	<i>IBC</i>
Perú-1	0.862	Argentina-1	0.788	Brasil ^b	0.641
Chile-1	0.846	Venezuela-1	0.750	Nicaragua-0	0.590
Colombia-1	0.827	Costa Rica-1	0.739	Guatemala-0	0.565
Bolivia-1	0.825	Nicaragua-1	0.733	Costa Rica-0	0.510
México-1	0.805	Paraguay-1	0.702	Perú-0	0.502
Rep. Dominicana-1	0.805	Guatemala-1	0.690	Rep. Dominicana-0	0.435
		Honduras-1	0.682	Uruguay-0	0.435
		Uruguay-1	0.669	Venezuela-0	0.395
				México-0	0.388
				Honduras-0	0.385
				Paraguay-0	0.368
				Bolivia-0	0.326
				Argentina-0	0.314
				Colombia-0	0.289
				Chile-0	0.263
Promedio-grupo 1	0.828	Promedio-grupo 2	0.719	Promedio-grupo 3	0.427

^a País-1 se refiere a la medición subsecuente a las reformas, mientras que país-0 se refiere a la medición anterior a las reformas.

^b Incluye disposiciones de la Ley de Responsabilidad Fiscal (2000) y una enmienda constitucional (2003) que fortalece la independencia del banco central.

cluyendo la autonomía para formular la política monetaria, es casi uniforme en todos los países que reformaron su legislación de la banca central.

II. INDEPENDENCIA LEGAL DEL BANCO CENTRAL Y TENDENCIAS MACROECONÓMICAS

La América Latina ha mejorado su desempeño macroeconómico a partir de 1990, aunque los resultados se encuentran por debajo de las expectativas iniciales. No hay duda de que el mayor logro ha sido la disminución de la inflación hasta niveles de un dígito. Esta sección analiza brevemente los grandes desarrollos macroeconómicos y destaca la contribución de la IBC a la desinflación. Para caracterizar a la IBC utilizamos el índice de Cukierman modificado y lo aplicamos al periodo precedente a la reforma en cada país y a los años subsecuentes hasta 2003.

1. *Una breve reseña del desempeño macroeconómico tras la reforma*

Aunque los resultados macroeconómicos logrados en la América Latina no satisfacen plenamente las expectativas generadas en el momento del establecimiento de las reformas, sí hubo un mejoramiento en comparación con el decenio anterior.¹⁶ El progreso es en particular notorio en lo que se refiere a la inflación que se desplomó hasta tasas de un dígito a pesar de los efectos negativos de sucesivos choques reales y financieros que sacudieron a la región desde mediados del decenio de los noventa.

El cuadro 6 muestra el desempeño macroeconómico de la América Latina durante el periodo 1980-2003 dividido en tres subperiodos. Primero, el decenio de los ochenta, antes de que se concretara la reforma de los bancos centrales. Segundo, la primera mitad del decenio de los noventa, cuando la mayoría de las economías de la región reformaron su legislación de banca central y se promulgaron otras reformas estructurales. Y tercero, de 1996 en adelante, cuando la mayoría de los países había completado la reforma de su legislación de banca central. Para cada subperiodo se ponderan los indicadores macroeconómicos de acuerdo con el PIB relativo del país.

CUADRO 6. *Desempeño económico latinoamericano, 1980-2003^a*
(Porcentaje)

	1980-1989	1990-1995	1996-2003
Crecimiento del PIB real <i>per capita</i>	0.14	0.89	0.85
Tasa inflacionaria (promedio del periodo)	149.19	227.85	9.93
Exportaciones (tasa de crecimiento del volumen)	8.01	8.24	8.99
Cuenta corriente/PIB	2.21	2.20	2.44
Balanza fiscal/PIB	3.79	0.68	2.63
Deuda pública externa/PIB	46.86	38.44	40.09

FUENTE: Departamento del Hemisferio Occidental, Fondo Monetario Internacional.

^a Incluye a los países caribeños.

La América Latina revirtió la declinación económica del decenio de los ochenta, pero sólo alcanzó un crecimiento del PIB *per capita* de menos de 1%. La pequeña desaceleración del crecimiento económico que ocurrió durante el periodo reciente refleja en gran medida el efecto de las crisis financieras que sacudieron a varios países a partir

¹⁶ Este análisis se aplica a todos los países de la región, incluidos los países caribeños.

de mediados del decenio de los noventa. México y Venezuela a mediados de ese decenio, y Argentina, la República Dominicana, Ecuador, Nicaragua, Paraguay y Uruguay hacia el fines de ese decenio y principios del siguiente, son buenos ejemplos de esta situación.

El desempeño externo y fiscal de la región mostró resultados mixtos. El ritmo del crecimiento del volumen de las exportaciones se aceleró y el déficit de cuenta corriente permaneció estable, a menos de 3% del PIB. Sin embargo, el déficit fiscal ha aumentado recientemente, tras la drástica reducción experimentada en la primera mitad del decenio de los noventa, y la deuda externa pública aún es alta a pesar de su reducción tras las reestructuraciones de la deuda negociadas a fines del decenio de los ochenta y principios del siguiente.¹⁷ El deterioro de las finanzas públicas refleja también los adversos efectos de las crisis financiera y monetaria, que en algunos casos se convirtieron también en crisis simultáneas de la deuda soberana como las de Ecuador, Argentina y Uruguay.

2. ¿Ha desempeñado la IBC algún papel en la reducción de la inflación?

Al contrario de lo ocurrido en otras regiones, la contribución de la IBC a la reducción de la inflación en la América Latina ha recibido escasa atención en la bibliografía del tema. Un ensayo reciente de Jácome y Vázquez (2005) descubre que la IBC es estadísticamente significativa en la explicación del desempeño de la inflación entre 1990 y 2002 para las economías de la América Latina y el Caribe. El análisis incluye los periodos de antes y después de las reformas del banco central, y controla otras variables macroeconómicas y un índice amplio de la reforma estructural que excluye la reforma monetaria.¹⁸ Esta sección muestra los aspectos salientes de la correlación entre el índice IBC y la inflación para los países latinoamericanos,

¹⁷ En este caso el déficit fiscal sólo corresponde a los datos del gobierno central: no se utiliza información del sector público no financiero.

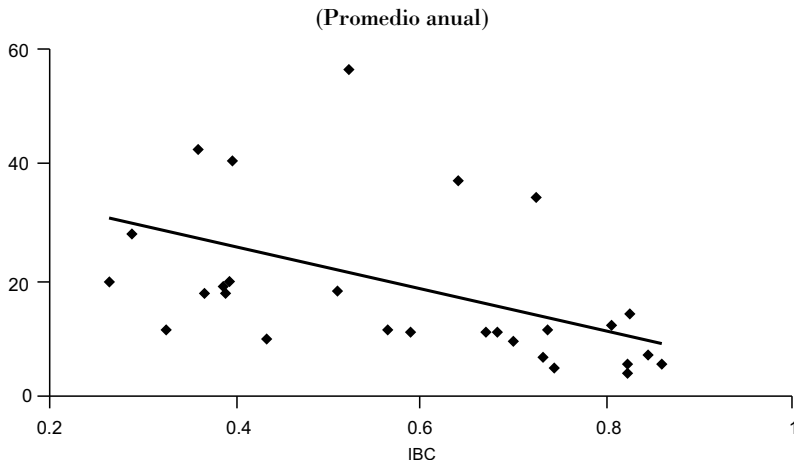
¹⁸ Los estudios que utilizan muestras que incluyen a países desarrollados y economías en transición llegan a conclusiones similares. En cuanto a los estudios que se refieren a los países desarrollados, véase por ejemplo las obras seminales de Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y Cukierman (1992), así como el estudio de Eijffinger y Schaling (1993) y los estudios más recientes de Eijffinger, Schaling y Hoeberichts (1998), y Brumm (2000). En cuanto a los estudios que examinan las economías en transición, véase por ejemplo Loungani y Sheets (1997), y Cukierman, Miller y Neyapti (2002).

aunque sin establecer ninguna causalidad de la IBC respecto a la inflación.

Como una primera aproximación, las gráficas 1 y 2 muestran la relación entre el índice IBC, la inflación y el déficit fiscal, antes y después de la reforma monetaria. El periodo anterior a la reforma abarca los cinco años previos en cada país, incluyendo el año en el que se realizaron los cambios legales, mientras que el periodo posterior a la reforma llega hasta 2003. Para cada periodo se calcularon promedios para la inflación y para el déficit no financiero del sector público, y se compararon con los índices IBC de antes y después de la reforma.¹⁹

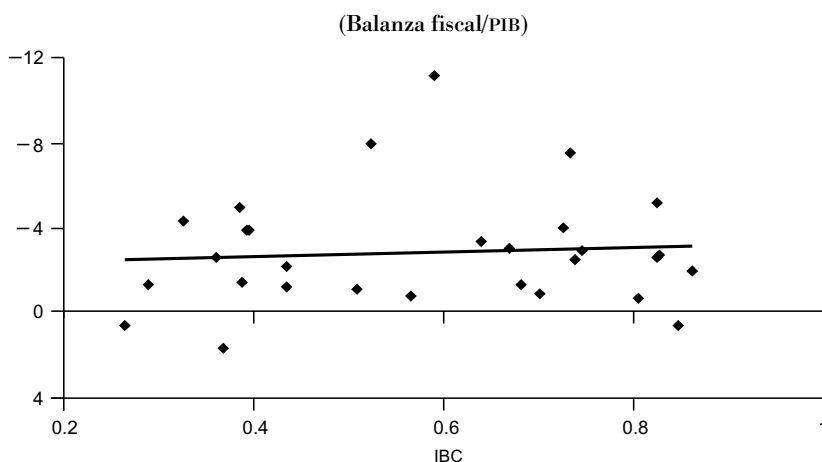
La correlación negativa entre la inflación y el índice IBC en la América Latina está estadísticamente confirmada. El análisis se realiza rezagando el índice IBC respecto al año de aprobación de la reforma institucional de la política monetaria en cada país. El propósito de este rezago es captar un proceso de aprendizaje asociado a la aplicación del nuevo marco de la política monetaria y el desarrollo de la experiencia requerida para operar con el nuevo marco institucional. Además, los rezagos abren un espacio para establecer la credi-

GRÁFICA 1. *IBC e inflación en la América Latina, antes y después de la reforma de los bancos centrales*



¹⁹ Excepcionalmente, el periodo posterior a la reforma considerado para Ecuador abarca sólo hasta 1999, y para El Salvador sólo hasta 2000, cuando esos dos países adoptaron el dólar como su moneda de curso legal.

GRÁFICA 2. *IBC y déficit fiscal en la América Latina, antes y después de la reforma de los bancos centrales*



bilidad que es un activo necesario para que los bancos centrales disminuyan la inflación. La regresión incluye también dos variables ficticias (*dummy*) para controlar otras influencias potenciales en la formación de los precios y para limitar el efecto estadístico adverso de un problema de variables faltantes. La primera variable ficticia intenta aislar el efecto de las crisis bancarias sistémicas en la inflación.²⁰ Por su parte, la segunda variable ficticia intenta percibir la influencia de los regímenes de tasas de cambio fijos y fuertes en la desinflación, medida sobre la base de un criterio *de facto*, de acuerdo con la clasificación del FMI para los regímenes de tasas de cambio de los países.

Además, el análisis controla por la inflación mundial (medida en términos de la inflación promedio de los países del G-7), a fin de tomar en cuenta la influencia potencial de la inflación externa en el proceso de desinflación de la América Latina. De igual modo, se incluye un índice de la reforma estructural como una variable independiente, la que pudo haber contribuido a disminuir las rigideces de la formación de precios.²¹ El cuadro 7 registra los resultados de la

²⁰ Para esta variable ficticia se asigna un valor de 1 en los años en los que ocurrió una crisis bancaria sistémica y un valor de 0 de otro modo.

²¹ Esta variable asume un valor en el intervalo de 0 a 1, que refleja las variables mayores de las reformas estructurales más profundas. Los datos se obtienen del índice de la reforma estructural calculado para la América Latina por el Banco Interamericano de Desarrollo. Ese índice incluye las reformas realizadas en las esferas del comercio exterior, fiscales, financieras y laborales, así como la privatización (véase Lora, 2001).

CUADRO 7. Independencia legal del banco central e inflación en la América Latina (regresiones de panel de la inflación respecto a los datos de la IBC rezagada)^a

Variables explicativas	Rezago			
	1 periodo	2 periodos	3 periodos	4 periodos
Variable ficticia para las crisis bancarias	0.041** (0.017)	0.044** (0.019)	0.041** (0.020)	0.041** (0.021)
Variable ficticia para el régimen de la tasa de cambio	0.052** (0.021)	0.049*** (0.018)	0.058*** (0.009)	0.068*** (0.009)
Inflación mundial	0.037*** (0.007)	0.027*** (0.009)	0.024*** (0.008)	0.025*** (0.009)
Índice de la reforma estructural	0.392*** (0.117)	0.284*** (0.109)	0.364*** (0.089)	0.449*** (0.083)
Índice IBC (índice de Cukierman modificado)	0.020 (0.029)	0.037 (0.028)	0.065*** (0.021)	0.042** (0.020)
Número de observaciones	158	147	133	117
Número de países	17	17	17	17
	0.56	0.50	0.40	0.33

^a Variable dependiente: inflación escalada como $\ln(I_t/I_{t-1})$. Los errores estándares aparecen entre paréntesis. Se estimaron los coeficientes utilizando mínimos cuadrados viables generalizados, tomando en cuenta la heteroscedasticidad entre los países y una estructura de autocorrelación AR(1) dentro de los países, con un coeficiente (ρ) común a todos los países. La variable ficticia para las crisis bancarias es igual a 1 durante los años con crisis bancarias y a 0 de otro modo. La variable ficticia para el régimen del tipo de cambio es igual a 1 durante los periodos de regímenes de tasa fija y a 0 de otro modo. La inflación mundial se mide por la inflación media de los países industriales (IFS serie 110), y el índice de las reformas estructurales varía en el intervalo [0,1], indicando los valores mayores reformas económicas más profundas.

* Significativa a 10 por ciento.

** Significativa a 5 por ciento.

*** Significativa a 1 por ciento.

regresión con datos de panel para los 17 países latinoamericanos considerados en la sección anterior para el periodo 1990-2002 que, por tanto, incluye el periodo anterior y posterior a la reforma.²² Los coeficientes de todas las variables tienen el signo esperado y son estadísticamente significativos por lo menos a 5%. En particular, la de significación del coeficiente de la variable IBC mejora a medida que aumenta el rezago temporal a tres y cuatro periodos, lo que es con-

²² Los elementos específicos de la metodología empleada en este ejercicio estadístico son similares a los que se analizan en Jácome y Vázquez (2005) para una muestra que incluye también a los países caribeños.

gruente con la idea de que los bancos centrales ganan capacidad para derrotar a la inflación a medida que establecen la credibilidad y adquieren experiencia en la conducción de la política monetaria.

III. CAMBIOS DEL RÉGIMEN DE POLÍTICAS E INNOVACIONES EN EL MARCO DE OPERACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La reforma de la legislación de los bancos centrales en la América Latina contribuyó al cambio del régimen de la política monetaria y del marco de operación que se observó en la mayoría de los países de la región. Después de la reforma, la mayoría de los bancos centrales abandonaron cada vez más el tipo de cambio fijo en favor del flexible. Sin embargo, en lugar de adoptar un ancla monetaria, varios bancos centrales adoptaron una estrategia de meta inflacionaria (MI) para fijar sus expectativas inflacionarias. Al mismo tiempo, estos bancos centrales modernizaron su base de operación para la política monetaria, cambiando de la modalidad tradicional del control de la base monetaria como una meta intermedia a otro régimen en el que el banco central utiliza de ordinario una tasa de interés de corto plazo como una variable operativa.

1. Cambios de régimen de la política monetaria

A lo largo del decenio de los noventa la mayoría de los países latinoamericanos modificó su régimen de política monetaria. Al principio del decenio, cuando la región tenía en promedio una tasa inflacionaria promedio de tres dígitos, gran parte de los países emprendió estrategias de estabilización basadas en un ancla de tipos de cambio nominales, basada por lo regular en regímenes que implicaban bandas cambiarias apoyadas por crecientes entradas de capital a la región. Según la clasificación del cuadro 8, en 1990 siete de los 18 países de la región tenían una tasa de cambio flexible, mientras que para 1995 sólo había cinco. Todos los demás países tenían un tipo fijo o superfijo, o algún arreglo intermedio (de ordinario deslizantes o bandas horizontales y deslizantes), que en términos de las expectativas funcionaban como si fuesen tipos fijos. Así pues, en un ambiente de gran movilidad del capital y de tipos de cambio fijos, la mayoría de los

CUADRO 8. *Regímenes de tipos de cambio en la América Latina*^a(Clasificación *de facto*)

	<i>Tipo de cambio fijo</i> ^b	<i>Regímenes intermedios</i> ^b	<i>Tipos de cambio flotantes</i> ^c
1990	República Dominicana, Honduras, Panamá	Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Nicaragua, Uruguay	Argentina, Brasil, El Salvador, Guatemala, Paraguay, Perú, Venezuela
1995	Argentina, El Salvador, Panamá, Venezuela	Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Honduras, Nicaragua	República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Perú
2003	El Salvador, Ecuador, Panamá, Venezuela	Bolivia, Costa Rica, Honduras, Nicaragua	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Uruguay

FUENTE: Bubula y Ötger-Robe (2002) y "Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", Fondo Monetario Internacional (2003).

^a Incluye regímenes que implican una dolarización formal, una unión monetaria, una junta monetaria, o tipos de cambio fijos atados a una moneda o a una canasta de monedas.

^b Incluye regímenes que implican bandas horizontales (orientadas hacia delante y orientadas hacia atrás), deslizantes y bandas deslizantes orientadas hacia adelante y hacia atrás.

^c Incluye regímenes de flotación administrada y libre.

bancos centrales latinoamericanos había renunciado, por lo menos en parte, a su capacidad para conducir la política monetaria.

Gracias al reforzamiento de la autonomía de los bancos centrales para formular y aplicar la política monetaria, la flexibilidad ganó popularidad y ahora diez países han adoptado un régimen de tipo de cambio flexible. Además, el número de países que se dolarizaron formalmente ha aumentado a tres, lo que confirma la tendencia bipolar en la elección de regímenes de tipo de cambio (Fischer, 2001). Un pequeño grupo de países mantuvo el tipo de cambio como ancla nominal. Esto se observa sobre todo en los países centroamericanos, dada su creciente integración con la economía de los Estados Unidos, y debido al alto grado de la dolarización financiera. En este ambiente, los bancos centrales preferían evitar las devaluaciones a fin de limitar su efecto negativo en las expectativas del mercado, la formación de precios y los equilibrios del sistema financiero.

Aunque abandonaron los tipos de cambio intermedios, muchos bancos centrales no retornaron a los regímenes de metas monetarias. Primero, los bancos centrales descartaron los tipos de cambio fijo

debido a su vulnerabilidad intrínseca ante choques exógenos en un mundo de gran movilidad del capital. Los tipos de cambio fijo probaron también estar expuestos al insostenible desequilibrio fiscal, agravado por el hecho de que tendía a sufrir ataques especulativos y a veces crisis monetarias y posiblemente bancarias. La fijación de metas monetarias no se consideraba tampoco una buena opción porque a los bancos centrales les resultaba difícil pronosticar el curso de los agregados monetarios a corto plazo, dadas la inestabilidad de la demanda de dinero y la volatilidad del multiplicador monetario. En consecuencia, a los bancos centrales les resultaría difícil comprometerse con un manejo económico creíble, basado en el control de una variable monetaria como una meta intermedia de política.

Desafortunadamente, la transición a la flexibilidad del tipo de cambio fue traumática. Ocurrió en medio de crisis financieras que hicieron insostenibles a los regímenes de tipos de cambio intermedios (Brasil, Ecuador, México, Uruguay y Venezuela, por sólo citar unos cuantos ejemplos) y detonaron devaluaciones rápidas y profundas. Sólo Chile y Colombia pudieron hacer una transición ordenada, aunque Colombia lo hizo en medio de una crisis bancaria.

Con el cambio a un régimen de tipo de cambio flexible, varios bancos centrales establecieron gradualmente programas de MI en la segunda mitad del decenio de los noventa (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). La adopción de programas de la MI no significó sólo el anuncio de metas inflacionarias para varios años, sino que implicó por lo contrario la adopción de otro marco para la política monetaria. Basados en su incrementada independencia y con un objetivo de política claramente definido, estos bancos implantaron mecanismos transparentes para la toma de decisiones y prácticas estrictas de rendición de cuentas. Además, en la medida de lo posible, los bancos centrales adoptaron una regla de política monetaria que se expuso y explicó ampliamente al mercado, a fin de guiar a los agentes económicos acerca de su función de reacción de la política cuando se enfrenta a las presiones inflacionarias potenciales. Como un componente decisivo del nuevo régimen monetario, los bancos centrales de MI desarrollaron modelos de pronóstico de la inflación a fin de pronosticar más acertadamente la inflación futura, y por ende apoyar mejor los anuncios de las metas inflacionarias.

2. *El nuevo marco operativo*

La adopción de regímenes de MI contribuyó a la modernización del marco operativo para la política monetaria en la América Latina. En consecuencia los bancos centrales establecieron un marco coherente basado en el control de la liquidez sistémica de los bancos, el empleo de una tasa de interés de corto plazo como el instrumento principal de la política monetaria y la adopción de reglas de política transparentes a fin de enviar al mercado ciertas señales acerca de su postura de política monetaria. Al adoptar estas reglas, los bancos centrales intentaban fortalecer la eficacia de la política monetaria que facilitaba el alineamiento de las expectativas del mercado a las metas inflacionarias.

La mayoría de los bancos centrales adoptó la tasa de interés de un día —en lugar de una variable cuantitativa— como su variable operativa o de política, basados en el criterio de que las tasas de un día son más fáciles de controlar (cuadro 9).²³ Para aproximar las tasas de interés interbancarias a la variable operativa, los bancos centrales realizan operaciones de mercado abierto que emplean operaciones *repo* de un día y *repo* en reversa. En cualquier caso, dado que la tasa interbancaria podría estar sujeta a la volatilidad, la mayoría de los bancos centrales que han adoptado programas de MI estableció un corredor de tasa de interés a fin de mitigar esa volatilidad. El piso del corredor es de ordinario la tasa de un día aplicable a una facilidad de depósito, instituida para servir a los intermediarios financieros que no deseaban, o no podían, colocar su liquidez excedente en el mercado interbancario al final del día. El tope del corredor es por lo común la tasa cobrada por el banco central a los intermediarios financieros que piden apoyo de liquidez de un día.

Además, los bancos centrales, en particular en los países con MI, utilizan generalmente la tasa de la política para señalar cambios en la postura de la política monetaria. Por ejemplo, aumentan la tasa de la política (la tasa SELIC en Brasil, digamos) cuando las presiones inflacionarias se recrudecen, y la disminuyen cuando estas presiones cesan. Como excepción, México utiliza una variable de cantidad (el “corto”) con el mismo propósito. De ordinario, los comités de po-

²³ En los países industrializados hay una tendencia general hacia el empleo de la tasa de interés a corto plazo como la variable operativa.

**CUADRO 9. Características principales del marco operativo
de la política monetaria**

(Países latinoamericanos seleccionados)

	<i>Variable operativa</i>	<i>Proyección de la liquidez</i>	<i>Corredor de la tasa de interés</i>	<i>Tasa de referencia (precio o cantidad)</i>
Argentina	Base monetaria	Diaria	No	Ninguna
Brasil	Tasa de interés de un día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Chile	Tasa de interés de un día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Colombia	Tasa de interés de un día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Guatemala	Activos nacionales netos ^a	Semanal	No	Ninguna
México	Liquidez bancaria	Diaria	No	Liquidez
Paraguay	Activos nacionales netos ^a	No	No	Ninguna
Perú	Tasa de interés de un día	Diaria	Sí	Tasa de interés
República Dominicana	Activos nacionales netos ^a	Semanal	Sí	Ninguna
Uruguay	Base monetaria (promedio mensual)	Diaria	No	Base monetaria

^a Esta es una variable *de facto* en el marco del programa económico que estos países han negociado con el FMI. En términos estrictos, es más bien una variable intermedia, en términos de la programación financiera tradicional, antes que una variable operativa.

lítica monetaria del banco central adoptan estas decisiones durante reuniones previamente anunciadas.

Con la adopción de una meta operativa, los bancos centrales intentan influir en el comportamiento de las tasas de interés a largo plazo, incluidas las que cobran los intermediarios financieros. A su vez los bancos centrales esperan que las tasas de interés de los sistemas financieros tiendan a influir en la demanda y la oferta agregadas, y por ende en la inflación.²⁴ En este contexto, la meta operativa se ha convertido en un factor fundamental del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

IV. DESAFÍOS ENFRENTADOS POR LOS BANCOS CENTRALES

A pesar de los éxitos logrados contra la inflación, los bancos centrales de la América Latina enfrentan todavía desafíos importantes en la perspectiva de consolidar la credibilidad y conquistar la infla-

²⁴ El efecto en el sector real de la economía es una función directa del desarrollo del mercado financiero, en particular el mercado interbancario.

ción. Primero, la inflación latinoamericana no converge todavía hacia la inflación mundial, medida por la tasa inflacionaria de los países del G-7. Segundo, la mayoría de los bancos centrales de la región necesita restablecer la confianza en la moneda nacional, no sólo como un medio de transacción sino también como un depósito de valor. Y tercero, los bancos centrales necesitan enfrentar las entradas de capital sin sacrificar el objetivo de alcanzar y conservar la estabilidad de precios. Sin embargo, la superación de estas dificultades no es sólo una obligación del banco central, ya que los gobiernos también tienen algunas responsabilidades, en particular la conservación de la estabilidad del sistema financiero y el mantenimiento de los déficit fiscales controlados.

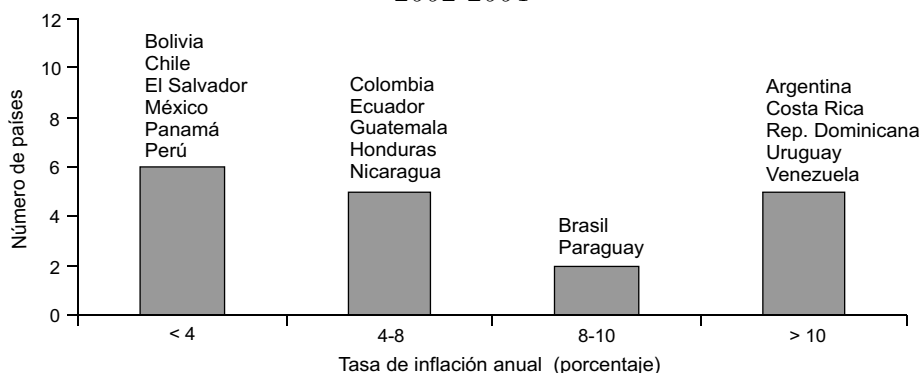
Este artículo ofrece recomendaciones generales para enfrentar los principales desafíos del banco central en la actualidad, pero se necesitan propuestas más específicas, que deberán analizarse ampliamente en el futuro próximo como parte del programa de investigación de los bancos centrales de la región y, hasta cierto punto, de las instituciones financieras multilaterales.

1. Alcanzar la estabilidad de precios

En la América Latina la inflación ha declinado ya, en promedio, hasta un solo dígito, pero en la mayoría de los países no ha convergido todavía con la inflación mundial. Cuando se mide la inflación para el periodo 2002-2004, se observa que sólo un tercio de los países de la región alcanzó una tasa menor de 4%, y dos de esos seis países se dolarizaron formalmente. De igual modo, casi la mitad del total de países —excluidas las economías dolarizadas— presentó una tasa superior a 8% en promedio durante el mismo periodo (véase la gráfica 3), que es casi el umbral identificado en la bibliografía empírica como costos de arrastre en términos del crecimiento económico.²⁵ En 2004 la inflación disminuyó marcadamente en varios países (Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay), pero en otros, sobre todo en Centroamérica, la inflación aumentó hasta cerca de 10% en promedio al final del año.

²⁵ Véase Sarel (1996), quien ubica el umbral en 8%, y la obra más reciente de Khan y Senhadji (2001) que, sólo para los países en desarrollo, ubica el umbral en el intervalo de 7 a 11 por ciento.

GRÁFICA 3. *Inflación promedio en la América Latina, 2002-2004*



FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI.

La mayor disminución de la inflación debería ser una meta fundamental de los bancos centrales de la América Latina. Sin embargo, esta podría ser una tarea cada vez más difícil debido a sus potenciales efectos adversos en la producción.²⁶ En el decenio de los noventa los gobiernos de la región parecían apoyar incondicionalmente las políticas antiinflacionarias como un objetivo social vital, pero este hincapié ha perdido impulso ahora; por lo contrario, los gobiernos están centrando sus esfuerzos en motivar el crecimiento económico —después de tres años de crecimiento negativo del PIB *per capita* y tres decenios de un avance muy moderado—. En estas condiciones, los bancos centrales podrían enfrentar un ambiente político contrario a las políticas monetarias restrictivas.

La opción es que los bancos centrales continúen persiguiendo el objetivo de la estabilidad de los precios pero minimizando simultáneamente los efectos potencialmente adversos en la producción. Para ese fin, el ingrediente fundamental es la continuación por la vía del fortalecimiento de la reputación y la credibilidad de los bancos centra-

²⁶ En los pasados diez años se ha puesto creciente atención, en los países industriales, al análisis de los efectos negativos en la producción provenientes de los esfuerzos de desinflación, en particular tras la reforma institucional que fortaleció la independencia de los bancos centrales. En este contexto, Fischer (1995) y Fischer (1996), y Gartner (1997) descubrieron pruebas empíricas de una correlación positiva entre la independencia del banco central y la “proporción de sacrificio”. Además, Andersen y Wascher (1999) sostienen que la “correspondencia” entre la inflación y el crecimiento económico —en los países industriales— se intensifica cuando la inflación se encuentra por debajo de 8 por ciento.

les.²⁷ Cuanto más sólidas sean la reputación y la credibilidad de los bancos centrales menores serán las tasas de interés reales requeridas para mantener de manera simultánea la estabilidad de precios y una vía estable de crecimiento de la producción. La consecución o el logro de esta meta depende de la combinación de factores de política e institucionales.

La implantación de una política monetaria más eficiente no sólo depende de la capacidad de los bancos centrales para conducir la política monetaria, sino también de lograr que la política de los bancos centrales sea más transparente y previsible²⁸ En este sentido, los bancos centrales de la región, en particular los que han establecido MI, ya han fortalecido las normas de la rendición de cuentas y la transparencia después de su reforma institucional, pero todavía hay margen para mejorar. Según las normas internacionales para la medición de la transparencia de la política monetaria, se diría que la América Latina se ha quedado atrás de Europa, Asia y el Medio Oriente y Asia Central.²⁹ Como se muestra en la gráfica 4, el porcentaje de los criterios del código de transparencia de la política monetaria que se “observan plenamente” o se “observan ampliamente” es de 76% en la América Latina contra más de 90% en Asia y Europa, y 80% en el Medio Oriente y Asia Central.³⁰

Además de lo que pueden hacer los bancos centrales para cumplir su objetivo de contener la inflación, su autonomía debería recibir el apoyo de gobiernos y sociedades. Por ahora, la experiencia de inestabilidad de los gobernadores de bancos centrales en sus puestos genera preocupaciones acerca de si los bancos centrales son autónomos en la práctica. Utilizando la tasa de rotación de los gobernadores de

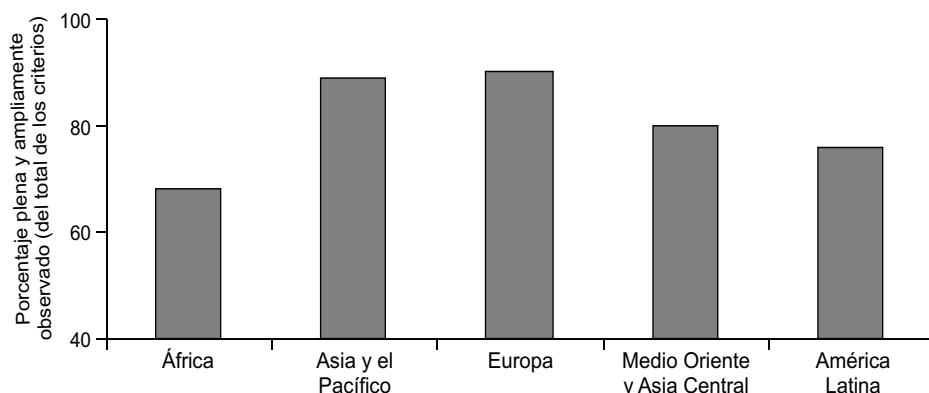
²⁷ La diferencia entre estos dos elementos de la política es sutil y difícil de separar. Un procedimiento para separar estos dos conceptos consiste en asociar la reputación con el acervo de éxitos de la política monetaria —los logros acumulados del pasado en términos de la inflación— y vincular la credibilidad con la evaluación que haga el público de la política monetaria actual (Siklos, 2002).

²⁸ El enlace entre mayor transparencia y menor inflación no ha recibido gran atención en la bibliografía, pero académicos y practicantes le prestan cada vez mayor interés. Chortareas *et al* (2002) aportan apoyo empírico en los países industriales.

²⁹ Véase el Código de Transparencia para Buenas Prácticas en las Políticas Monetarias y Financieras: Declaración de Principios, FMI (1999). La evaluación de las prácticas de transparencia se realiza sobre una base cualitativa utilizando cinco categorías: observadas, observadas en general, observadas parcialmente, no observadas y no aplicables.

³⁰ La muestra para la América Latina incluye a la mayoría de los países, excepto algunos actores decisivos como Argentina, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICA 4. *Transparencia de la política monetaria de América Latina frente a otras regiones*



FUENTE: Puerta de Normas y Códigos (Departamento Monetario y Financiero, FMI).

bancos centrales como una aproximación a la independencia efectiva del banco central,³¹ encontramos que la tasa promedio en la América Latina se aproxima a 0.4.³² Por tanto, el gobernador de un banco central permanece en su puesto, en promedio, durante cerca de dos años y medio. Pero este periodo es claramente menor que el de la designación de los gobernadores de bancos centrales en la región: entre cuatro y seis años. Además, este lapso es claramente menor que el de la permanencia efectiva de los gobernadores de bancos centrales en los países industrializados.³³ Por países, Bolivia, Colombia y México parecen tener las autoridades de la banca central más estables, mientras que Brasil y Ecuador exhiben las menos estables (gráfica 5).³⁴ La alta tasa de rotación de los gobernadores de

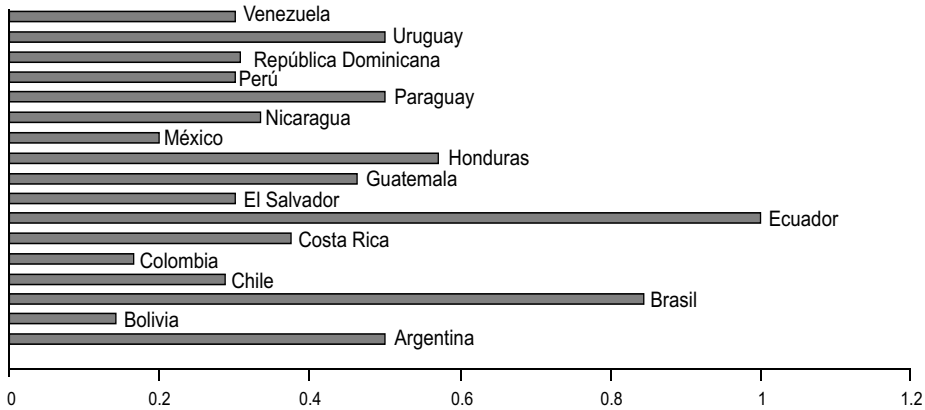
³¹ En la bibliografía del tema se ha empleado antes un indicador similar (véase Cukierman, 1992, y más recientemente De Haan y Kooi, 2000), aunque ha sido criticado con el argumento de que también puede implicar una ausencia de autonomía política, porque los gobernadores de bancos centrales dóciles tendrán mayores probabilidades de permanecer en sus puestos.

³² Se obtuvo la tasa de rotación de los gobernadores de bancos centrales dividiendo el número de gobernadores de estos bancos entre el número de años siguientes a la promulgación de la nueva ley que instituyó la autonomía de los bancos centrales en cada país, hasta 2003. Así pues, cuanto menor sea esta tasa más estables habrán sido las autoridades de los bancos centrales y, presumiblemente, más independientes desde una perspectiva política.

³³ Para establecer una comparación, señalemos que el presidente de la junta de gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos permanece en su puesto desde 1987, mientras que los últimos gobernadores del Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra permanecieron en sus puestos durante todo el periodo para el que fueron designados: 7 y 10 años, respectivamente.

³⁴ Para Ecuador la tasa corresponde al periodo 1992-1999, y para El Salvador al periodo 1991-2000, cuando se adoptó la reforma de la banca central y antes de que se instituyera formal-

GRÁFICA 5. Tasa de rotación de los gobernadores de bancos centrales



bancos centrales en varios países de la América Latina sugiere que las autoridades monetarias aún son vulnerables a las presiones políticas y a periodos de inestabilidad política.

2. Restablecer la confianza en las monedas nacionales

Un segundo desafío fundamental que enfrenta la mayoría de los bancos centrales de la América Latina es el restablecimiento de la confianza de los mercados en las monedas nacionales. Este es en general un legado de periodos de alta inflación experimentados por varios países de la región. Los bancos centrales afectados por este problema pueden dividirse en dos grupos: *i)* los que decidieron sacrificar su “independencia” monetaria atando su moneda, en una medida u otra, al dólar estadounidense a fin de reducir la inflación, y *ii)* los que no han recuperado todavía su independencia monetaria tras los episodios anteriores de alta inflación y/o inestabilidad financiera.³⁵

i) El caso de los países que han atado su moneda al dólar. Este primer grupo se compone primordialmente de algunos países centroamericanos. Dado que son economías pequeñas y muy abiertas

mente la dolarización en cada uno de estos países. Para Brasil, Guatemala y República Dominicana, se aplicó todo el periodo 1990-2003.

³⁵ Hay también algunos países, como Chile, Colombia y México, que han alcanzado una posición de independencia monetaria.

con estrechos lazos con los Estados Unidos, estos países adoptaron cada vez más al dólar como un medio de pago; por otra parte, dado que las fluctuaciones del tipo de cambio ejercen una influencia considerable en la formación de los precios en la economía, los bancos centrales decidieron utilizar el tipo de cambio como un ancla nominal a fin de guiar las expectativas inflacionarias. En este ambiente, la dolarización de los pasivos aumentó cada vez más, hasta el punto en que las depreciaciones reales podían infligir un marcado efecto negativo en las obligaciones financieras de individuos, compañías y el gobierno. Este efecto potencialmente dañino llevó a los bancos centrales al llamado “miedo a la flotación” del tipo de cambio.³⁶ En cualquier caso, las políticas fiscales prudentes en la mayoría de los países y las entradas de capital provenientes del exterior favorecieron la sostenibilidad de la atadura del tipo de cambio.

No hay duda de que el empleo de un ancla del tipo de cambio ha ayudado a reducir la inflación. Pero es cierto también que este régimen de política tiene sus propios costos y vulnerabilidades. La desventaja principal es la carencia de una estrategia de salida de la atadura del tipo de cambio a bajo costo, lo que es decisivo en vista de los recurrentes choques reales y financieros que sacuden a la mayoría de los países de la región. Además, el empleo de una atadura del tipo de cambio impidió que los bancos centrales condujeran la política monetaria y así desarrollaran las capacidades necesarias para la formulación y administración de una política monetaria, y el establecimiento de la credibilidad institucional quedó relegada a un segundo término. Esto generó deficiencias costosas cuando los países se vieron obligados a salir de la atadura, por ejemplo en medio de una crisis financiera.

En perspectiva, los bancos centrales de este grupo de países necesitan evaluar si es conveniente continuar con el régimen monetario actual o cambiarse a otro enfoque. Esto significa la ponderación de los beneficios de mantener el ancla del tipo de cambio —una vez que la inflación ha sido bajada a un dígito pero todavía sin alcanzar el nivel inflacionario internacional— contra los costos potenciales inherentes a tal régimen. Si la decisión es la de conservar la atadura, los bancos centrales necesitarán mantener un monto de reservas in-

³⁶ Véase Calvo y Reinhart (2002).

ternacionales mayor que el que sería necesario con un régimen flexible, a fin de asegurar a los mercados que el tipo de cambio se mantendrá estable, aunque ocurran choques exógenos e inducidos por la política. Además, aunque la disciplina fiscal y la solidez del sistema financiero son condiciones necesarias para el funcionamiento adecuado de cualquier régimen monetario, son en particular importantes en los regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo, dadas las devastadoras consecuencias macroeconómicas de una salida desordenada de la atadura provocada por políticas fiscales y financieras laxas. Esta es la lección de varios episodios recientes, cuando se abandonaron las anclas del tipo de cambio en medio de crisis fiscales y/o financieras, lo que tuvo costos macroeconómicos muy altos (Argentina, Brasil, Ecuador y México son ejemplos válidos).

Si se decidiera emigrar a un régimen de tipo de cambio flexible, la transición debiera ser gradual. Esa estrategia dará tiempo para que los bancos centrales aprendan a conducir la política monetaria y mejorar su comprensión de la transmisión de tal política. Al mismo tiempo, los bancos centrales tendrían que invertir en establecer su reputación y ganar credibilidad, con base en su capacidad para alcanzar las metas monetarias y reducir la inflación, un objetivo que sólo puede alcanzarse con el paso del tiempo.

En un régimen de tipo de cambio flexible, una cuestión relevante consiste en saber si los bancos centrales deberían seguir una estrategia de meta monetaria o adoptar un régimen de MI. Este dilema se refiere al debate acerca de si los regímenes de MI demandan requerimientos previos para su implantación. No hay consenso sobre este punto. Algunos consideran que ciertos requisitos previos son deseables, pero no esenciales, porque la adopción de un régimen de MI genera un proceso de aprendizaje endógeno a lo largo del tiempo (véase Truman, 2003, por ejemplo). Nosotros creemos que, antes de anunciar un compromiso con un programa de MI, los bancos centrales deberán establecer algunas condiciones fundamentales para asegurar el funcionamiento apropiado del nuevo régimen y minimizar el riesgo de las fallas iniciales, lo que podría minar el éxito del régimen de MI. Por lo menos deberían incluirse las cuatro condiciones siguientes: *i*) tener un marco legal apropiado que identifique la estabilidad de precios como uno de los objetivos primarios del banco central, que

dote al banco central de la independencia política y operativa necesaria para alcanzar tal objetivo, y que establezca mecanismos rigurosos de rendición de cuentas y de transparencia; *ii*) eliminar para propósitos prácticos cualquier otra meta primaria, ya sea explícita o implícita, y en particular cualesquiera metas que impliquen al tipo de cambio; *iii*) eliminar el predominio fiscal, si es que existe, y *iv*) fortalecer el sistema financiero.³⁷ Por otra parte, establecer capacidades institucionales básicas podría ser también fundamental para operar un régimen de política que descansa en una pericia más elaborada. Además, los países que cuentan con mercados financieros poco desarrollados y una demanda monetaria estable podrían considerar que les resulta más eficaz y fácil el manejo de un régimen de meta monetaria.

Cuando los países abandonan irreversiblemente su moneda, renunciando así a su derecho de tener una política monetaria, nos preguntamos si hay alguna razón para la existencia de un banco central. Hasta ahora, ninguna de las economías recientemente dolarizadas de la América Latina —Ecuador y El Salvador— ha abordado esta cuestión formalmente, de modo que sus bancos centrales aún existen, realizando tareas de importancia secundaria frente a las funciones básicas de un banco central de emitir moneda y conducir la política monetaria.³⁸ Sin embargo, la operación de estas instituciones tiene costos que la sociedad debe pagar. Una opción para mantener el costoso *statu quo* o para cerrar los bancos centrales sería que se les otorgara la responsabilidad fundamental de la supervisión financiera, mediante su incautación o su fusión con las instituciones públicas encargadas de estas tareas, y quizá permitiendo que continúen realizando otras funciones secundarias como lo hacen ahora.

ii) El caso de los países que tienen una herencia de periodos inflacionarios anteriores. Varios bancos centrales de la región lograron reducir la inflación pero no pudieron restablecer la confianza plena en las monedas nacionales. Aunque la inflación ha sido redu-

³⁷ Carare *et al* (2002) contiene un análisis detallado de las condiciones iniciales que deben establecerse a fin de apoyar a un régimen de MI.

³⁸ En esos países los bancos centrales desempeñan el papel de agente fiscal, regulan y coordinan el sistema de pagos, invierten reservas internacionales, realizan estudios macroeconómicos y recuperan activos de cartera que se comprometieron como avales a cambio de los préstamos otorgados durante episodios de crisis bancarias anteriores.

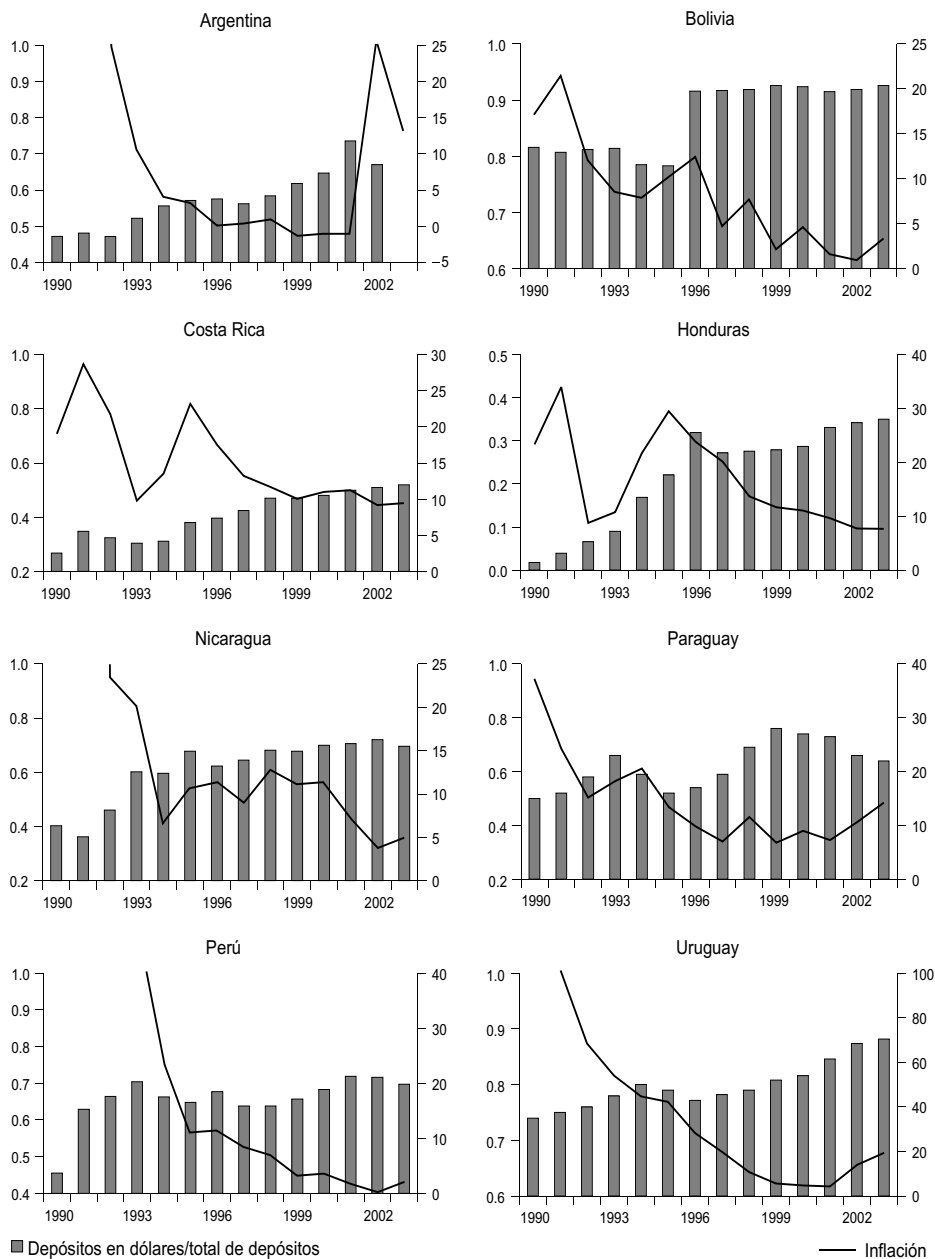
cida considerablemente, y en algunos casos hasta el nivel mundial, los años de inestabilidad macroeconómica están vivos todavía en la mente de los participantes en el mercado. En consecuencia, subsisten ciertas distorsiones, sobre todo una alta dolarización financiera y el llamado “problema del peso”.

La dolarización financiera es muy alta en la América Latina, llegando en algunos casos a cerca de 90%, como ocurre en Bolivia y Uruguay. Después de varios años —y aun decenios— de inflación alta en varios países de la región, los mercados no han recuperado la confianza en la moneda nacional, en particular en lo que se refiere a su papel como un depósito de valor. En consecuencia, la dolarización financiera se disparó durante el decenio de los noventa, a pesar de la declinación de la inflación (gráfica 6). La dolarización financiera tiene algunos beneficios, pero también genera costos y distorsiones.³⁹ En términos de la política monetaria, a medida que se contrae la base monetaria en moneda nacional, los bancos centrales tienen sólo un pequeño margen de maniobra. Además, en vista de la alta dolarización de los pasivos, los bancos centrales sienten “temor a la flotación” y son obligados a mantener grandes volúmenes de reservas internacionales como un colchón para enfrentar potenciales ataques especulativos y crisis bancarias que impliquen grandes retiros de depósitos. En consecuencia, se pone en movimiento un círculo vicioso porque la carencia de flexibilidad del tipo de cambio lleva a los participantes en el mercado a asumir mayores riesgos en moneda extranjera; esto aumenta la dolarización y fortalece el “temor a la flotación” de los bancos centrales, lo que refuerza la falta de flexibilidad del tipo de cambio.

El “problema del peso” se manifiesta de ordinario por altas tasas de interés real en moneda nacional. Este problema representa la percepción que tienen los mercados de un riesgo potencial, así sea mínimo, de una depreciación repentina de la moneda nacional. En términos estrictos, las tasas de interés real altas captan también el “riesgo país” y el “riesgo de crisis bancarias”, de modo que surgen en periodos de fragilidad fiscal y/o inestabilidad financiera. Las tasas de interés real altas se observan en varios países de la región, co-

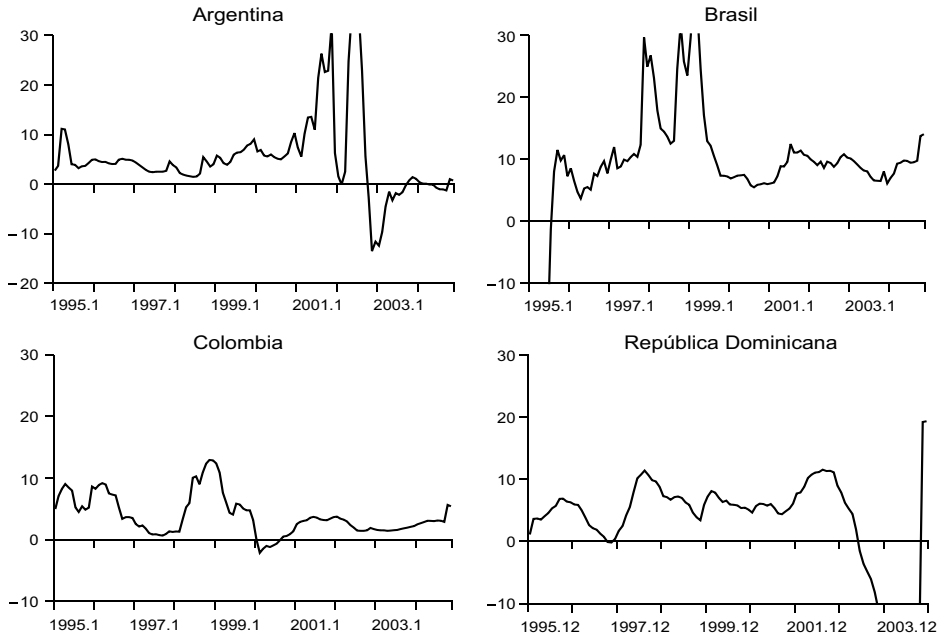
³⁹ Escapa a los límites de este artículo una evaluación de los riesgos y beneficios de la dolarización financiera. Este análisis se realiza en De Nicolo, Honohan e Ize (2005).

GRÁFICA 6. Dolarización financiera e inflación en países latinoamericanos seleccionados



FUENTE: *Internacional Financial Statistics*, FMI.

GRÁFICA 7. Tasas de interés reales en países latinoamericanos seleccionados. Diferencia con la tasa de interés real estadounidense (Porcentaje)



FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI.

mo aparece en la gráfica 7, pero son un elemento particularmente distorsionante en Brasil.

La corrección de estas distorsiones —alta dolarización financiera y el “problema del peso”— llevará un tiempo considerable y requerirá el apoyo de ciertas políticas gubernamentales. El fortalecimiento institucional considerado en la reforma legal de los bancos centrales ha sido un gran paso en la dirección correcta, complementado con la modernización de la elaboración y la aplicación de la política monetaria y la implantación de políticas orientadas a la construcción de capacidad institucional. Sin embargo, los bancos centrales necesitan perseverar en la consolidación de su reputación mediante el logro sistemático de sus metas inflacionarias, sobre la base de mantener la independencia operativa dentro de horizontes de toma de decisiones de largo plazo, y mediante el fortalecimiento de su rendición de cuentas y su transparencia.

En términos de las políticas gubernamentales, el fortalecimiento de las regulaciones prudentes aplicables a las transacciones con divisas es decisivo para restablecer una política monetaria independiente. No existe todavía un conjunto de buenas prácticas, pero podrían adoptarse varias medidas a fin de alentar el empleo de la moneda nacional frente al dólar u otras monedas extranjeras. Por ejemplo, el aumento de los requerimientos de capital a la luz de los aumentos de los préstamos en divisas afectará a los accionistas bancarios y desalentará los préstamos en divisas. El establecimiento de primas de seguros diferenciadas —dentro de los sistemas de seguros de depósitos— para castigar a los depósitos en divisas actuará también como un incentivo para desdolarizar a los sistemas financieros. Sin embargo, estas medidas podrían funcionar si se adoptaran en un ambiente de estabilidad macroeconómica. Por otra parte, los esfuerzos de desdolarización deberían formar parte de una estrategia amplia basada en un consenso acerca de los fundamentos económicos, políticos y sociales para la estabilidad y el crecimiento económico a largo plazo, lo que también parece ser necesario para restablecer la confianza en las monedas nacionales.

3. Cómo enfrentar las entradas de capital mientras se mantiene la congruencia de las políticas

La congruencia de la política monetaria ayuda a fundamentar la credibilidad, lo que es un requisito fundamental para el logro de la estabilidad de los precios a largo plazo. Si los mercados no pueden prever y entender las decisiones de los bancos centrales, y si éstos carecen de una función de reacción congruente ante las políticas, la política monetaria será menos eficaz en la reducción de la inflación, y la existencia de un sesgo inflacionario se perpetuará. En este ambiente los esfuerzos de la política monetaria que intentan reducir la inflación demandarán tasas de interés mayores que en su ausencia, lo que implicará una “proporción de sacrificio” mayor.

Después de la reforma institucional de los bancos centrales disminuyó considerablemente la incongruencia de las políticas en la América Latina, ya que se erradicó en su mayor parte la influencia política en las decisiones del banco central. Sin embargo, mientras

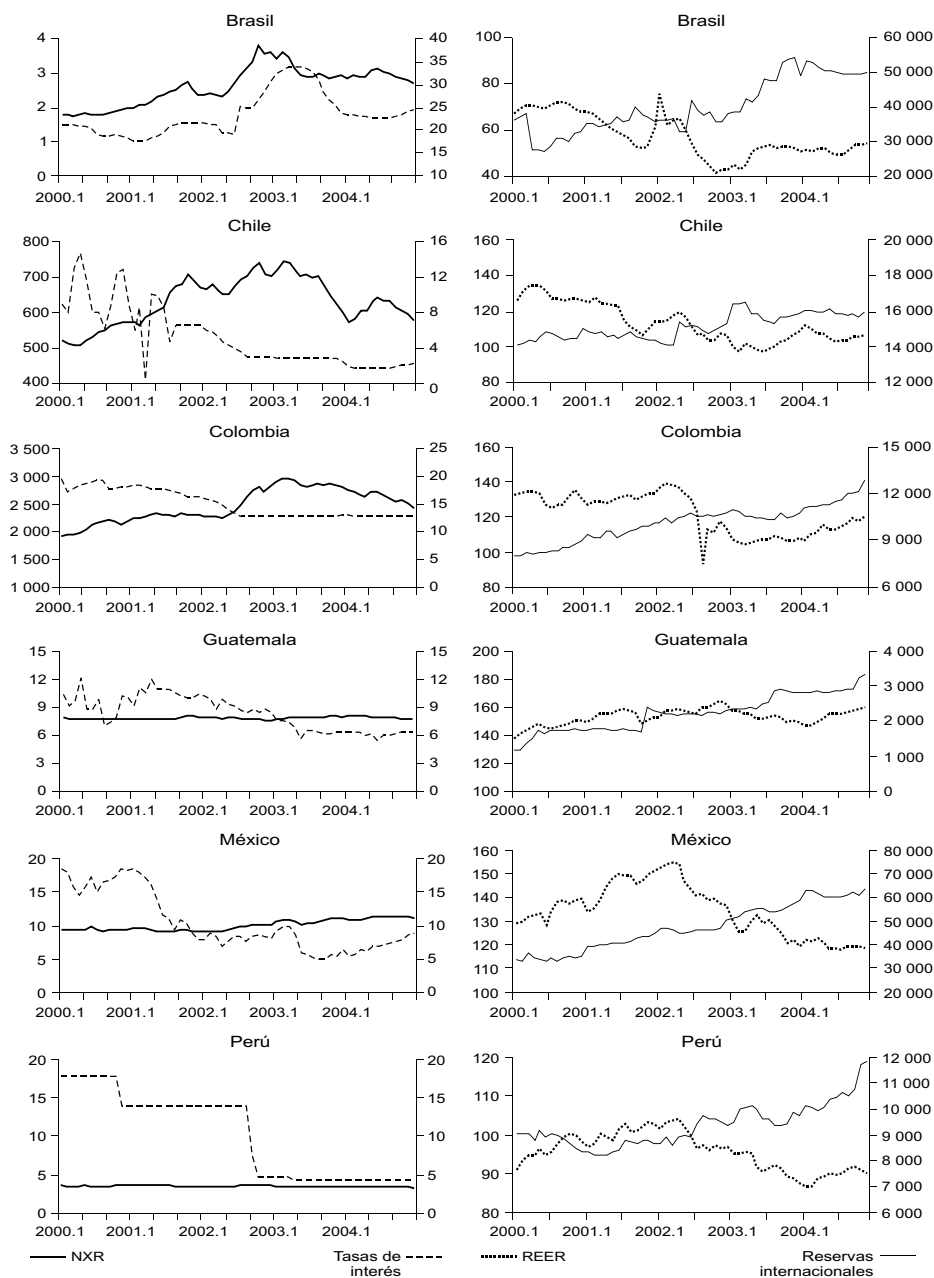
que las sorpresas de las políticas asociadas a la expansión monetaria repentina fueron menos importantes, subsistieron las incongruencias en unos cuantos bancos centrales, esta vez como resultado del empleo del tipo de cambio como un ancla nominal para reducir la inflación. La fijación de una meta para el tipo de cambio por parte de los bancos centrales tiende a dedicar sus energías a la defensa de la atadura del tipo de cambio, lo que a veces entraba en conflicto con las políticas que buscaban la estabilidad de precios.

El incremento reciente de las entradas de capital ha ejercido una presión adicional en la congruencia de la política monetaria en las economías latinoamericanas. A medida que se disparaban las entradas de capital las monedas nacionales tendían a apreciarse, lo que planteaba a los bancos centrales el dilema de intervenir o no en el mercado del tipo de cambio a fin de evitar una apreciación real. El choque de la oferta petrolera de 2004-2005 complicó más aún la respuesta de la política de los bancos centrales ante las entradas de capital, ya que detonó un pequeño repunte de la inflación en muchos países. A fin de impedir que las presiones inflacionarias —aun si son moderadas— contaminen las negociaciones salariales y otros contratos, los bancos centrales han aumentado las tasas de interés en muchos casos. Sin embargo, las mayores tasas de interés han atraído entradas de capital adicionales, agravando así las presiones de la apreciación sobre las monedas nacionales. En los países exportadores de petróleo de la región han surgido problemas similares, dado el aumento considerable de las recaudaciones petroleras como resultado del incremento de los precios del crudo.

Al contrario de lo ocurrido en el pasado reciente, la apreciación real de las monedas nacionales ya no se recibe ahora con beneplácito. En 2004 la mayoría de los bancos centrales de la región, incluidos algunos que trabajan en un marco de MI, ha intervenido en el mercado de divisas a fin de mitigar las presiones de la apreciación real.⁴⁰ Por lo menos dos factores ayudan a explicar la oposición a aceptar la tendencia actual hacia la apreciación. El primero es que la inflación ya no se percibe en la región como un problema, y por tanto la apreciación de las monedas nacionales parece generar sólo costos pero

⁴⁰ La intervención no ha ocurrido sólo mediante ventas directas de reservas internacionales, sino también empleando instrumentos financieros, como opciones y *swaps*.

GRÁFICA 8. Respuesta a las entradas de capital en países latinoamericanos seleccionados



FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI.

no beneficios. El segundo factor es la pérdida de competitividad de las exportaciones que enfrentan ahora una competencia extranjera feroz, sobre todo de Asia, lo que pone en riesgo la inversión y el empleo.

Como se ilustra en la gráfica 8, varios bancos centrales —Colombia, Guatemala y Perú son algunos ejemplos en la región— han seguido el curso de la intervención en el mercado de divisas. En consecuencia, han aumentado las reservas internacionales mantenidas por el banco central, así como el acervo de bonos de los bancos centrales y gubernamentales, lo que ha tenido un efecto negativo en el estado de pérdidas y ganancias de los bancos centrales. Por su parte, unos cuantos bancos centrales de la región decidieron no intervenir en 2004, o lo hicieron en montos limitados, como Brasil, Chile y México.⁴¹

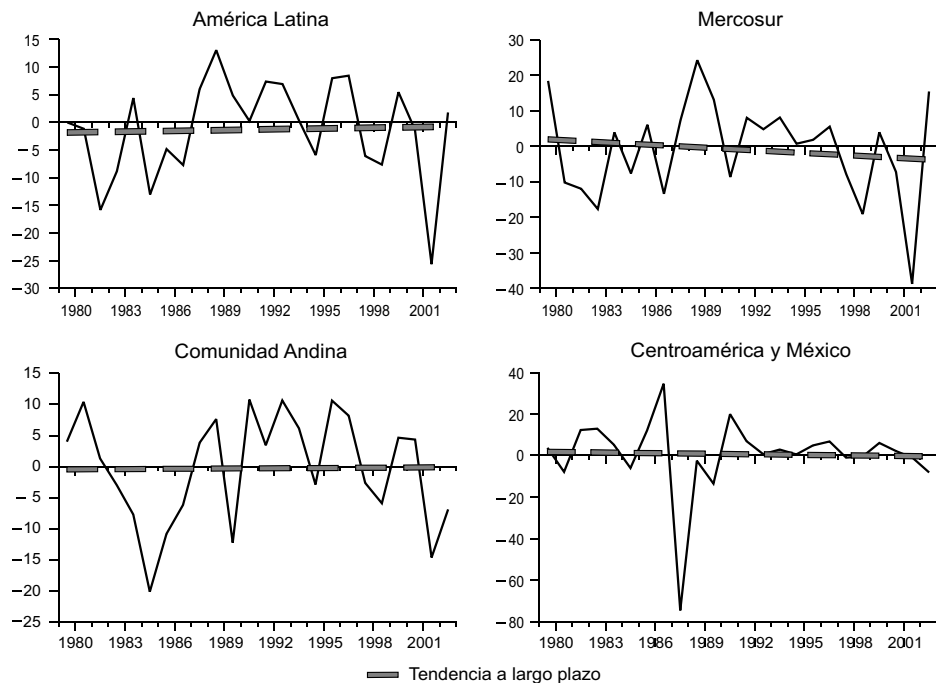
Ninguna de estas dos opciones de la política es gratuita, pero es posible que la intervención de los bancos centrales sea más costosa en una perspectiva de largo plazo. Las intervenciones en el mercado de divisas no son anormales, ni siquiera en los mercados de MI emergentes, pero el problema es realmente la razón que se encuentra detrás de tal intervención. Una intervención frecuente y/o abundante podría señalar el propósito de conservar la competitividad externa y no sólo, por ejemplo, el deseo de mitigar los episodios de volatilidad del tipo de cambio a corto plazo. La naturaleza de esta intervención genera preocupaciones acerca de la atención que prestan los bancos centrales a la competitividad de las exportaciones —un objetivo no considerado en la carta constitutiva de los bancos centrales—, lo que a veces podría contradecir la meta de la estabilidad de precios. Además, podemos cuestionar la independencia *de facto* de la política monetaria porque la intervención de los bancos centrales podría responder a presiones externas ejercidas indirectamente —por medio del gobierno— por los participantes en el mercado, quienes pierden con la apreciación de la moneda nacional.

Además, la intervención de los bancos centrales podría ser dañina desde el punto de vista institucional, en particular para los bancos centrales de MI. Dado que estos bancos de la región se han compro-

⁴¹ Sin embargo, Brasil intensificó en 2005 su intervención en el mercado de divisas a fin de moderar la apreciación del tipo de cambio y fortalecer sus reservas internacionales.

GRÁFICA 9. Tipos de cambio real en la América Latina y subregiones

(Apreciación/depreciación reales)



FUENTE: Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

metido públicamente con la estabilidad de precios como su objetivo fundamental, el cambio a una política que evite la apreciación del tipo de cambio podría revivir las preocupaciones acerca de los conflictos de la política, ya que la apreciación ayudaría a frenar las presiones inflacionarias. Además, el cambio a un hincapié en la política de corto plazo, para centrarse en la estabilidad del tipo de cambio, dañará la previsibilidad de los bancos centrales, un aspecto fundamental en el que los bancos centrales han hecho una inversión valiosa y sostenida.

Por otra parte, cuando los bancos centrales no intervienen en el mercado de divisas, la tendencia hacia la apreciación desaparecerá tarde o temprano, siempre que las tasas de interés internas se ajusten hacia abajo para eliminar los diferenciales frente a la tasa de interés mundial. En el caso de que se materialice una apreciación real, esto podría ayudar a moderar las presiones inflacionarias prove-

nientes del choque petrolero. Por otro lado, a fin de afrontar el costo de las actividades del comercio exterior, los productores nacionales podrían tener que absorber las pérdidas. A largo plazo, los bancos centrales podrían no ser muy eficaces en frenar la apreciación real porque el tipo de cambio real es una variable endógena. Por tanto, el procedimiento apropiado para mitigar los efectos de la apreciación real consiste en que las actividades del comercio exterior aumenten su productividad.

Los choques monetarios exógenos actuales destacan la necesidad de cambios estructurales adicionales en la América Latina, sobre todo en el mercado laboral. El hecho de hacer más flexibles a las economías les permitirá ajustarse mejor a los efectos adversos moderados de los choques exógenos. Quizá pudiera permitir también el suavizamiento de la pauta cíclica del tipo de cambio real, que tiende a evolucionar a largo plazo por medio de una vía de equilibrio (gráfica 9).

4. Los peligros de las debilidades del sistema financiero y la ausencia de disciplina fiscal

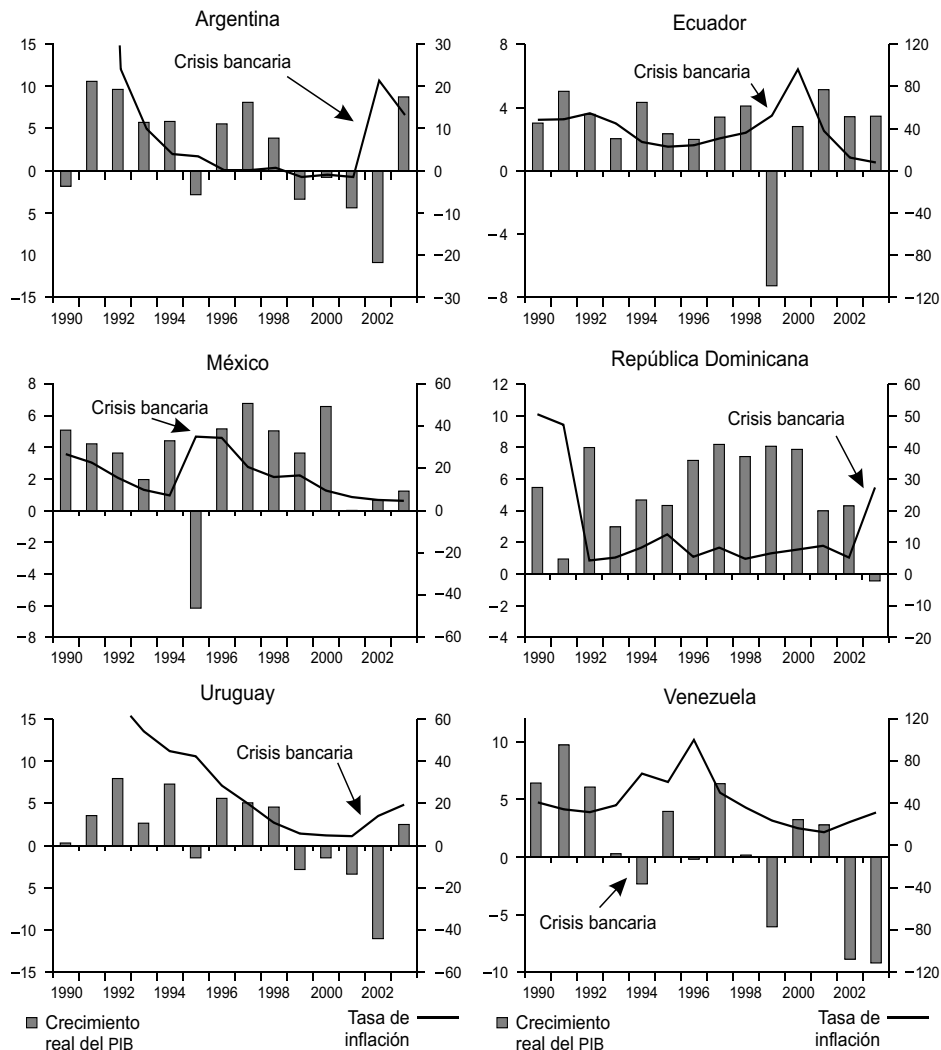
El objetivo de la estabilidad de precios es claramente una responsabilidad del banco central, pero es posible que no sea alcanzable y, en particular, que no sea sostenible a largo plazo sin el apoyo de otras condiciones que quedan fuera del alcance de los bancos centrales. Dos amenazas fundamentales para el objetivo de la estabilidad de precios son las debilidades potenciales del sistema financiero y la persistente ausencia de la disciplina fiscal.⁴² Estas dos distorsiones pueden ejercer una presión ascendente sobre las tasas de interés y finalmente podrían detonar un rebote de la inflación.

i) *La necesidad de conservar los sistemas financieros sanos.* Las crisis bancarias han sido un hecho común y recurrente en la América Latina, con desastrosos efectos macroeconómicos y sociales (Cars- tens *et al*, 2004). En particular, desde 1990 las crisis bancarias han sido la causa principal de las reversiones de la inflación y la contracción económica en varios países (véase la gráfica 10). Desde una perspectiva microeconómica, en varios episodios el manejo de las crisis

⁴² En este ensayo suponemos que la vigilancia de los sistemas financieros no es una responsabilidad del banco central, como ocurre en la mayoría de los países de la América Latina.

GRÁFICA 10. Efectos de las crisis bancarias en el crecimiento y la inflación

(Porcentaje)



FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI.

sistémicas dejó un legado de relajamiento de la disciplina del mercado como resultado de la provisión de garantías en blanco y de la restructuración generalizada de la deuda, mientras que la confianza de los depositantes sufría un daño a largo plazo por causa de los incum-

plimientos de contratos, como la congelación y la reprogramación de los depósitos.

Los bancos centrales de la América Latina se han comprometido de manera intensa en la administración y resolución de las crisis bancarias, independientemente de que la crisis plantee o no una amenaza sistémica. La monetización resultante no estaba libre de costos. Por lo contrario, exacerbó la inestabilidad macroeconómica, que incluía en varios casos una crisis bancaria y monetaria simultánea. La participación de los bancos centrales en la resolución bancaria dañó también su posición financiera como resultado de la compra de activos —recibidos a cambio de préstamos de liquidez y de solvencia proporcionados en medio de las crisis— que fueron muy difíciles de recuperar a lo largo del tiempo.

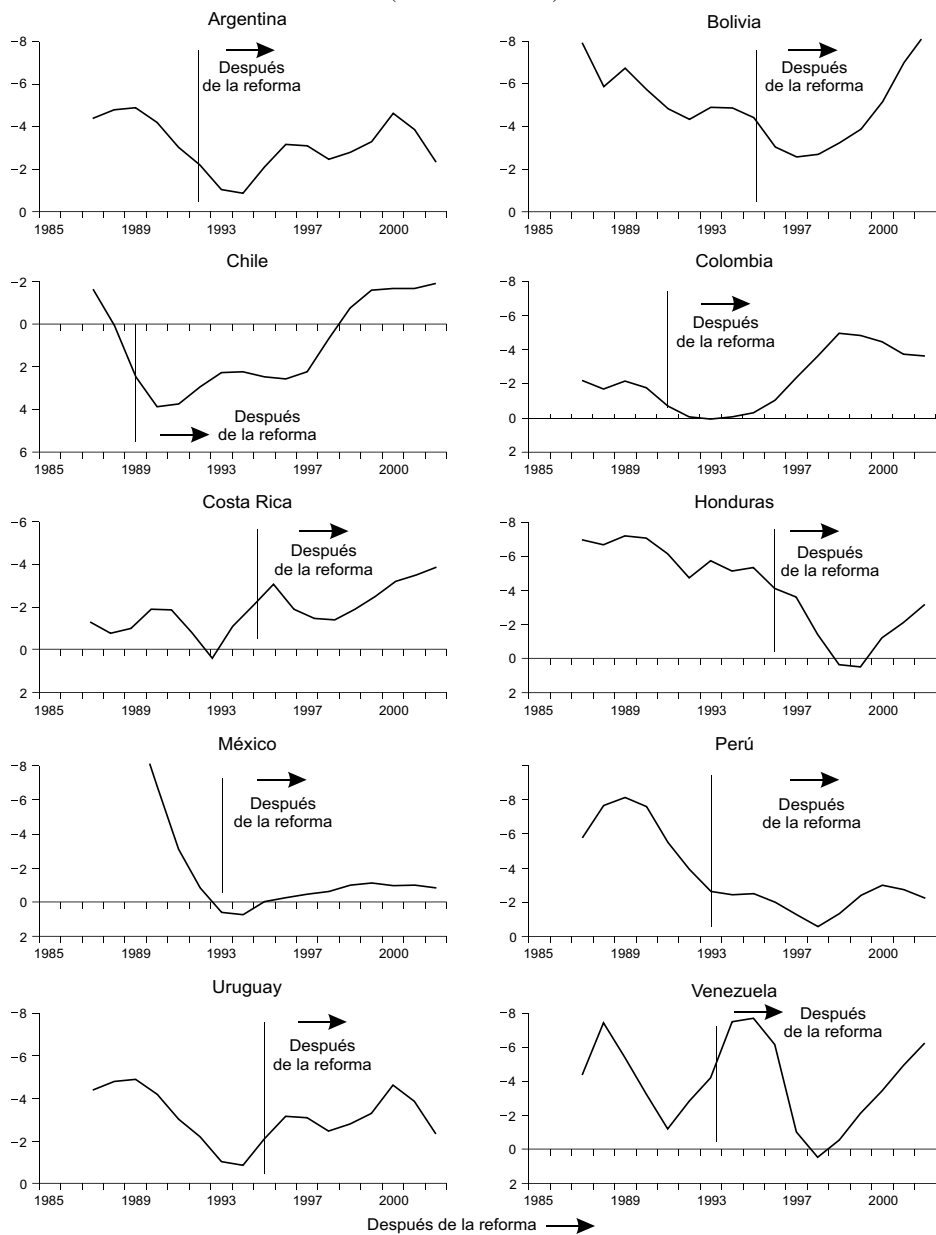
La mayoría de los países de la región ha avanzado en el establecimiento de un marco apropiado para impedir y manejar las crisis bancarias, pero se necesita hacer más. Las nuevas reformas deben destacar las regulaciones precautorias, porque la experiencia demuestra que, una vez que estalla una crisis, los costos son inexorablemente altos. Por tanto, los países deben centrarse en mejorar los mecanismos de prevención temprana y, lo que es más importante, en otorgar facultades a los reguladores bancarios para que actúen eficazmente en una etapa inicial para abordar los incipientes problemas de liquidez y solvencia de los bancos.⁴³ Además, debe mejorarse el marco legal para la reestructuración y la resolución bancarias, a fin de permitir que los países manejen y resuelvan las crisis bancarias de una manera eficaz. Las grandes reformas y los procedimientos nuevos deberán facilitar y hacer más eficaz la conducción de operaciones de “compra y asunción” como el instrumento principal para la resolución bancaria. Los costos de la crisis deberán ser absorbidos por los accionistas de las instituciones financieras y los grandes depositantes, mientras que todo costo residual deberá ser sufragado por el gobierno y no por el banco central.

Como parte de estas reformas deberá establecerse claramente en la ley el papel de los bancos centrales en la prevención y el manejo

⁴³ La experiencia de las crisis bancarias recientes de la América Latina revela que los reguladores bancarios tienden a actuar cuando los problemas de liquidez y de solvencia son ya irreversibles.

GRÁFICA 11. Déficit fiscal en países latinoamericanos seleccionados (promedio móvil t - 3)

(Déficit SPNF/PIB)



FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI.

de las crisis bancarias. Si se deja abierta la puerta para la monetización de las crisis bancarias, podría ponerse en peligro el objetivo de los bancos centrales de estabilizar los precios y podrían generarse riesgos morales. Los bancos centrales podrían ser presionados para que proporcionen dinero fácil a fin de financiar las crisis bancarias, sobre todo en los países que tienen instituciones débiles, lo que empeoraría la inestabilidad macroeconómica. Tener un acceso generoso a los recursos del banco central equivale a estimular a banqueros y depositantes para que asuman riesgos excesivos. Por su parte, los gobiernos podrían verse estimulados para posponer las decisiones de resolución bancaria si cuentan en todo momento con fondos de costo bajo provenientes del banco central, sin medir apropiadamente los costos potenciales de la demora de las decisiones necesarias para la resolución bancaria perdurable.

Las regulaciones que restrinjan el enredo de los bancos centrales en las crisis bancarias deben formar parte integral de la reforma legal para impedir y manejar las crisis bancarias. Además, una vez que estén instaladas las regulaciones para el manejo de las crisis y la resolución bancarias —basadas en el empleo de recursos del sector privado y fiscales—, deberán estar vigentes disposiciones legales que limiten la monetización de las crisis bancarias. Por lo que se refiere a la asistencia del prestamista de último recurso, debiera limitarse a los préstamos de corto plazo para los bancos sin liquidez pero solventes. La restricción de la participación de los bancos centrales en la resolución y restructuración de las crisis bancarias limitará la inestabilidad macroeconómica.⁴⁴

ii) *La importancia de las finanzas públicas sólidas.* Una segunda fuente potencialmente decisiva, de la vulnerabilidad ante la estabilidad de los precios en la América Latina, es el resurgimiento de los déficit fiscales. Después de un periodo inicial de consolidación fiscal a principios del decenio de los noventa en la mayoría de los países de la región, los déficit fiscales —medidos en términos de la proporción del déficit del sector público no financiero/PIB— se han disparado de nuevo en varios países (véase la gráfica 11). La financiación del

⁴⁴ Jácome (2005) analiza 20 episodios de crisis bancarias en la América Latina durante el decenio de los noventa y 2000, y afirma que cuando los bancos centrales monetizaron las crisis fue mayor la inestabilidad macroeconómica, y viceversa.

gasto público por los bancos centrales ya se encuentra restringido después de la reforma institucional de los bancos centrales, pero los crecientes déficit fiscales propician un incremento de la deuda pública como la única fuente restante de la financiación gubernamental.

El efecto de una ausencia de disciplina fiscal y una creciente carga de la deuda es que los países podrían exhibir altas tasas de interés reales y un aumento de los indicadores del “riesgo país”. Una política monetaria restrictiva, combinada con una postura fiscal laxa, genera una combinación de políticas incongruentes que conduce a una tendencia ascendente de las tasas de interés a medida que los bancos centrales multiplican sus esfuerzos para conservar la confianza de los mercados en las metas inflacionarias. En un ambiente de altas tasas de interés el margen de maniobra de la política monetaria es limitado y propicio para un incremento de la “proporción del sacrificio”. En el límite, la deteriorante postura fiscal podría tornarse insostenible y conducir así a una crisis monetaria, como ocurrió en Brasil en 1999, o a una crisis bancaria-monetaria-de la deuda soberana, como ocurrió en Argentina en 2002.

En vista de un potencial deterioro adicional de las finanzas públicas, varios gobiernos latinoamericanos tienen la responsabilidad de restablecer la disciplina fiscal a fin de apoyar los esfuerzos del banco central para abatir la inflación. Los bancos centrales pueden hacer poco para frenar las expectativas inflacionarias asociadas a los grandes déficit fiscales y a una insostenible deuda pública, excepto elevar las tasas de interés —lo que podría no ser sostenible en la circunstancia actual— como una medida para alertar a los mercados acerca de los peligros de las políticas fiscales laxas en relación con su objetivo de mediano y largo plazos de lograr la estabilidad de precios. Otro curso de acción podría ser que los gobiernos aprobaran “leyes de responsabilidad fiscal”, como las que ya se promulgaron en países como Brasil y Ecuador, que parecen estar dando resultados alentadores.

CONCLUSIONES

Los grandes desarrollos recientes de la política monetaria en la América Latina son de naturaleza institucional. En casi todos los países de la región se adoptó una gran reforma del banco central,

que enfocó su objetivo en la búsqueda y la conservación de la estabilidad de precios, el aumento de la autonomía de los bancos centrales, en particular en el empleo de instrumentos monetarios, y los obligó a rendir cuentas en cuanto a las acciones adoptadas para cumplir con la política ordenada. Con este nuevo marco institucional, la política monetaria se modernizó y la inflación bajó hasta tasas de un solo dígito en la mayoría de los países de la región. Las pruebas empíricas indican que la independencia legal de los bancos centrales, junto con otras políticas macroeconómicas, ha contribuido a este resultado.

Ahora, los bancos centrales deben ocuparse de tres desafíos importantes. Primero, llevar la inflación hasta niveles internacionales, como una medida de la estabilidad de precios, minimizando al mismo tiempo la “tasa de sacrificio” asociada al proceso de desinflación. Segundo, promover la confianza en las monedas nacionales, no sólo como un medio de pago sino también como un depósito de valor, para reducir las vulnerabilidades derivadas de la dolarización, y aumentar el margen de maniobra de la política monetaria. Tercero, mantener la congruencia de la política monetaria tras la nueva oleada de entradas de capital que es impulsada por un ambiente internacional propicio y atraída por las mejores condiciones de estabilidad y favorables perspectivas regionales.

Un aumento de la reputación y la credibilidad será fundamental para la superación exitosa del primer desafío —por lo menos de parte de los bancos centrales—, pero esto podría no ser suficiente para restablecer la confianza en las monedas nacionales en varios países de la región. Se espera que ocurra gradualmente la desdolarización como resultado del mantenimiento de sólidos fundamentos macroeconómicos y de la adopción de regulaciones microeconómicas destinadas a desalentar las transacciones en moneda extranjera. De igual modo, las medidas para sortear las distorsiones creadas por las entradas de capital requieren también una estrategia que exceda a las responsabilidades del banco central, dadas las consecuencias de economía política de la resultante tendencia de las monedas nacionales hacia la apreciación.

A pesar del costo a corto plazo que podría tener una solución de mercado respecto a la competitividad de los bienes del comercio ex-

terior, ello podría ser menos costoso a largo plazo que la opción de intervenir en el mercado de divisas. La estrategia de intervención podría dañar la credibilidad de los bancos centrales y perjudicar potencialmente los nuevos esfuerzos para abatir la inflación. Además, la esterilización de las intervenciones en el tipo de cambio implicará un subsidio indirecto para las actividades de comercio exterior resultante del efecto negativo en los estados de pérdidas y ganancias de los bancos centrales, lo que su vez podría convertirse en un déficit cuasifiscal. O bien, la pérdida de competitividad a corto plazo debería ser absorbida por los productores, mientras que los gobiernos deberían compensar la pérdida de la competitividad a largo plazo mediante reformas estructurales que hagan a las economías más flexibles para enfrentar los choques adversos.

En general, los bancos centrales no triunfarán en sus esfuerzos a menos que los gobiernos aseguren la estabilidad macroeconómica global y la viabilidad de los países. En particular, el éxito de los bancos centrales depende también de las capacidades de los gobiernos para conservar la sensatez y la estabilidad de los sistemas financieros y para mantener controlados los déficit fiscales. Por último, los gobiernos deberían asegurarse de que las acciones hablen más fuerte que las palabras al apoyar la autonomía de los bancos centrales, demandando a cambio rigurosos procedimientos de rendición de cuentas y transparencia de la política monetaria.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Andersen, P., y W. Wascher (1999), "Sacrifice Ratios and the Conduct of Monetary Policy in Conditions of Low Inflation," *Ensayos de Trabajo BIS*, núm. 82 (Banco de Basilea de Pagos Internacionales).
- Barro, R., y D. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp.589-610.
- Brumm, H. (2000), "Inflation and Central Bank Independence: Conventional Wisdom Redux", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 32, noviembre, pp. 807-819.
- Bubula, A., e I. Ötker-Robe (2002), "The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies", *Ensayo de Trabajo FMI 02/155*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Calvo, G., y C. Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, núm. 2, mayo, pp. 379-408.

- Carare, A., A. Schaechter, M. Stone y M. Zelmer (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", Ensayo de Trabajo FMI/02/102, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Carstens, A., D. Hardy y C. Pazarbaşıoğlu (2004), "Banking Crises in Latin America and the Political Economy of Financial Sector Policy", documento presentado en el seminario *Gobiernos y bancos: Responsabilidades y límites*, Banco Interamericano de Desarrollo, Reuniones Anuales, marzo, Lima, Perú.
- Chortareas, G., D. Stasavage y G. Sterne (2002), "Monetary Policy Transparency, Inflation, and the Sacrifice Ratio", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 7, pp. 141-155.
- Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- , P. Miller y B. Neyapti (2002), "Central Bank Reform, Liberalization, and Inflation in Transition Economies – An International Perspective", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, pp. 237-264.
- De Haan, J., y W. Kooi (2000), "Does Central Bank Independence Really Matter? New Evidence for Developing Countries Using a New Indicator", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 643-664.
- De Nicoló, G., P. Honohan y A. Ize (2005), "Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, páginas 1697-1727.
- Edwards, S. (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Oxford y Nueva Cork, Oxford University Press.
- Eijffinger, S., y E. Schaling (1993), "Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries", *Banca Nazionale de Lavoro Quarterly Review*, número 184, marzo, pp. 49-89.
- , E. Schaling y M. Hoerberichts (1998), "Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis", *European Journal of Political Economy*, vol. 14, pp. 73-88.
- Fischer, A. M. (1996), "Central Bank Independence and Sacrifice Ratios", *Open Economies Review*, vol. 7, pp. 5-18.
- Fischer, S. (1995), "Modern Central Banking", F. Capie *et al* (comps.), *The Future of Central Banking*, Cambridge, Cambridge University Press.
- (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, núm. 2, primavera.
- Fuhrer, J. (1997), "Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?", *New England Economic Review*, enero-febrero, pp. 19-36.
- Gartner, M. (1997), "Central Bank Independence and the Sacrifice Ratio: The Dark Side of the Force", *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, núm. 133, septiembre, pp. 513-538.
- Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy: A European Forum*, vol. 6, octubre, pp. 342-391.

- Jácome, L. (2003), "Independencia legal de la banca central en la América Latina e inflación", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LXX (4), octubre-diciembre, pp. 673-719.
- (2005), "Central Banks Involvement in Banking Crises and Resolution in Latin America: Not a Free Lunch", *Ensayo de Trabajo FMI*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- , y F. Vázquez (2005), "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean", *Ensayo de Trabajo FMI/05/75*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Khan, M., y A. Senhadji (2001), "Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth", *IMF Staff Papers*, vol. 48, núm. 1, pp. 1-21.
- Kydland, F., y E. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-491.
- Lora, E. (2001), "Structural Reforms in Latin America: What Has Been Reformed and How to Measure It", *Research Department Working Paper 466*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Loungani, P., y N. Sheets (1997), "Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, núm. 3, agosto, pp. 381-399.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1169-1190.
- Sarel, M. (1996), "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth", *Staff Papers, International Monetary Fund*, vol. 43, marzo, pp. 199-215.
- Siklos, P. (2002), *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Truman, E. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington, Instituto de Economía Internacional.