

I

*I*  
*ARTÍCULO*

---

# LA REFORMA DE LA BANCA CENTRAL EN AMÉRICA LATINA: LOGROS Y DESAFÍOS

*Este trabajo examina la naturaleza de la reforma institucional de la política monetaria realizada en América Latina desde los inicios de los años noventa y argumenta que el fortalecimiento institucional de los bancos centrales contribuyó, junto con otras políticas macroeconómicas, a la reducción de la inflación a tasas de un dígito en la mayoría de países de la región. Además, el estudio identifica los principales desafíos que enfrenta en la actualidad la política monetaria en América Latina: i) alcanzar la estabilidad de precios; ii) restaurar la confianza de los agentes económicos en las monedas nacionales; y iii) mantener una trayectoria consistente a lo largo del tiempo. El análisis realizado en este trabajo ofrece recomendaciones para enfrentar dichos desafíos, incluido el rol que debe cumplir el Gobierno.*

*Por: Agustín Carstens,  
Luis I. Jácome H.\**

La inflación promedio en América Latina alcanzó, en 1990, un nivel sin precedentes de cerca de 500%. Tres de los países más grandes de la región (Argentina, Brasil y Perú) registraban en ese año inflaciones de cuatro dígitos y ninguno alcanzó tasas de un dígito. Mientras tanto, los países industrializados habían ya bajado la inflación a un promedio de alrededor de 4% y los de Asia

a 6%. A la vez, hacia 1990 había transcurrido una década en la que el producto interno bruto (PIB) per cápita de la región decreció 0,1% en promedio. En este entorno de deterioro de las condiciones de vida de los habitantes de la región, los gobiernos de América Latina tomaron conciencia de la necesidad de abatir la inflación e iniciaron un conjunto de reformas estructurales a fin

---

\* Agustín Carstens es subdirector-gerente del Fondo Monetario Internacional. Luis I. Jácome H. es economista principal en el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del Fondo Monetario Internacional, y profesor asociado adjunto de la Universidad de Georgetown. Se agradecen los comentarios de Alain Ize, Robert Rennhack y Roberto Steiner a versiones anteriores de este documento, y a Nada Oulidi por su valioso trabajo como asistente de investigación.

---

de crear las bases para un repunte del crecimiento económico<sup>1</sup>.

Un componente importante de la nueva estrategia de manejo económico impulsada en la generalidad de los países de la región fue la reforma de la banca central, con el objeto de restablecer la confianza en la política monetaria y, con ello, combatir con éxito a la inflación. A fin de dar credibilidad a la reforma, los gobiernos de América Latina decidieron formalizar el carácter del cambio institucional a través de la aprobación de leyes y, en algunos casos, de la Constitución. Así, nuevas leyes de bancos centrales se aprobaron en la generalidad de los países –en algunos casos más de una vez– con la sola excepción de Brasil<sup>2</sup>. La reforma de la banca central condujo a un notable fortalecimiento institucional y a cambios en el diseño y ejecución de la política monetaria en la mayoría de países de la región.

Como consecuencia de la reforma, los bancos centrales en América Latina fueron dotados –en unos países más que en otros– de autonomía respecto del poder ejecutivo, a fin de evitar que la política monetaria cayera presa de los ciclos políticos de los países.

Además, la nueva legislación otorgó autonomía operacional a los bancos centrales, al incluir una prohibición, o al menos la severa restricción para que financien el déficit fiscal. A cambio de esta autonomía, a los bancos centrales se les exigió rendir cuentas ante la sociedad respecto al mandato otorgado. Con base en este nuevo marco institucional, los bancos centrales de la región adoptaron cambios tanto en el régimen de política como en el marco operacional para la conducción monetaria.

Hoy, América Latina registra inflaciones de un dígito en casi todos los países, aunque en la mayoría de ellos la tasa de aumento de los precios aún no se equipara a la inflación mundial. Con excepción de Costa Rica, República Dominicana y Venezuela, el resto de países de la región redujeron sus tasas de inflación a tasas de un solo dígito a finales de 2004<sup>3</sup>. Sin embargo, sólo Chile y Perú, y los dolarizados Ecuador y Panamá, lograron reducir su inflación por debajo de 4%, es decir, al nivel de la inflación internacional.

Este documento tiene el objetivo fundamental de examinar la naturaleza de la reforma de la banca central en América

---

<sup>1</sup> Una discusión amplia sobre el carácter de la reforma estructural en América Latina se encuentra en Edwards (1995), mientras que Lora (2001) cuantifica el avance de la reforma desde mediados de los ochenta para cada país, lo que permite tener una idea de su evolución en el tiempo, y una visión comparativa por países.

<sup>2</sup> La reforma se adoptó 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) y, últimamente, Guatemala (2001) y República Dominicana (2002). Ecuador y El Salvador reformaron nuevamente su ley de banca central en 2000 y 2001, respectivamente, al adoptar el dólar como moneda de curso legal. En Brasil, si bien no se ha aprobado una reforma de la legislación del banco central, se gestó progresivamente un consenso social a favor de la autonomía operacional del banco central con el propósito de abatir la inflación y se aprobó una ley de responsabilidad fiscal que fortaleció la autonomía financiera del banco central y los requerimientos de rendición de cuentas.

<sup>3</sup> En el año 2004, la mayoría de los países de la región registraron, con muy pocas excepciones, una aceleración de la inflación, motivada principalmente por el efecto del aumento de los precios del petróleo en el mercado mundial. Esta aceleración, sin embargo, debería ser solamente de naturaleza temporal.

---

---

Latina a partir de los años noventa, sus implicaciones institucionales y de política monetaria, y los desafíos que ella enfrenta hoy en día. Lo que resta del documento se estructura de la siguiente manera: en la próxima sección se destaca lo más trascendente de la reforma legal de los bancos centrales en América Latina y se cuantifica su impacto en términos del grado de independencia alcanzado. En la segunda parte del trabajo, se examina –aunque sin establecer causalidad– la vinculación de la reforma de la banca central con la baja de la inflación, considerando el período anterior y posterior al cambio institucional experimentado por los bancos centrales. En la tercera sección se describen los cambios de política adoptados por los bancos centrales a raíz de la reforma. En la cuarta parte, este documento identifica los principales desafíos de la banca central en América Latina a la luz de los recientes desarrollos observados en la región. Finalmente, se extraen las principales conclusiones.

## ***I. EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA***

Los bancos centrales en América Latina son instituciones relativamente jóvenes.

No solo nacieron luego de más de un siglo de la independencia de los países, sino que se crearon mucho después que sus similares en Europa y también después que en los Estados Unidos. Una excepción es el Banco de la República Oriental del Uruguay, que se creó a finales del siglo XIX con capacidades de banco central –además de ser el banco del Gobierno con funciones similares a las de un banco comercial. La mayoría de los bancos centrales latinoamericanos se fundaron en las décadas de los veinte y los treinta, empezando por los bancos centrales de Chile, Colombia, Ecuador, México, Bolivia y Guatemala, que se crearon en los años veinte<sup>4</sup>. En contraste, el Banco de Inglaterra existe desde 1694, aunque con el carácter de emisor único de moneda desde 1844; el Banco de Francia desde 1848 y el Banco de España desde 1874; mientras que el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos se estableció en 1913<sup>5</sup>.

Luego de su creación, los bancos centrales de América Latina pasaron por reformas sucesivas hasta llegar a la más reciente ocurrida en los años noventa. Durante este tiempo, la propiedad de los bancos centrales fue evolucionando desde una participación pública y privada a otra exclusiva del Estado. No obstante,

---

<sup>4</sup> Los bancos centrales de Perú, Argentina, El Salvador, Costa Rica y Venezuela se crearon en los años treinta, mientras que los bancos centrales de Brasil y Uruguay, como los conocemos ahora, se desmembraron de otras instituciones estatales en los años sesenta.

<sup>5</sup> Los bancos centrales de Austria, Noruega y Dinamarca antecedieron al Banco de Inglaterra en cuanto al monopolio de la emisión del dinero, al realizar esta tarea desde la primera parte del siglo XIX.

---

---

los órganos de gobierno de la banca central mantuvieron una representación mixta, con una presencia privada que incluía a delegados de los bancos comerciales y de los gremios de la producción. Esta composición de los órganos de gobierno de los bancos centrales era consistente con la responsabilidad asignada en la época a los bancos centrales, que primordialmente apuntaba al financiamiento de los sectores prioritarios de la economía y, en general, a la promoción del crecimiento económico. La formulación de la política monetaria también experimentó cambios, ya que los gobiernos jugaron un rol más importante a partir de, aproximadamente, mediados del siglo anterior –según cada país– atendiendo al criterio de que a los bancos centrales les correspondía impulsar el desarrollo económico de los países. Los instrumentos de política monetaria –principalmente el encaje bancario, los redescuentos a los bancos, la regulación del crédito por montos y sectores, y la fijación de las tasas de interés– se alinearon con el interés del Estado en su papel de promotor de la actividad económica y del crecimiento. Por tanto, hasta los años noventa los bancos centrales no fueron ins-

*Durante la primera mitad de los años noventa, la política monetaria en América Latina experimentó una profunda reforma legal caracterizada por la entrega de una mayor autonomía de los bancos centrales respecto al poder político.*

tuciones independientes del poder político y, en esa medida, no contaron con autonomía para formular y ejecutar las políticas monetaria y cambiaria, en tanto que el objetivo de preservar la estabilidad de los precios se mantuvo relegado a un segundo plano.

### **A. Caracterización de la reforma institucional de los años noventa**

Durante la primera mitad de los años noventa, la política monetaria en América Latina experimentó una profunda reforma legal caracterizada por la entrega de una mayor autonomía de los bancos centrales respecto al poder político<sup>6</sup>. La adopción casi general de la reforma de los bancos centrales respondió al consenso al que llegaron los gobiernos en cuanto a terminar con el financiamiento primario del gasto público, considerado la raíz de los procesos inflacionarios y cuyos efectos resultaron sumamente dañinos en más de una dimensión.

La reforma de la banca central significó un fortalecimiento institucional basado en cuatro pilares fundamentales: i) definición de un mandato claro y prioritario dirigido

---

<sup>6</sup> El fundamento teórico de esta reforma –aplicada en gran número de países, industrializados y en desarrollo– se puede encontrar en los trabajos de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983), quienes demostraron que, ante el dilema que enfrentaban los gobiernos entre tener más inflación y menos desempleo, o lo contrario, los gobiernos tendían a optar por una mayor inflación.

a concentrar sus esfuerzos en preservar la estabilidad de la moneda; ii) entrega de independencia política para diseñar la política monetaria; iii) otorgamiento de autonomía operacional para la ejecución de la política monetaria; y, iv) rendición de cuentas ante la sociedad<sup>7</sup>. A continuación se revisan las principales características de las reformas legislativas que afectaron a la banca central en América Latina –tomando en cuenta, también, las provisiones constitucionales vigentes–. En el análisis se exceptúan a Ecuador y El Salvador, países donde el banco central no realiza política monetaria desde que adoptaron el dólar norteamericano como moneda de curso legal.

*En la actualidad, las leyes asignan a los bancos centrales en la región un mandato más específico, típicamente el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda o la estabilidad de precios.*

En la actualidad, las leyes asignan a los bancos centrales en la región un mandato más específico, típicamente el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda o la estabilidad de precios. Sin embargo, en algunos casos, este mandato va acompañado de otros objetivos, sin establecer prioridad entre ellos (Cuadro 1). La multiplicidad de objetivos entraña, en algunos casos, conflictos de política potenciales. Este es el caso de Brasil, en donde el banco central también tiene el mandato de promover o crear las condiciones favorables para el crecimiento o desarrollo económico. Este último objetivo es, por demás, amplio y, por tanto, puede dar lugar a distintas interpretaciones en el momento de formular y evaluar la política monetaria<sup>8</sup>. Así mismo, en

Cuadro 1  
Mandato de los bancos centrales

Estabilidad de precios es objetivo único o prioritario	Estabilidad de precios más otros objetivos, sin establecer prioridad		
	Funcionamiento del sistema de pagos	Estabilidad del sistema financiero	Crecimiento o desarrollo económico
Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, México, Perú, República Dominicana, Venezuela	Chile, Honduras, Nicaragua.	Guatemala, Paraguay, Uruguay.	Brasil.

Fuente: Constitución y leyes de bancos centrales, vigentes en América Latina a finales de 2003.

<sup>7</sup> Una presentación resumida de las principales características de las leyes de banca central en América Latina a 2001 se encuentra en Jácome (2003). Los cambios posteriores no modifican lo fundamental de la reforma de los años noventa en los términos expuestos en dicho documento.

<sup>8</sup> La potencial diversidad en la interpretación del objetivo de política del Banco Central de Brasil ha sido disminuida para efectos prácticos a partir de la expedición del decreto ejecutivo en respaldo del esquema de metas de inflación en Brasil.

---

situaciones de inestabilidad bancaria, el mandato de preservar la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero –sin establecer prioridad– podría poner al banco central en una situación de conflicto de objetivos<sup>9</sup>. Además de los conflictos potenciales antes anotados, la asignación de más de un objetivo a los bancos centrales hace más difícil evaluar la rendición de cuentas por parte de estas instituciones.

Hoy, los bancos centrales son instituciones políticamente más independientes. Tal como se observa en el Cuadro 2, luego de la reforma institucional, la norma prevaleciente es que la junta de gobierno de los bancos centrales sea nombrada, en la mayoría de los casos, por períodos que superan –o, si es que son iguales, no coinciden con– el período presidencial. Además, suele requerirse una confirmación –o la ejecución misma– de

*Hoy, los bancos centrales son instituciones políticamente más independientes. Luego de la reforma institucional, la norma prevaleciente es que la junta de gobierno de los bancos centrales sea nombrada, en la mayoría de los casos, por períodos que superan –o, si es que son iguales, no coinciden con– el período presidencial.*

esos nombramientos por parte del poder legislativo<sup>10</sup>. Sin embargo, todavía existen representantes del poder ejecutivo –con voto– en el directorio de algunos bancos centrales, situación que en países con institucionalidad débil puede ser utilizada para influir políticamente en las decisiones del banco central.

También, y muy importante, la reforma en varios países estableció causas específicas –excluyendo decisiones de política– para la remoción de los miembros de la junta de gobierno del banco central, y la decisión final quedó en manos de otro poder del Estado, diferente del ejecutivo<sup>11</sup>. Al desvincular al banco cen-

tral del poder ejecutivo se buscó ampliar el horizonte para la toma de decisiones de los bancos centrales, para evitar así la posible subordinación de la política monetaria al ciclo político de los países.

---

<sup>9</sup> Si bien en países como Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, el banco central cumple la doble función de ejercer la política monetaria y la supervisión y regulación bancaria, y por tanto, dichas instituciones tienen un doble objetivo, la sabiduría convencional recomienda subordinar el objetivo de estabilidad del sistema financiero al de la estabilidad de precios, tal como se establece en la Argentina.

<sup>10</sup> En varios países la ley da un tratamiento diferente al gobernador y a los miembros del directorio del banco central. En aquellos casos, el nombramiento del gobernador suele ligarse con aquel del poder ejecutivo, mientras que el de los directores del banco central depende, en cuanto al nombramiento y a la remoción, del poder legislativo. Además, en la gran mayoría de los casos, las juntas de gobierno de los bancos centrales se componen por miembros de tiempo completo que no representan ni forman parte del sector privado.

<sup>11</sup> Como ejemplo extremo de una situación anómala vale mencionar el caso de Guatemala. En este país, el Congreso puede remover al gobernador del banco central con una mayoría calificada, si considera que su informe de rendición de cuentas es insatisfactorio (art. 60 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala).

Cuadro 2

**Independencia política: nombramiento y remoción  
de los miembros del directorio del banco central**

Término del nombramiento del directorio con respecto al periodo presidencial (*)			
Mayor	Igual período pero traslapado	Igual o menor período	
Argentina, Chile, Costa Rica, México, Venezuela.	Bolivia, Colombia, Guatemala.	Brasil, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay.	
Estructura del directorio			
No está representado ni el ejecutivo ni el sector privado	El ejecutivo tiene representantes (ministros de Estado)	El sector privado tiene representación, además del ejecutivo	
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Honduras, México, Paraguay, Uruguay, Perú.	Colombia, Costa Rica, Nicaragua, República Dominicana, Venezuela.	Guatemala.	
Quién nombra o confirma			
Legislativo nombra y/o confirma	Ejecutivo o el directorio del banco central	Entre el ejecutivo y el legislativo	Interviene el sector privado
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, México, Paraguay, Uruguay.	Colombia, Honduras, República Dominicana	Perú, Venezuela	Guatemala, Nicaragua
Causas de remoción			
Por causas estrictamente legales		Por causas extralegales o de política económica	
Argentina, Bolivia, Colombia, Honduras, México, Perú, República Dominicana, Venezuela.		Brasil, Chile, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Paraguay, Uruguay.	
Quién decide/propone la remoción de los directores del banco central			
Legislativo	Sólo el ejecutivo	Judicial o el propio directorio	
Argentina, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela.	Bolivia, Brasil, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua.	Honduras, República Dominicana	
(*) En algunos países como Costa Rica, el gobernador del banco central es nombrado por un período igual al del ejecutivo, pero el resto de los miembros del directorio se nombra por un período más largo.			
Fuente: Constitución y leyes de bancos centrales, vigentes en América Latina a finales de 2003.			

---

La entrega de autonomía en el uso de instrumentos de política monetaria es quizás el rasgo característico más común de la reforma de la banca central en América Latina. Ella ha significado, primero, establecer una fuerte restricción –y hasta la prohibición– para que el banco central financie el gasto público; y, segundo, la irrestricta libertad para diseñar y ejecutar la política monetaria (Cuadro 3). La prohibición de monetizar el déficit fiscal refleja el consenso al que llegó América Latina respecto a que el financiamiento del déficit fiscal fue históricamente la causa principal de la inflación crónica que azotó a la región.

Por otro lado, la autonomía operacional significó que el banco central maneje su política de tasas de interés –sin interferencia del Gobierno– y, a través de ellas, influya sobre las tasas de interés de la banca comercial y de otros instrumentos financieros. La manera precisa en que las tasas de interés responden a las acciones del banco central depende de manera fundamental de cómo estas afectan las expectativas inflacionarias. A su vez, las

variaciones en las tasas de interés y en las expectativas afectan la oferta y demanda agregada, y por ende, la actividad económica y la inflación. Sin embargo, en algunos países, el Gobierno mantuvo la facultad de decidir la política cambiaria (por ejemplo en México y Venezuela), lo

cual, en ciertas circunstancias, le permitiría interferir en el manejo autónomo de la política monetaria. Esta potencial interferencia en la política monetaria desaparece en el caso en que el régimen cambiario del país es flexible.

Existen otros casos en que los bancos centrales podrían verse limitados en el ejercicio de la política monetaria. Una situación indeseable es aquella en la cual los bancos centrales no cuentan con los recursos presupuestarios necesarios para llevar a cabo su mandato, situación que puede mermar su autonomía

operacional efectiva. Concretamente, el Congreso aprueba la emisión de los papeles del banco central utilizados en operaciones de mercado abierto (por ejemplo, en Guatemala) o aprueba el presupuesto del banco central (Honduras y Paraguay ejemplifican esta limitación).

*La entrega de autonomía en el uso de instrumentos de política monetaria es quizás el rasgo característico más común de la reforma de la banca central en América Latina. Ella ha significado, primero, establecer una fuerte restricción –y hasta la prohibición– para que el banco central financie el gasto público; y, segundo, la irrestricta libertad para diseñar y ejecutar la política monetaria. La prohibición de monetizar el déficit fiscal refleja el consenso al que llegó América Latina respecto a que el financiamiento del déficit fiscal fue históricamente la causa principal de la inflación crónica que azotó a la región.*

**Cuadro 3**  
**Autonomía operacional: crédito al Gobierno,**  
**autonomía de instrumentos e independencia financiera**

Crédito del banco central al Gobierno		
No hay crédito directo o indirecto, o lo hay en el mercado secundario con límites	Crédito para compensar iliquidez estacional, o en el mercado secundario sin límites	Crédito directo aprobado con voto unánime por el directorio del banco central
Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Guatemala, Perú, República Dominicana, Uruguay, Venezuela.	Bolivia, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay.	Colombia.
Autonomía de instrumentos		
Plena autonomía en política monetaria y cambiaria	Restricciones en la conducción de la política monetaria o cambiaria	El Gobierno determina la política monetaria y cambiaria
Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Honduras, Nicaragua, Perú, República Dominicana, Uruguay.	Guatemala, México, Paraguay, Venezuela.	
Independencia financiera		
Gobierno obligado a mantener el capital del banco central	El Gobierno tiene facultad legal pero no está obligado a capitalizar, o capitaliza con bonos no negociables	No existe base legal para que el Gobierno capitalice
Brasil, Colombia, Guatemala, Nicaragua, Perú, República Dominicana, Venezuela.	Bolivia, Chile, México.	Argentina, Costa Rica, Honduras, Paraguay, Uruguay.
Fuente: Constitución y leyes de bancos centrales, vigentes en América Latina a finales de 2003, y Ley de Responsabilidad Fiscal en Brasil.		

Además, ha sucedido que la autonomía operacional ha sido menoscabada por la acumulación de pérdidas operacionales del banco central –sin que exista el requerimiento legal para que los gobiernos mantengan la integridad del capital de sus bancos centrales– en la medida en que ellas provocan un desbalance creciente en su situación financiera. La acumulación de pérdidas cuasifiscales puede llegar a restringir la capacidad de un banco central para realizar operaciones de mercado abierto, si es que la acumulación de estos pasivos induce a las autoridades del banco central a una menor esterilización de los excesos de liquidez

y/o a limitar los aumentos en la tasa de interés. La razón para ello sería el impacto negativo agravante en las finanzas del banco central, o el temor de que el mercado pierda eventualmente confianza en su capacidad de control monetario.

Los requerimientos de rendición de cuentas son algo nuevo en la legislación de bancos centrales en América Latina. Con este elemento se busca que los bancos centrales rindan cuentas ante la sociedad, como un mecanismo de contrapeso frente a la amplia autonomía que les confirió la reforma legal para cumplir con su mandato especificado en la ley. Antes,

---

---

los bancos centrales simplemente publicaban una memoria luego del cierre del año calendario, en la que reportaban sobre el desenvolvimiento de la economía del país en general. Por consiguiente, este documento tenía un carácter, fundamentalmente, de registro histórico. A partir de la reforma de los años noventa, la tendencia ha sido que el gobernador del banco central comparezca ante el legislativo, para dar cuenta del cumplimiento del mandato

legal en el ejercicio correspondiente, y que el banco central publique periódicamente su programa monetario para el futuro previsible y un reporte de inflación en el que se evalúa el cumplimiento de las metas anunciadas.

Un componente crucial del rendimiento de cuentas de la banca central es la transparencia en la toma de decisiones y en el manejo de la información, incluida la presentación de sus estados financieros. El Cuadro 4 muestra el alcance de los requerimientos de rendición de cuentas de los bancos centrales de la región y permite concluir que los avances más importantes se dan en relación con la obligación de reportar a los poderes ejecutivo y legislativo. En cambio, la transparencia e in-

tegridad de los estados financieros de varios bancos centrales podría mejorar en la medida en que sean refrendados por auditorías externas privadas, que aseguren a la sociedad y al mercado el registro de todas las transacciones con base en estándares contables internacionales. De hecho, algunos bancos centrales de la región acumulan pérdidas de muchos años, pero éstas aparecen en el activo de su balance con el propósito de no mostrar una

merma patrimonial.

## **B. ¿Cuán independientes son los bancos centrales en América Latina?**

Del análisis anterior queda claro que los bancos centrales de América Latina son hoy más independientes en un sentido amplio en comparación a la etapa pre-reforma. En esta sección, se cuantifica dicha independencia utilizando una versión ampliada –y con leves modificaciones– del índice de Cukierman (Cukierman, 1992)<sup>12</sup>. La cuantificación se realiza para los períodos anterior y posterior a la reforma, es decir, se evalúan la ley antigua y la nueva para cada país, lo que permite obtener una comparación de

*Los requerimientos de rendición de cuentas son algo nuevo en la legislación de bancos centrales en América Latina. Con este elemento se busca que los bancos centrales rindan cuentas ante la sociedad, como un mecanismo de contrapeso frente a la amplia autonomía que les confirió la reforma legal para cumplir con su mandato especificado en la ley.*

---

<sup>12</sup> Las diferencias entre el índice de Cukierman y el índice modificado que se utiliza en este documento se exponen en Jácome y Vázquez (2005).

Cuadro 4 Rendición de cuentas de la banca central		
El banco central reporta		
Comparecencia formal ante el legislativo, además de informar al ejecutivo	Envío de un reporte al ejecutivo o al legislativo, o a través de los medios de comunicación	
Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Paraguay, República Dominicana, Venezuela.	Bolivia, Costa Rica, Honduras, México, Nicaragua, Perú, Uruguay.	
Publicación y transparencia de la información		
Estados financieros con sello de auditoría externa	Estados financieros aprobados por una autoridad pública externa al banco central	Estados financieros refrendados por un auditor nombrado por el directorio del banco central
Argentina, Chile, Guatemala, México, Nicaragua.	Brasil, Colombia, Honduras, Paraguay, Uruguay, Venezuela.	Bolivia, Costa Rica, Perú, República Dominicana.
Fuente: Constitución y leyes de bancos centrales, vigentes en América Latina a finales de 2003 y Ley de Responsabilidad Fiscal en Brasil.		

los cambios en la autonomía de los bancos centrales de la región y definir su estatus a 2003.

El índice utilizado cuantifica la independencia legal de los bancos centrales (IBC) con base en la letra de las leyes de bancos centrales y de las constituciones —en sus partes relevantes— de los 15 países de la región referidos en la sección II. A<sup>13</sup>. Por tanto, no se mide la independencia efectiva (o de hecho) de los bancos centrales. La diferenciación entre independencia *de iure* y *de facto* es par-

ticularmente relevante, pues hay países con una mala ley de banca central pero donde, en la práctica, los gobiernos han respetado la institucionalidad y las decisiones que toma el banco central (la experiencia reciente de Brasil ilustra esta situación). Por el contrario, hay casos en que una buena ley de banco central no es observada en la práctica. Así se entiende, por ejemplo, la elevada tasa de rotación de los gobernadores de bancos centrales en un alto número de países de la región (véase la sección IV, literal A de este artículo), no obstante que la

<sup>13</sup> En el caso de Brasil, también se incluyeron las provisiones emanadas de la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada en 2000, que fortalecen la autonomía financiera del banco central y los requerimientos de rendición de cuentas, y la reforma constitucional de 2003, que apuntaló la autonomía operacional del banco central.

---

reforma de los bancos centrales estableció causales específicas y restricciones a la remoción anticipada de los miembros del directorio del banco central. Lo ocurrido se debe, en muchos casos, a que los gobernadores de bancos centrales son removidos cuando estos no se alinean con las políticas del Gobierno.

Los criterios de medición incluidos en el índice evalúan varias dimensiones de la independencia de los bancos centrales asignándole a cada uno una ponderación diferenciada –en el espíritu de Cukierman (1992)–. El índice varía entre cero y uno, en función de una menor o mayor independencia del banco central, respectivamente. El primer criterio es la composición de los órganos de gobierno del banco central y la modalidad de su nombramiento y remoción, a fin de medir su independencia política (20%). Segundo, se considera la naturaleza del mandato del banco central (15%). En tercer lugar, se evalúa la formulación de política del banco central (15%). Cuarto, se toman en cuenta las facultades del banco central respecto al otorgamiento de crédito al Gobierno y a los bancos comerciales, como prestamista de última instancia, así como su autonomía financiera (40%). Y, quinto, se valoran los requerimientos de rendición de cuentas del banco central (10%).

*Los resultados muestran una doble dimensión del análisis del IBC en América Latina. Por un lado, la banca central en la región tiene mucha más independencia de la que tenía en 1990. Por otro lado, se aprecia que el grado de independencia de los bancos centrales, luego de la reforma, no es uniforme.*

Los resultados expuestos en el Cuadro 5 muestran una doble dimensión del análisis del IBC en América Latina. Por un lado, se observa el incremento sustancial del índice de independencia como consecuencia de la reforma de los años noventa, es decir, la banca central en América Latina es bastante más independiente que lo que era en 1990. El promedio general del índice modificado de Cukierman aumenta de 0,427 a 0,774 (promedio de los grupos 1 y 2) luego de la reforma institucional. Por otro lado, se aprecia que el grado de independencia de los bancos centrales luego de la reforma no es uniforme entre países de la región. Así, de acuerdo con los índices calculados, es posible distinguir tres grupos de países. Por una parte, aquellos donde a los bancos centrales se les ha conferido un grado de independencia más alto (Grupo 1), con un índice de IBC superior a 0,80, y un segundo grupo donde están el resto de países que reformaron su ley de banco central y cuyo índice fluctúa entre 0,65 y 0,80. Por otra parte, hay un tercer grupo en el que se encuentran todos los países antes de la reforma de su legislación de banca central, más Brasil, cuyos índices de independencia estaban mayoritariamente por debajo de 0,50.

Además, al desglosar el IBC en tres componentes –independencia política, autonomía

**Cuadro 5**  
**Independencia legal de los bancos centrales en América Latina**  
 (Índice de Cukierman modificado, calculado con base en leyes vigentes a finales de 2003)

Grupo 1	IBC	Grupo 2	IBC	Grupo 3	IBC
Perú-1	0,862	Argentina	0,788	Brasil (*)	0,641
Chile-1	0,846	Venezuela-1	0,750	Nicaragua-0	0,59
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
República Dominicana-1	0,805	Guatemala-1	0,690	República 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
<b>Promedio Grupo 1</b>	<b>0,828</b>	<b>Promedio Grupo 2</b>	<b>0,719</b>	<b>Promedio Grupo 3</b>	<b>0,427</b>

(\*) Incluye las provisiones relevantes de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2000 y la reforma constitucional de 2003 que fortalecen la independencia del Banco Central de Brasil.

**Nota:** País-1 se refiere a la medición posterior a la reforma y País-0 a la medición anterior a la reforma.

en la determinación de la política monetaria y rendición de cuentas— se encuentra que el aumento de la independencia de los bancos centrales no fue uniforme en cuanto a los tres criterios. Mientras las diferencias con el Grupo 3 se manifiestan en los tres criterios, la diferencia entre el primero y el segundo grupo de países se da fundamentalmente en términos de independencia política —composición y remoción del directorio y mandato del banco central— y, en menor medida, en cuanto a los requerimientos de rendición de cuentas. En otras palabras, la independencia operacional o de

instrumentos es prácticamente uniforme en todos los países que reformaron su ley de banca central.

## **II. INDEPENDENCIA LEGAL DE LA BANCA CENTRAL Y MACROECONOMÍA EN AMÉRICA LATINA**

En términos generales, América Latina ha mejorado su desempeño macroeconómico desde 1990 en adelante, aunque los resultados han sido inferiores a las expectativas iniciales. El mayor logro ha

---

sido, sin duda, la baja de la inflación a niveles de un dígito en la actualidad. En esta sección se discute la contribución del IBC a dicho proceso de desinflación. Para caracterizar el IBC, se utiliza el índice de Cukierman modificado, el cual se aplica tanto para el período anterior a la reforma como a los años subsiguientes.

### **A. Independencia legal de los bancos centrales y desempeño macroeconómico**

Aunque los resultados macroeconómicos en América Latina no son plenamente satisfactorios comparados con las expectativas que se habían generado a raíz de las reformas de principios de los noventa, sí se puede hablar de un mejoramiento respecto a la década anterior<sup>14</sup>. Este mejoramiento es particularmente notorio en términos de la inflación. También ha habido un repunte, aunque moderado, del crecimiento per cápita de la región y un leve incremento en el volumen de las exportaciones. En cambio, la situación fiscal, que inicialmente mejoró, nuevamente se ha deteriorado en los últimos años (Cuadro 6)<sup>15</sup>.

Específicamente, América Latina revirtió la tendencia contraccionaria de los ochenta y volvió a crecer en términos per

cápita, aunque a un ritmo todavía menor a 1% en promedio, a partir de 1990. La leve desaceleración del crecimiento en el período más reciente refleja, principalmente, el efecto de la inestabilidad financiera que caracterizó a la región a finales de los noventa y comienzos de la década actual. Este resultado modesto contrasta con la baja significativa de la inflación, a niveles de un dígito en lo que va de la presente década, no obstante la sucesión de choques exógenos adversos, de naturaleza real y financiera, que golpearon a la región a partir de la segunda mitad de los noventa.

El desempeño de los países de la región arroja resultados mixtos en cuanto al comportamiento del sector externo y de las finanzas públicas. En el sector externo, los resultados son alentadores, pues se ha acelerado el crecimiento vigoroso de las exportaciones, a casi 9% en el período 1996-2003, mientras que el déficit de cuenta corriente se mantuvo en niveles bajos, menores a 3% del PIB, aunque con una leve tendencia al alza en el mismo período. En contraste, el sector fiscal se ha deteriorado en el período más reciente. Este resultado se confirma tanto por el lado del déficit fiscal —medido al tomar en cuenta sólo las cifras del Gobierno central y no de todo

---

<sup>14</sup> En este análisis se incluyen también los países del Caribe, en vista de que las cifras existentes en el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI tienen este nivel de agregación.

<sup>15</sup> Para propósitos de análisis, se considera el período 1980-2003 dividido en tres subperíodos: los años ochenta, que antecedieron a la reforma de los bancos centrales; la primera mitad de los noventa, en la que las economías de la mayoría de países de la región reformaron las leyes de sus bancos centrales; y de 1996 en adelante, una vez consolidada la reforma, período en el que los bancos centrales pudieron adquirir cada vez mayor credibilidad en el manejo monetario, condición necesaria para reducir la inflación.

**Cuadro 6**  
**América Latina: indicadores macroeconómicos básicos (\*), 1980-2003**  
 (Porcentaje)

	1980-1989	1990-1995	1996-2003
Crecimiento real PIB per cápita	(0,14)	0,89	0,85
Tasa anual de inflación (promedio del año)	149,19	227,85	9,93
Crecimiento de las exportaciones (volumen)	8,01	8,24	8,99
Balance de cuenta corriente/PIB	(2,21)	(2,20)	(2,44)
Balance fiscal/PIB	(3,79)	(0,68)	(2,63)
Deuda pública externa/PIB	46,86	38,44	40,09

(\*) Incluye los países del Caribe.  
 Fuente: Departamento del Hemisferio Occidental, Fondo Monetario Internacional.

el sector público— como también de la deuda externa, en ambos casos cuantificados en relación con el PIB. El menor peso de la deuda externa en la primera mitad de la década anterior refleja el efecto de las reestructuraciones de deuda acordadas, en ese período, por varias de las economías de la región con sus acreedores. Por cierto, el carácter agregado de las cifras presentadas en el Cuadro 6 encubre algunos casos específicos de desequilibrios macroeconómicos agravados por los efectos de crisis bancarias y de balanza de pagos, como México y Venezuela hacia mediados de los noventa, y de crisis fiscales simultáneas —además de bancarias y de balanza de pagos—, como en Argentina, Ecuador y Uruguay.

### **B. ¿Ha jugado algún papel el IBC en la reducción de la inflación en América Latina?**

A diferencia de algunas otras regiones en el mundo, en América Latina se ha analizado poco la contribución potencial del IBC a la baja de la inflación. De los trabajos realizados, el más completo es el de Jácome y Vázquez (2005). En él se concluye que existe una relación negativa entre IBC e inflación, para las economías latinoamericanas y del Caribe, tomando en cuenta los períodos anterior y posterior a la reforma en cada país, entre 1990 y 2002, y luego de controlar por otras variables macroeconómicas relevantes y por un índice amplio de reforma estructural —que excluye la reforma monetaria—<sup>16</sup>. En

<sup>16</sup> Una conclusión similar se obtiene en estudios con muestras que incluyen países desarrollados y economías en transición. En relación con los primeros, véanse, por ejemplo, los trabajos seminales de Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y Cukierman (1992) —con inclusión de países en desarrollo—, así como los más recientes de Eijffinger, Schaling y Hoerberichs (1998) y Brumm (2000). Para las economías en transición, véase, por ejemplo, Loungani y Sheets (1997) y Cukierman, Miller y Neyapti (2002).

---

esta sección se singularizan los principales aspectos de la relación entre el índice de IBC e inflación para los países de América Latina exclusivamente, sin establecer causalidad entre las dos variables<sup>17</sup>.

Como primera aproximación al análisis propuesto, inicialmente se relaciona gráficamente el índice de IBC con la inflación durante el período anterior y posterior a la reforma monetaria. Luego se relaciona el IBC con el déficit fiscal en los mismos períodos, con el objeto de responder a la pregunta de si, como consecuencia de la reforma institucional de la política monetaria –y de la consiguiente prohibición para financiar el déficit fiscal–, se generó una mayor disciplina en las finanzas públicas. El período prerreforma corresponde a los cinco años anteriores en cada país –incluido el año de su aprobación–, mientras que el período postreforma abarca los años siguientes hasta 2003<sup>18</sup>. Para cada período se calcularon los promedios para la inflación y el déficit fiscal en cada país, y se aparejaron con los índices de IBC anteriores y posteriores a la reforma.

Los resultados muestran, en primer lugar, una correlación negativa –y estadísti-

camente significativa– entre IBC e inflación, considerando el período anterior y los años subsiguientes a la reforma de la banca central (Gráfico 1). La pendiente de la curva ajustada sería mayor si se hubieran incluido los datos para Argentina, Brasil, Nicaragua y Perú en el período prerreforma en que estos países registraron varios años de hiperinflación. No existe, en cambio, correlación entre el índice de IBC y el déficit fiscal –me-

*Los resultados muestran, en primer lugar, una correlación negativa –y estadísticamente significativa– entre IBC e inflación, considerando el período anterior y los años subsiguientes a la reforma de la banca central.*

didado a través del déficit del sector público no financiero con respecto al PIB–. Por tanto, no es posible afirmar que la autonomía de los bancos centrales fue de la mano con un mayor ordenamiento de las finanzas públicas (Gráfico 2). Este último resultado se explica, en gran medida,

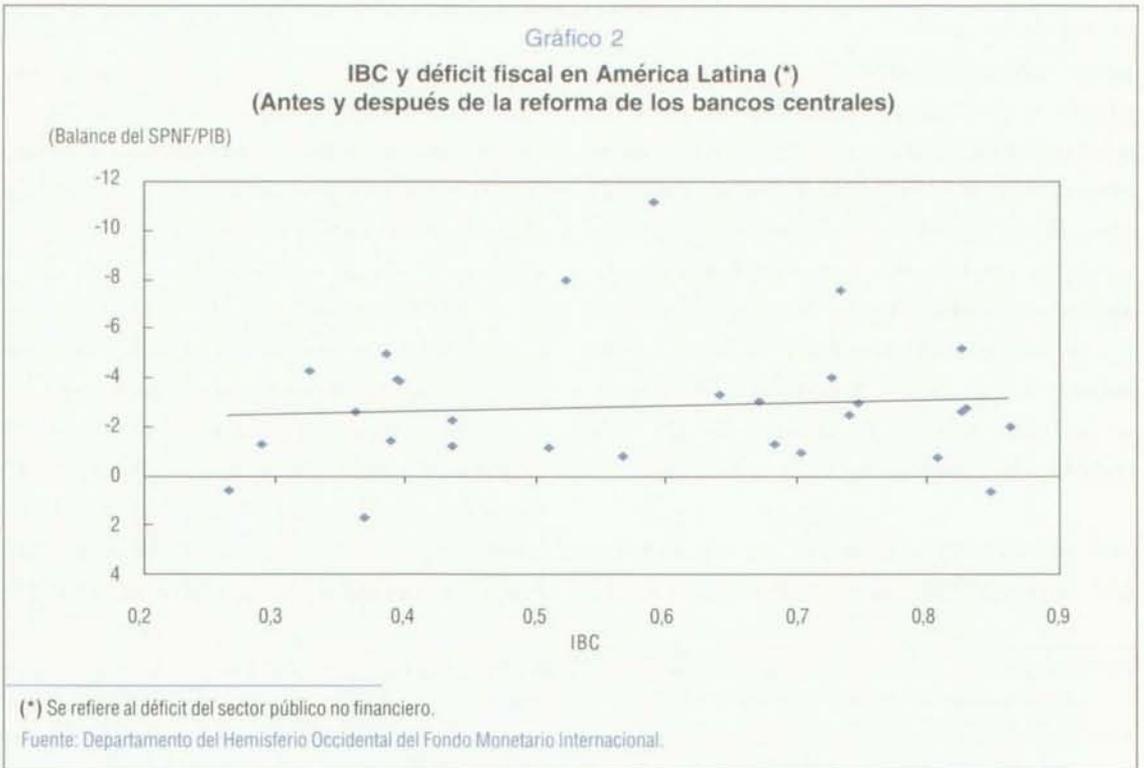
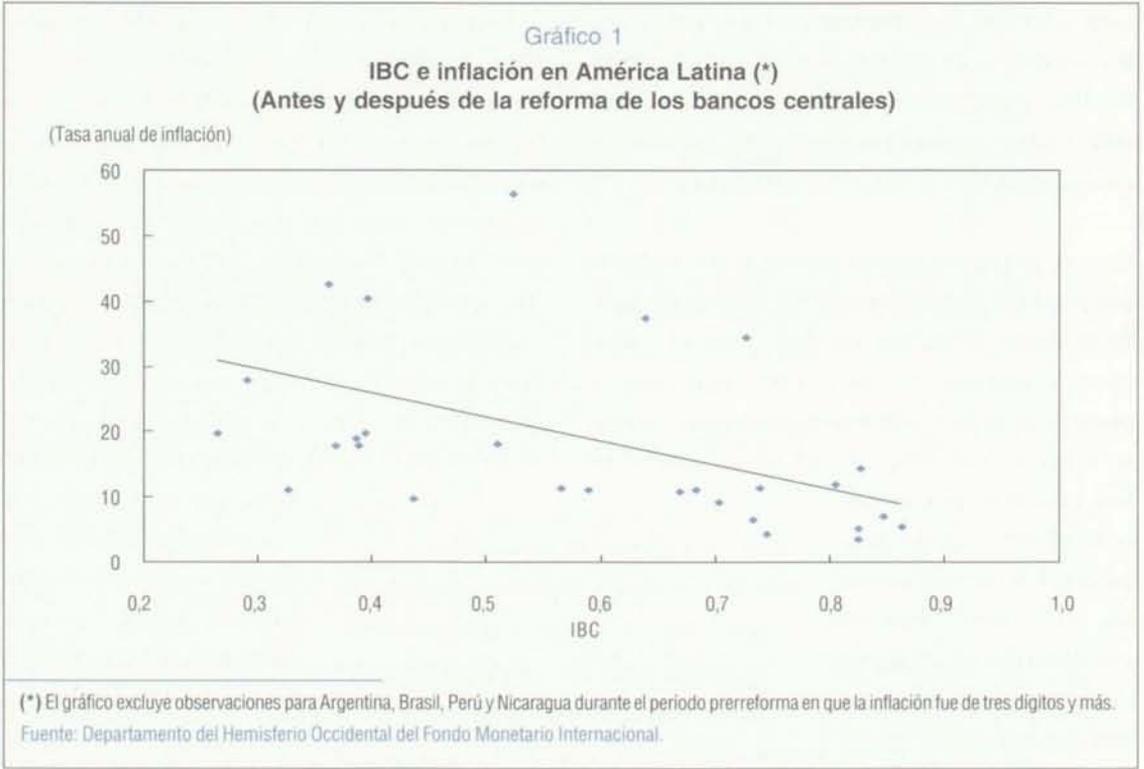
por el hecho de que el déficit fiscal en un alto número de los países ya se había reducido antes de la reforma de los bancos centrales, tal como se observa en la Sección IV de este trabajo.

La correlación negativa entre inflación y la variable IBC en América Latina se confirma desde un punto de vista estadístico. El análisis se realiza rezagando el índice de IBC, a fin de capturar el período de aprendizaje asociado al cambio estructural de la política monetaria.

---

<sup>17</sup> En el análisis no se incluyen las provisiones de la reforma monetaria realizada por Brasil en 1999, con la que se otorgó autonomía operacional al banco central, en la medida en que no implicó cambios a su ley de banco central.

<sup>18</sup> Como excepciones, el período postreforma llega en Ecuador sólo hasta 1999 y en El Salvador hasta 2000, años en que estos dos países adoptaron el dólar como moneda de curso legal.



---

Además, el rezago es importante tomando en cuenta que la baja de la inflación esperada demanda que el banco central adquiera credibilidad frente al mercado respecto a su capacidad para abatir la inflación. Por otra parte, además de la variable independiente IBC se incluyen dos variables *dummy* para controlar la posible influencia de otras variables en la inflación, y de esta manera evitar que el resultado obtenido esté afectado por un problema de variables omitidas. La primera variable busca capturar el efecto en la inflación de las crisis bancarias sistémicas ocurridas en varios países de la región, mientras que la segunda variable se refiere al régimen cambiario, medido a través de un criterio *de facto*, de acuerdo con la clasificación de los regímenes cambiarios de los países realizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>19</sup>. También se incluyeron como variables dependientes la inflación mundial y un índice de reforma estructural. Con la inclusión de la primera de estas variables –medida en términos de la inflación promedio de los países del G-7– se busca captar la influencia que la inflación externa tiene en la formación de precios en economías abiertas como las latinoamericanas, mientras que la inclusión del índice de reforma estructural –en un valor que

varía entre cero y uno en relación directa con la profundidad de las reformas– es relevante en la medida en que las reformas estructurales contribuyeron a reducir rigideces en la formación de precios<sup>20</sup>.

El Cuadro 7 muestra los resultados de las regresiones con datos de panel de 17 países de América Latina considerados en la sección anterior para el período 1990-2002, e incluye, en los casos relevantes el índice de IBC para los períodos anterior y posterior a la reforma<sup>21</sup>. Los coeficientes de las variables de control tienen el signo esperado y son estadísticamente significativos al menos al 5%. En cuanto al índice de IBC, el nivel de significancia estadística de los coeficientes de la variable IBC, al menos al 5%, ocurre para el caso de tres y cuatro períodos de rezago. Este resultado es consistente con el criterio de que el IBC contribuyó a la baja de la inflación luego de que los bancos centrales fueron ganando destreza y credibilidad en el manejo monetario. Por otro lado, los ejercicios estadísticos (no reportados) encontraron una falta de correlación entre IBC y el déficit fiscal.

La variable *dummy* de crisis bancarias introduce un valor 1 en aquellos años en

---

<sup>19</sup> En la primera variable *dummy*, las regresiones asignan un valor 1 a los años en que ocurrió una crisis bancaria de naturaleza sistémica, mientras que en la segunda variable *dummy* dicho valor se asigna a los regímenes de tipo de cambio fijo y superfluo.

<sup>20</sup> Esta variable se obtiene del índice de reforma estructural calculado para América Latina por el Banco Interamericano de Desarrollo. Dicho índice toma en cuenta las reformas en los ámbitos comercial, tributario, financiero y laboral, así como en el campo de las privatizaciones (véase Lora, 2001).

<sup>21</sup> Las especificidades metodológicas son similares a las que se discuten en Jácome y Vázquez (2005).

Cuadro 7

## Independencia legal de bancos centrales e inflación en América Latina

(Regresiones de panel con datos rezagados de IBC) (\*)

Variables explicativas:	Variable dependiente: inflación ( $\pi/(1+\pi)$ )			
	1 rezago	2 rezagos	3 rezagos	4 rezagos
<i>Dummy</i> crisis bancarias	0,041** (0,017)	0,044** (0,019)	0,041** (0,020)	0,041*** (0,021)
<i>Dummy</i> régimen cambiario	-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 reforma estructural	-0,392*** (0,117)	-0,284*** (0,109)	-0,364*** (0,089)	-0,449*** (0,083)
Índice de independencia legal de banco central (Cukierman modificado)	-0,02 (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
Rho	0,56	0,5	0,4	0,33

(\*) Una explicación del método de estimación utilizado se encuentra en Jácome y Vázquez (2005).

Errores estándar en paréntesis.

Significancia al 10%, \*\* significancia al 5%, \*\*\* significancia al 1%.

La variable *dummy* de crisis bancarias introduce un valor 1 en aquellos años en que ocurrieron crisis sistémicas y 0 en los otros años, de acuerdo con Jácome (2005). La variable *dummy* de régimen cambiario es igual a 1 en períodos de tasa fija y 0 en todos los otros casos, de acuerdo con la información del *Annual Report on Exchange Arrangements* elaborado por el FMI. La inflación mundial corresponde al promedio de la inflación en países industrializados. El índice de reforma estructural varía en un intervalo [0, 1], de forma que los valores más altos representan grados más profundos de implementación de reformas estructurales (véase Lora (2001)).

que ocurrieron crisis sistémicas y 0 en los otros años, de acuerdo con Jácome (2005). La variable *dummy* de régimen cambiario es igual a 1 en períodos de tasa fija y 0 en todos los otros casos, de acuerdo con la información del *Annual Report on Exchange Arrangements* elaborado por el FMI. La inflación mundial corresponde al promedio de la inflación en países industrializados. El índice de reforma estructural varía en un intervalo [0, 1], de forma que los valores más altos representan grados más profundos

de implementación de reformas estructurales (Véase Lora (2001)).

### III. CAMBIOS EN EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA E INNOVACIONES EN EL MARCO OPERACIONAL, ASOCIADOS CON LA REFORMA INSTITUCIONAL

La reforma de la legislación de los bancos centrales en América Latina trajo aparejado un cambio en el régimen de política y

---

en el marco operacional, particularmente en los países emergentes de la región. Luego de que inicialmente la mayoría de países utilizaron la tasa de cambio como ancla nominal, los bancos centrales migraron de manera progresiva hacia una flexibilidad cambiaria. Sin embargo, en vez de adoptar alternativamente una ancla monetaria, varios bancos centrales implantaron regímenes de metas de inflación (*inflation targeting*, IT) con el objeto de contar con un esquema coherente de política monetaria que permitiera anclar en forma efectiva las expectativas inflacionarias. Concomitantemente, los países de la región modernizaron el marco operacional de la política monetaria, particularmente aquellos que implantaron regímenes de IT.

#### **A. Cambios en el régimen de política monetaria**

A lo largo de los años noventa, un número creciente de países de América Latina modificó su régimen de política monetaria. A comienzos de la década, y con una inflación de tres dígitos en promedio, la mayoría de países había optado por estrategias de estabilización basadas

en un ancla nominal del tipo de cambio, generalmente con base en regímenes de bandas cambiarias, con el apoyo de flujos de capital hacia la región. De acuerdo con la clasificación del Cuadro 8, en 1990 siete de 18 países de América Latina tenían un tipo de cambio flexible, mientras que en 1995 el número era de

cinco. Los países restantes tenían una tasa fija o *superfija*, o de manera dominante un régimen intermedio (típicamente tasas reptantes o bandas cambiarias horizontales o reptantes), cuyas características en términos de expectativas eran equivalentes a mantener una tasa fija. De esta manera, y en medio de una elevada movilidad de capitales, la mayoría de bancos centrales de la región renunció, al menos en parte, a su capacidad de hacer política monetaria. Sin

embargo, esta situación fue cambiando, y en la actualidad, 10 países han optado por un régimen cambiario flexible, y sólo un pequeño número ha conservado el tipo de cambio como ancla nominal de la economía. También aumentó a tres el número de países formalmente dolarizados, con lo que se verifica la tendencia bipolar en la elección del régimen cambiario (Fischer, 2001).

*Luego de que inicialmente la mayoría de países utilizaron la tasa de cambio como ancla nominal, los bancos centrales migraron de manera progresiva hacia una flexibilidad cambiaria. Sin embargo, en vez de adoptar alternativamente una ancla monetaria, varios bancos centrales implantaron regímenes de metas de inflación (inflation targeting, IT) con el objeto de contar con un esquema coherente de política monetaria que permitiera anclar en forma efectiva las expectativas inflacionarias.*

**Cuadro 8**  
**Regímenes cambiarios en América Latina**  
*(Clasificación de facto)*

Tipo de cambio fijo o superfljo 1/		Regímenes intermedios 2/	Tipos de cambio flotantes 3/
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, Uruguay.	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.

1/ Incluye regímenes de dolarización formal, unión monetaria, caja de conversión, y tipos de cambio fijo pegados a una moneda o a una canasta de monedas.  
2/ Incluye regímenes con banda horizontal, con tasa reptante (*forward looking* y *backward looking*), y con bandas inclinadas (*forward looking* y *backward looking*).  
3/ Incluye regímenes de flotación administrada e independiente.  
Fuente: Bubula y Otker-Robe (2002) y *Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Fondo Monetario Internacional (2003).

Lamentablemente, el tránsito hacia la flexibilidad cambiaria fue en ocasiones traumático, en medio de crisis financieras que hicieron insostenible el régimen intermedio (Brasil, Ecuador, México, Uruguay y Venezuela son algunos ejemplos) y provocaron depreciaciones cambiarias rápidas y elevadas. Contrariamente, países como Chile y Colombia lograron llevar adelante una transición ordenada –no obstante las dificultades de carácter financiero que sufrió este último país–.

Con el cambio hacia un régimen flexible, varios bancos centrales implantaron gradualmente esquemas de IT desde finales de los noventa (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú) en sustitución del régimen de metas cambiarias y monetarias ampliamente utilizado hasta ese momento. El cambio de política fue producto del

reconocimiento de algunos bancos centrales de sus limitaciones para hacer un manejo monetario creíble basado en el control de una variable monetaria como meta intermedia de política. Dichas limitaciones estaban asociadas a la dificultad de predecir una trayectoria –particularmente en el corto plazo– de los agregados monetarios, dada la inestabilidad de la demanda de dinero y la volatilidad del multiplicador del dinero.

La adopción de esquemas de IT implicó la adopción de un marco alternativo de política monetaria y no simplemente el anuncio de metas de inflación multi-  
anuales. Basados en la amplia independencia recientemente otorgada, y en la definición de un objetivo claro de política, estos bancos centrales adoptaron una regla de política monetaria claramente

revelada al mercado a fin de guiar de mejor manera la generación de expectativas acerca del comportamiento y de la reacción de política del banco central, principalmente ante potenciales presiones inflacionarias. Además, implantaron mecanismos transparentes de toma de decisiones y exigentes prácticas de rendición de cuentas. Como componente fundamental del nuevo régimen monetario, estos bancos centrales desarrollaron cada vez mejores modelos de pronósticos de inflación a fin de anticipar con más certeza los desarrollos futuros de esta y de sustentar en forma más rigurosa las metas de política anunciadas al mercado.

## B. El nuevo marco operacional

El cambio hacia regímenes flexibles, en particular en aquellos países que adoptaron esquemas de IT, fue aparejado con una modernización del marco operacional de la política monetaria. Esta modernización implicó la creación de un esquema operacional basado en el manejo de la liquidez bancaria, el uso

de la tasa de interés de corto plazo, como principal instrumento de transmisión de la política monetaria, y el establecimiento de reglas de política transparentes para enviar señales consistentes al mercado sobre la dirección de la política monetaria (Cuadro 9)<sup>22</sup>. Estos cambios buscaron aumentar la efectividad de la política monetaria al facilitar que las expectativas del mercado converjan hacia las metas de inflación definidas por el banco central.

El eje del nuevo marco operacional de la política monetaria fue el manejo diario de la liquidez bancaria y la definición de una variable operacional de muy corto plazo, referida, generalmente, a la tasa de interés *overnight*. De esta manera, los bancos centrales pasaron a tener influencia en la tasa interbancaria *overnight* mediante la realización de operaciones de reporto (*repo* y *reverse repo*), con el

fin de que la tasa de interés interbancaria evolucione alrededor de la variable operacional. A su vez, el manejo de la tasa *overnight* en el mercado interbancario permitió a los bancos centrales influir en

*La adopción de esquemas de IT implicó la adopción de un marco alternativo de política monetaria y no simplemente el anuncio de metas de inflación multianuales. Basados en la amplia independencia otorgada recientemente y en la definición de un objetivo claro de política, estos bancos centrales adoptaron una regla de política monetaria revelada al mercado con toda claridad, a fin de guiar de mejor manera la generación de expectativas acerca del comportamiento y reacción de política del banco central, principalmente ante presiones inflacionarias potenciales.*

<sup>22</sup> Una revisión de las prácticas operacionales de la política monetaria en los países emergentes se encuentra en Van't Dack (1999)

**Cuadro 9**  
**Características principales del marco operacional de la política monetaria**  
(Países con tasa de cambio flexible)

	Variable operacional	Proyección de liquidez	Corredor de tasas interbancarias	Tasa señal explícita (precio o cantidad)
Argentina	Base monetaria	Diaria	No	Ninguna
Brasil	Tasa de interés 1 día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Chile	Tasa de interés 1 día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Colombia	Tasa de interés 1 día	Diaria	Sí	Tasa de interés
Guatemala	Tasa de interés 7 días	Semanal	No	Ninguna
México	Liquidez bancaria	Diaria	No	Liquidez
Paraguay	Activos internos netos (*)	No	No	Ninguna
Perú	Tasa de interés 1 día	Diaria	Sí	Tasa de interés
República Dominicana	Activos internos netos (*)	Semanal	Sí	Ninguna
Uruguay	Base monetaria promedio - mes	Diaria	No	Base monetaria

(\*) Variable de facto en el marco del programa económico negociado por estos países con el FMI. En rigor, esta es más una variable intermedia –en los términos de la programación financiera tradicional– que una variable operacional.

el comportamiento de las tasas de interés a plazos mayores, incluidas las tasas que cobran los intermediarios financieros en sus operaciones, para incidir así en la evolución del sector real de la economía<sup>23</sup>. Con el fin de atenuar la volatilidad que pueda presentarse en la tasa de interés interbancaria, la mayoría de los bancos centrales que han adoptado esquemas de IT han establecido un corredor de tasas de interés. El piso de este corredor corresponde, generalmente, a la tasa que paga el banco central a aquellos intermediarios financieros que no quieren o no pueden colocar sus excedentes de liquidez en el mercado interbancario al final del día. Mientras tanto, el techo del corredor suele ser la tasa que cobra el banco central a los intermediarios financieros que se

quedaron con faltantes de liquidez en el mercado interbancario.

Además, estos bancos centrales utilizan una tasa de corto plazo mediante la cual señalizan cambios en la dirección de la política monetaria vigente. De esta manera, ante presiones inflacionarias, los bancos centrales incrementan dicha tasa, y viceversa. Estas decisiones son tomadas por los comités rectores de la política monetaria en fechas conocidas con anticipación por el mercado, y su contenido se disemina ampliamente en forma razonada. Si bien los bancos centrales utilizan mayoritariamente una tasa de interés de muy corto plazo como señal (la tasa *Selic* en Brasil, por ejemplo), también pueden emplear una variable cantidad (por

<sup>23</sup> El impacto sobre el sector real de la economía está en función directa del desarrollo del mercado financiero y, en especial, del mercado interbancario.

---

---

ejemplo el *corto* en México), la cual, al ser modificada, tiene también un impacto sobre las tasas de interés de muy corto plazo y tiende a influir sobre las expectativas de inflación del mercado.

De esta manera, en un número cada vez mayor de países de la región ha quedado atrás el manejo monetario basado, principalmente, en una programación financiera anual. Las estimaciones de la trayectoria de variables como la emisión o la base monetaria constituyen información complementaria y, por tanto, han dejado de ser el objetivo intermedio de la política monetaria para alcanzar la meta de la estabilidad de precios.

#### **IV. LOS DESAFÍOS DE LA BANCA CENTRAL EN AMÉRICA LATINA**

No obstante los logros anotados, los bancos centrales de América Latina enfrentan todavía desafíos importantes. Primero, la inflación en la mayoría de países tiene aún que converger a la inflación internacional –medida a través de la inflación en los países industrializados–. Segundo, a pesar de la baja significativa de la inflación, en varios países se requiere restablecer la confianza de los mercados en la moneda nacional como activo de valor en el tiempo. Tercero, los bancos centrales de la región deben convivir con la afluencia de capitales desde el exterior, y no incurrir en intervenciones masivas en el mercado de

cambios, que dan señales de que su objetivo prioritario es la estabilidad cambiaria y no la lucha contra la inflación, situación que podría derivar en una pérdida de credibilidad ante el mercado. Por otro lado, el cumplimiento del objetivo de los bancos centrales enfrenta amenazas latentes que exceden, en gran parte, el ámbito de su acción, tales como las crisis bancarias recurrentes y la reaparición de crecientes déficit fiscales. Esta sección analiza estos retos y establece recomendaciones preliminares para enfrentarlos. La identificación de propuestas específicas para enfrentar estos desafíos debería formar parte de la agenda de investigaciones de los bancos centrales en América Latina, así como de los organismos internacionales relacionados con el trabajo de la banca central.

##### **A. El reto de bajar la inflación hacia el nivel de los países industrializados**

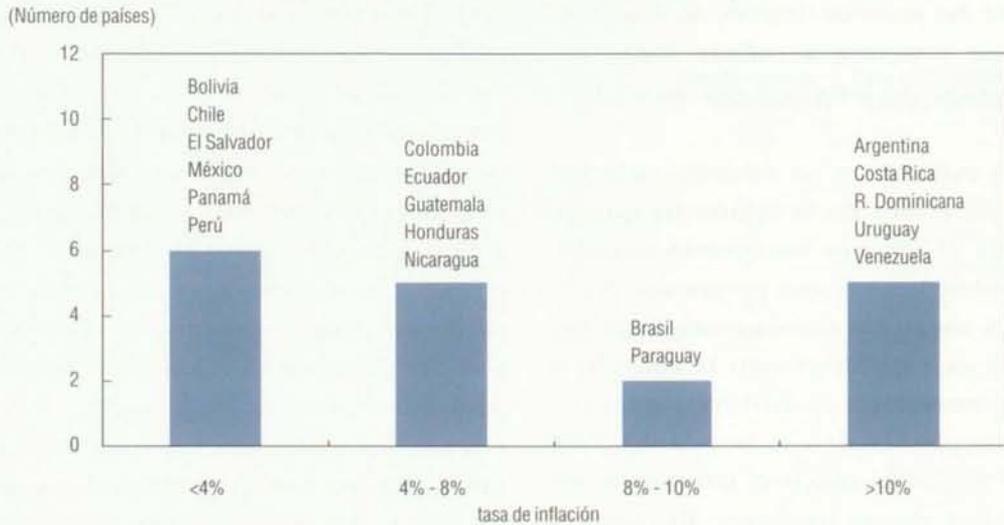
Si bien la inflación en la región ha bajado a niveles de un dígito en promedio, sólo dos países –Chile y Perú– la han llevado a tasas cercanas a las que registran las economías industrializadas –alrededor de 2%, o menos–, en el período 2002-2004. En general, sólo un tercio de los países de América Latina tuvo una inflación menor a 4% en promedio, mientras que en casi la mitad de los países –excluidos aquellos que adoptaron el dólar como moneda de curso legal– la inflación superó el 8%, en promedio, en el mismo período (Gráfico 3)<sup>24</sup>. En el

---

<sup>24</sup> Este es el nivel aproximado de inflación que la literatura empírica reciente identifica como el umbral en el que se empiezan a generar costos en términos de crecimiento económico y, por tanto, de bienestar. Véase Sarel (1996), quien ubica en 8% dicho umbral, y el trabajo más reciente de Khan y Senhadji (2000), referido sólo a países en desarrollo, que lo establece en un rango de entre 7% y 11%.

Gráfico 3

## Inflación promedio en América Latina 2002-2004



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

año 2004, si bien hay países que bajaron significativamente la inflación (Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay), también hubo otros, especialmente los centroamericanos, cuya tasa de inflación experimentó un marcado repunte.

Bajar la inflación por debajo de los niveles actuales, aunque necesaria, es una tarea cada vez más difícil ante la posibilidad de un freno potencial al crecimiento económico en el corto plazo<sup>25</sup>. En América Latina esta vinculación potencial es relevante porque la recuperación de la actividad económica es hoy una prio-

ridad de los gobiernos, luego de tres años de caída del ingreso per cápita y de tres décadas en que éste tuvo un incremento mínimo, todo lo cual tiende a poner presión sobre los bancos centrales para ejercer una conducción más laxa de la política monetaria. Frente a este panorama, la alternativa es perseverar en las políticas antiinflacionarias, minimizando al mismo tiempo la «tasa de sacrificio»<sup>26</sup>. En esta perspectiva, el fortalecimiento de la credibilidad de los bancos centrales, incluyendo una mayor transparencia en la ejecución de la política monetaria, es un ingrediente importante para atenuar

<sup>25</sup> Durante los últimos diez años se ha dado un interés creciente en evaluar los posibles efectos sobre el crecimiento económico derivados de los procesos de desinflación, en particular, a partir del otorgamiento de independencia a los bancos centrales. Por ejemplo, Fischer (1995), Fischer (1996) y Gartner (1997) encuentran evidencia para países industrializados de que existe una correlación positiva entre independencia del banco central y la «tasa de sacrificio» en esos países. Más aún, Andersen y Wascher (1999) observan que este *trade-off* entre inflación y crecimiento –también en países industrializados– se agudiza por debajo de niveles de inflación de 8% anual.

<sup>26</sup> Costo en producción asociado con la baja de la inflación.

---

---

los costos de los procesos de desinflación. De esta manera, los mercados enfrentarían una menor incertidumbre que se reflejaría en menores tasas de interés. Además, mejoraría la transmisión de la política monetaria al sector real, es decir, el impacto de las decisiones del banco central en la demanda agregada y en la formación de precios.

Por ahora, varios países de América Latina han puesto énfasis en el mejoramiento de las señales sobre la dirección de la política monetaria, en especial aquellos que han implementado esquemas de IT. Sin embargo, aún es pronto para establecer con fundamento una opinión concluyente acerca del posible impacto de esta mayor transparencia sobre una posible baja de la inflación y sobre el crecimiento económico<sup>27</sup>.

Por otro lado, tal como se anotó en la sección II, todavía hay espacio para mejorar la transparencia de la política monetaria en algunos países de la región. En forma agregada, y en una perspectiva internacional, los países de América

*El fortalecimiento de la credibilidad de los bancos centrales, incluida una mayor transparencia en la ejecución de la política monetaria, es un ingrediente importante para atenuar los costos de los procesos de desinflación. De esta manera, los mercados enfrentarían una menor incertidumbre que se reflejaría en menores tasas de interés.*

Latina tienen una política monetaria menos transparente que Europa, Asia, y que Medio Oriente y Asia Central<sup>28</sup>. El Gráfico 4 ilustra estas diferencias, medidas a través de la observancia por regiones de los criterios incluidos en el Código de buenas prácticas para la transparencia de las políticas monetaria y financiera aprobada por la comunidad internacional en 1999. El porcentaje de observancia –total y ampliamente– de estos criterios no llega a 80% en América Latina, mientras

que en Europa y Asia, por ejemplo, dicho porcentaje es alrededor de 90%<sup>29</sup>.

No obstante, además de lo que los bancos centrales puedan hacer en términos de su política, es necesario que cuenten con respaldo a su institucionalidad por parte de la sociedad y sus gobiernos. Por ahora, el récord de inestabili-

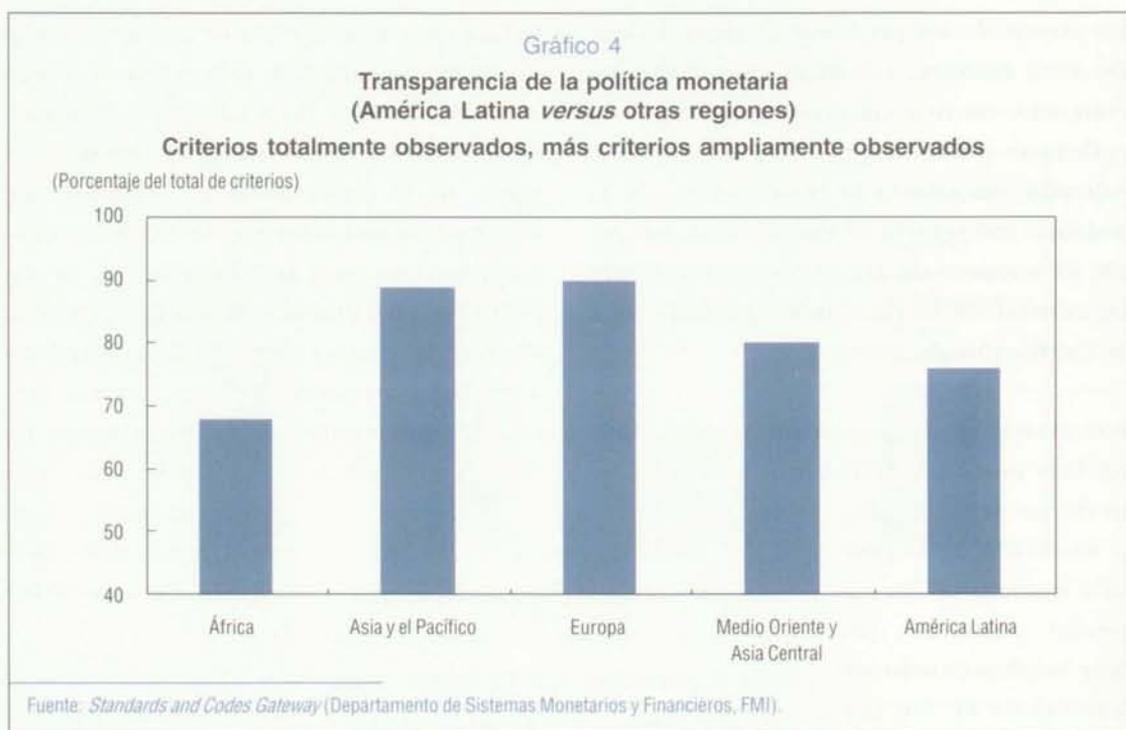
dad de los gobernadores de bancos centrales hace pensar que –más allá de lo que está consagrado en la ley– ellos siguen siendo vulnerables a los vaivenes de la política. Usando la tasa de rotación de gobernadores de bancos centrales

---

<sup>27</sup> La vinculación entre mayor transparencia y menor tasa de sacrificio empieza a ser un tema de interés entre académicos y quienes toman decisiones de política. Por ejemplo, Chortareas *et al.*, (2002) encuentran evidencia empírica en este sentido para los países de la OCDE.

<sup>28</sup> La muestra de países de América Latina no es total, pues no incluye a Argentina, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

<sup>29</sup> El Código de buenas prácticas para la transparencia de las políticas monetaria y financiera establece cuatro categorías de cumplimiento (observado, ampliamente observado, parcialmente observado y no observado).



como una variable aproximada de la independencia efectiva del banco central, se encuentra que, hasta 2003, esta tasa alcanza, en promedio, a 0,4 aproximadamente<sup>30</sup>. Vale decir, un gobernador del banco central en América Latina permanece en el cargo, en promedio, alrededor de dos años y medio menos que el período para el que fue nombrado –típicamente, entre 4 y 6 años<sup>31</sup>. Según este indicador, Bolivia, Colombia y México son los países en donde los bancos centrales estarían funcionando más autónomamente (Gráfico 5)<sup>32</sup>.

El cálculo para Ecuador corresponde al período 1992-1999, y para El Salvador 1991-2000, antes de la adopción del dólar como moneda en estos países. Para Brasil, República Dominicana y Guatemala, se consideró la totalidad del período 1990-2003.

## B. El restablecimiento de la confianza en la moneda

Un segundo desafío, particularmente importante, es la necesidad de restablecer la confianza de los mercados en las

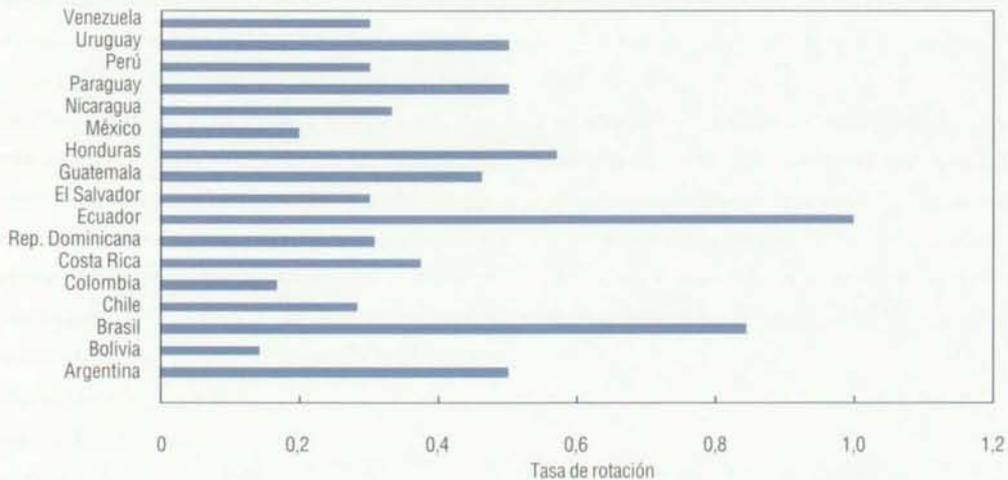
<sup>30</sup> La tasa de rotación de gobernadores se obtuvo al dividir el número de gobernadores de bancos centrales por el número de años a partir de la reforma de la ley del banco central en cada país hasta 2003.

<sup>31</sup> A modo de comparación, en Estados Unidos el actual gobernador de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal está en esa posición desde 1987. En el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra los últimos gobernadores han estado en funciones el tiempo para el que fueron nombrados (7 y 10 años, respectivamente).

<sup>32</sup> El cálculo para Ecuador corresponde al período 1992-1999, y para El Salvador 1991-2000, antes de la adopción del dólar como moneda en estos países. Para Brasil, República Dominicana y Guatemala, se consideró la totalidad del período 1990-2003.

Gráfico 5  
Rotación gobernadores de bancos centrales

(Número de países)



Fuente: Sitios de internet de los bancos centrales.

monedas nacionales. Esta distorsión es un legado de los años de elevada inflación en varios países de la región, que hace del restablecimiento de la confianza en las monedas nacionales –especialmente como depósito de valor en el tiempo– el reto estructural más difícil para aquellos países de América Latina que desean tener su propia moneda. Para analizar este tema, conviene dividir en dos el grupo de bancos centrales afectados por este problema. Aquellos que decidieron sacrificar su «independencia» monetaria, al atarse en mayor o menor medida al dólar con el fin de reducir la inflación, y aquellos que no la han recuperado *de facto* como secuela de períodos pasados de alta inflación y/o inestabilidad financiera<sup>33</sup>.

### 1. El caso de países que ataron su moneda al dólar

En este primer grupo están principalmente algunos países centroamericanos. Al tratarse de economías muy abiertas y vinculadas comercialmente con los Estados Unidos, estos países adquirieron paulatinamente el dólar como medio de pago, mientras que, al estar la formación de precios en la economía influenciada en gran medida por las variaciones en la tasa de cambio, los bancos centrales optaron por utilizar este precio como ancla nominal para guiar las expectativas de inflación. En este entorno, la dolarización de los pasivos fue aumentando y convirtiéndose en una amenaza, al punto que una depreciación real podría

<sup>33</sup> Por cierto, también hay países como Chile, Colombia y México que cuentan con autonomía monetaria.

---

---

afectar negativamente y de forma inmediata las obligaciones financieras de las personas, las empresas y el Gobierno y, con ello, amenazar la estabilidad del sistema financiero. Frente a estos costos potenciales, algunos bancos centrales han preferido mantener estable la trayectoria del tipo de cambio, debido al llamado «miedo a flotar» (*fear of floating*)<sup>34</sup>. El sostenimiento de este régimen de política ha sido posible en algunos casos por una política fiscal prudente y, en general, por los crecientes ingresos de capital desde el exterior.

Sin duda, el uso del ancla cambiaria en estos países favoreció la baja de la inflación; pero también es cierto que generó costos.

Por un lado, la falta de un mecanismo de salida hacia una mayor flexibilidad cambiaria, que sea rápido y de bajo costo macroeconómico, en caso de, por ejemplo, una aguda turbulencia financiera, constituye un factor de vulnerabilidad para estas economías. Por otro lado, al no ser necesario contar con una política monetaria efectiva, el fortalecimiento institucional de los bancos centrales y la adquisición de credibilidad se han mantenido relegados a un lugar secundario. Operacionalmente, el uso de un ancla cambiaria en el proceso de desinflación ha llevado a que se posterguen el aprendizaje y el desarrollo de destrezas para la conducción de la política monetaria.

*Sin duda, el uso del ancla cambiaria en estos países favoreció la baja de la inflación; pero también es cierto que generó costos.*

Hacia adelante, los bancos centrales de este grupo de países deben evaluar la conveniencia de mantenerse dentro del régimen monetario actual. Esto implica poner sobre la balanza los beneficios de continuar con el ancla cambiaria –una vez que casi todos estos países han logrado bajar la inflación a tasas de un dígito pero sin reducirla aún a la tasa internacional– frente a los costos potenciales que dicho régimen trae aparejado, particularmente frente a los efectos de posibles choques exógenos desfavorables.

Si la decisión es mantener el régimen vigente, al menos en teoría, los bancos centrales requerirían mantener un nivel de reservas internacionales más elevado que en

un régimen de flexibilidad, a fin de asegurar al mercado la estabilidad del tipo de cambio, el mismo que no puede ser utilizado como amortiguador frente a los efectos de los choques exógenos o inducidos por políticas internas. Además, si bien la disciplina fiscal y la solidez del sistema financiero son condiciones necesarias para el buen funcionamiento de cualquier régimen monetario, contar con ellas es especialmente relevante en regímenes de tipo de cambio fijo o cuasifijo, debido al efecto macroeconómico devastador que provoca una salida desordenada de este régimen cambiario. Esta es la lección que han dejado varios episodios de colapso de dichos regímenes

---

<sup>34</sup> Véase Calvo y Reinhart (2002).

---

cambiarlos en medio de crisis fiscales o financieras, cuyos costos macroeconómicos han demostrado ser muy altos (Argentina, Brasil, Ecuador y México son algunos ejemplos en la región).

Alternativamente, en caso de que se decidiera un cambio de régimen hacia un esquema de flexibilidad cambiaria, la transición debería ser gradual, dando tiempo para que los bancos centrales aprendan la conducción de la política monetaria y mejoren su entendimiento acerca de la transmisión de esta política sobre el sector real de la economía. Simultáneamente, estos bancos centrales tendrían que invertir en adquirir credibilidad respecto a su habilidad para observar sus metas monetarias y reducir la inflación, objetivo que solamente se consigue a través del tiempo.

La posibilidad de que estos bancos centrales deseen transitar hacia la flexibilización cambiaria plantea la pregunta de si, en vez de pasar hacia un régimen de ancla monetaria, deberían adoptar un esquema de IT. Esta pregunta no tiene una respuesta de consenso. Hay quienes opinan que los prerrequisitos son deseables pero no necesarios, pues la adopción de regímenes de IT genera un proceso endógeno de aprendizaje en el tiempo (véase, por ejemplo, Truman, 2003). En nuestra opinión, antes de comprometerse públicamente con un esquema de IT, los bancos centrales deben crear las

condiciones fundamentales para su funcionamiento adecuado, a fin de minimizar el riesgo de un mal inicio que merme la credibilidad del nascente régimen monetario. Estas condiciones deben incluir al menos las siguientes: i) contar con un marco legal adecuado que establezca la lucha contra la inflación como objetivo prioritario del banco central, que le otorgue a este autonomía política y operacional, y que le establezca rigurosos mecanismos de rendición de cuentas y transparencia; ii) suprimir –para efectos prácticos– otras metas de política, explícitas o implícitas, incluida la tasa de cambio; iii) eliminar, si es que existe, dominancia fiscal; y iv) fortalecer el sistema financiero<sup>35</sup>. Obviamente, se da por descontado que la institucionalidad del banco central debe ser efectivamente respetada.

En el extremo, están los países que irreversiblemente abandonaron su moneda y, por tanto, su derecho a hacer política monetaria. Al respecto, un tema no resuelto en la práctica es la definición de si debe existir o no banco central, y cuál debería ser su rol, en aquellos países que adoptaron formalmente el dólar como moneda de curso legal. Por ahora, ni Ecuador ni El Salvador han abordado este tema formalmente y, por consiguiente, sus bancos centrales siguen existiendo, realizando tareas secundarias en comparación con las funciones básicas de emisión de dinero, y de política monetaria y

---

<sup>35</sup> Una discusión detenida sobre el establecimiento de los fundamentos necesarios en respaldo de un régimen de IT se encuentra en Carare, *et al.* (2002).

---

cambiaría<sup>36</sup>. No obstante, su funcionamiento genera costos que deben ser financiados por la sociedad, situación que demanda la toma de una decisión respecto a su existencia o desaparición. Una alternativa al statu quo y a la desaparición de los bancos centrales en estas economías es que estas instituciones adquieran –por fusión o por absorción– como cometido fundamental la supervisión financiera y, eventualmente, continúen con otras tareas secundarias como las que ahora desarrollan. De esta manera, se preservaría la inversión realizada a lo largo de varios años en fortalecer estas instituciones.

## **2. El caso de países con un legado de períodos de inflación anteriores**

De la historia inflacionaria en América Latina quedan rezagos que aún no han sido superados. Los bancos centrales de varios países han sido capaces de reducir la inflación, pero no de restablecer plenamente la confianza en la moneda nacional. A pesar de que algunos países bajaron la inflación, incluso al nivel de la

*De la historia inflacionaria en América Latina quedan rezagos que aún no han sido superados. Los bancos centrales de varios países han sido capaces de reducir la inflación, pero no de restablecer plenamente la confianza en la moneda nacional.*

inflación mundial, los mercados conservan el recuerdo de los años de inestabilidad macroeconómica y, por tanto, perduran algunas distorsiones, en particular un alto grado de dolarización financiera y el llamado *peso problem*<sup>37</sup>.

La dolarización financiera en la región alcanza niveles que, en algunos casos, bordea y hasta supera el 90% –como en Bolivia–. Luego de varios años de alta inflación, persiste la desconfianza de los mercados en la moneda doméstica, sobre todo en cuanto a su rol como depósito de valor de largo plazo. Esta desconfianza ha conducido a una creciente dolarización en el sistema financiero, especialmente a

partir de los años noventa, no obstante que paralelamente hubo una caída de la tasa de inflación, o que ésta ya se había reducido al empezar dicha década (Gráfico 6)<sup>38</sup>. Como consecuencia del alto grado de dolarización, los bancos centrales no han vencido por completo el temor a la flotación de la tasa de cambio. De esta manera, se ha generado un círculo vicioso, en el que la falta de

---

<sup>36</sup> Las tareas que realizan los bancos centrales en Ecuador y El Salvador son las siguientes: ser banco del Estado, regular y coordinar el sistema de pagos, invertir la reserva monetaria de libre disponibilidad, realizar estudios macroeconómicos, y recuperar la cartera entregada en garantía de los préstamos otorgados durante episodios previos de crisis bancarias.

<sup>37</sup> En este documento no se exponen los costos ni los beneficios de tener un sistema financiero altamente dolarizado. Para ello, véase De Nicolás, *et al.* (2003).

<sup>38</sup> La caída de depósitos en moneda extranjera en Argentina en 2003 es el resultado del control de cambios.

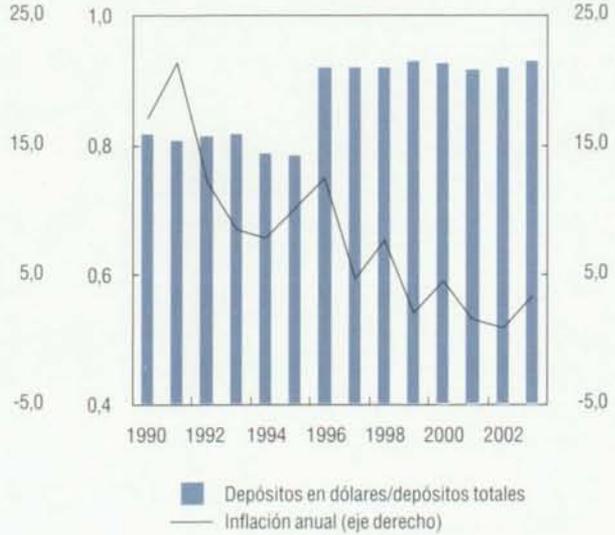
Gráfico 6

Inflación y dolarización financiera en América Latina

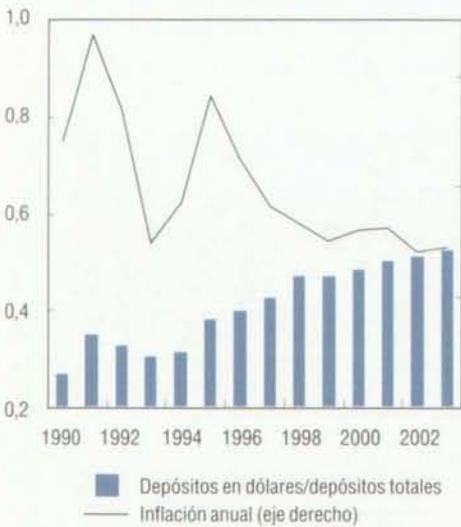
Argentina



Bolivia



Costa Rica



Honduras



Fuente: De Nicoló *et al.* (2003) y Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

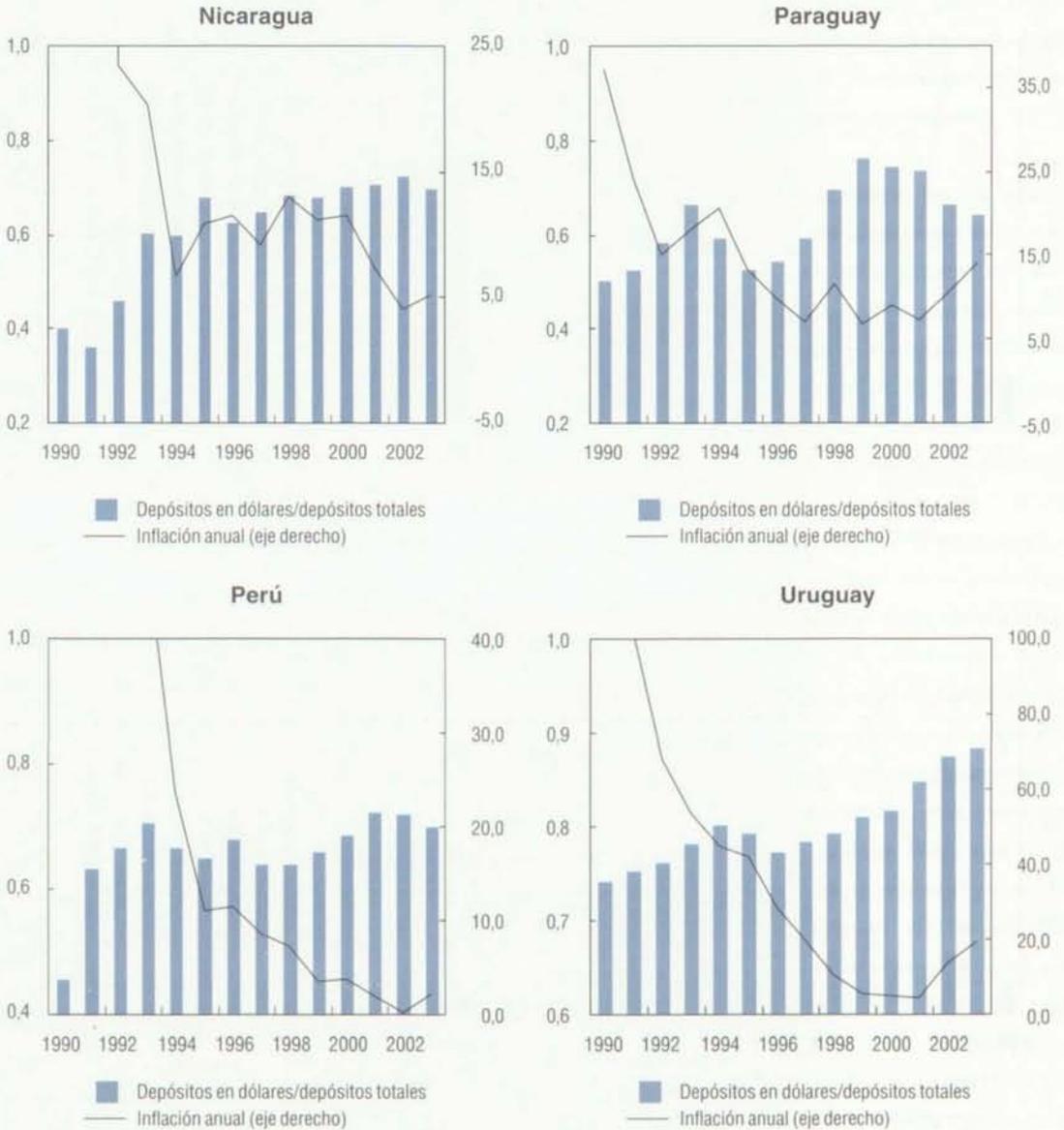
flexibilidad cambiaria conduce a la toma de riesgos en divisas por parte de los agentes económicos y, por tanto, a un fortalecimiento de la dolarización y, esto, a su vez, agudiza el temor de los bancos cen-

trales a la flotación y estimula aún más la inflexibilidad cambiaria.

A su vez, el *peso problem* se manifiesta típicamente a través de tasas de interés

Gráfico 6 (continuación)

Inflación y dolarización financiera en América Latina



Fuente: De Nicoló et. al. (2003) y Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

reales altas en moneda nacional, como reflejo de una percepción del mercado de que existe un riesgo de devaluación brusca, aunque sea con una mínima probabilidad. En rigor, esta tasa de interés

real alta también capta el *riesgo país* y el riesgo de crisis bancarias y, por tanto, se presenta típicamente no solo como consecuencia de períodos de alta inflación, sino, también, ante situaciones de

---

fragilidad fiscal y luego de episodios de crisis bancarias y cambiarias. La existencia de altas tasas de interés reales sigue siendo un hecho común en varios países de América Latina. El Gráfico 7 ilustra esta distorsión en algunos países de la región a través del excedente del valor de la tasa de interés real en moneda local sobre su similar en Estados Unidos. Dicha distorsión se presenta en forma particularmente aguda en Brasil.

Corregir estas distorsiones va a llevar tiempo y, además, requiere el apoyo de los gobiernos. El fortalecimiento institucional contemplado en la reforma legal de los bancos centrales ha sido un gran paso en la dirección correcta, complementado por la modernización de la formulación y ejecución de la política monetaria, así como por la construcción de capacidades institucionales. No obstante, los bancos centrales deben perseverar en la consolidación de su reputación sobre la base del cumplimiento sistemático de los objetivos de inflación trazados, el mantenimiento de su autonomía operacional dentro de horizontes de decisión de largo plazo, la rendición de cuentas rigurosamente ante la sociedad y la comunicación transparente con los mercados.

Complementariamente, el fortalecimiento de medidas prudenciales sobre las instituciones financieras que operan en divisas es un elemento crucial para res-

tablecer una política monetaria independiente, basada en la confianza en la moneda local y en la ausencia de miedo a flotar el tipo de cambio. El aumento de los requerimientos de capital a intermediarios financieros como contraparte de préstamos en dólares, o el establecimiento de primas de seguro diferenciadas –dentro de sistemas de seguros de depósitos– que penalizan la captación de pasivos en divisas, son ejemplos de incentivos de carácter prudencial que promueven la desdolarización de los sistemas financieros y, por consiguiente, de las economías. En todo caso, los esfuerzos de desdolarización deben ejecutarse, en lo posible, en un entorno de consensos nacionales sobre aspectos económicos, políticos y sociales básicos, que creen las condiciones de estabilidad y crecimiento económico de los países en el largo plazo y que, como parte de esta viabilidad económica, devuelvan la confianza al mercado en la moneda doméstica.

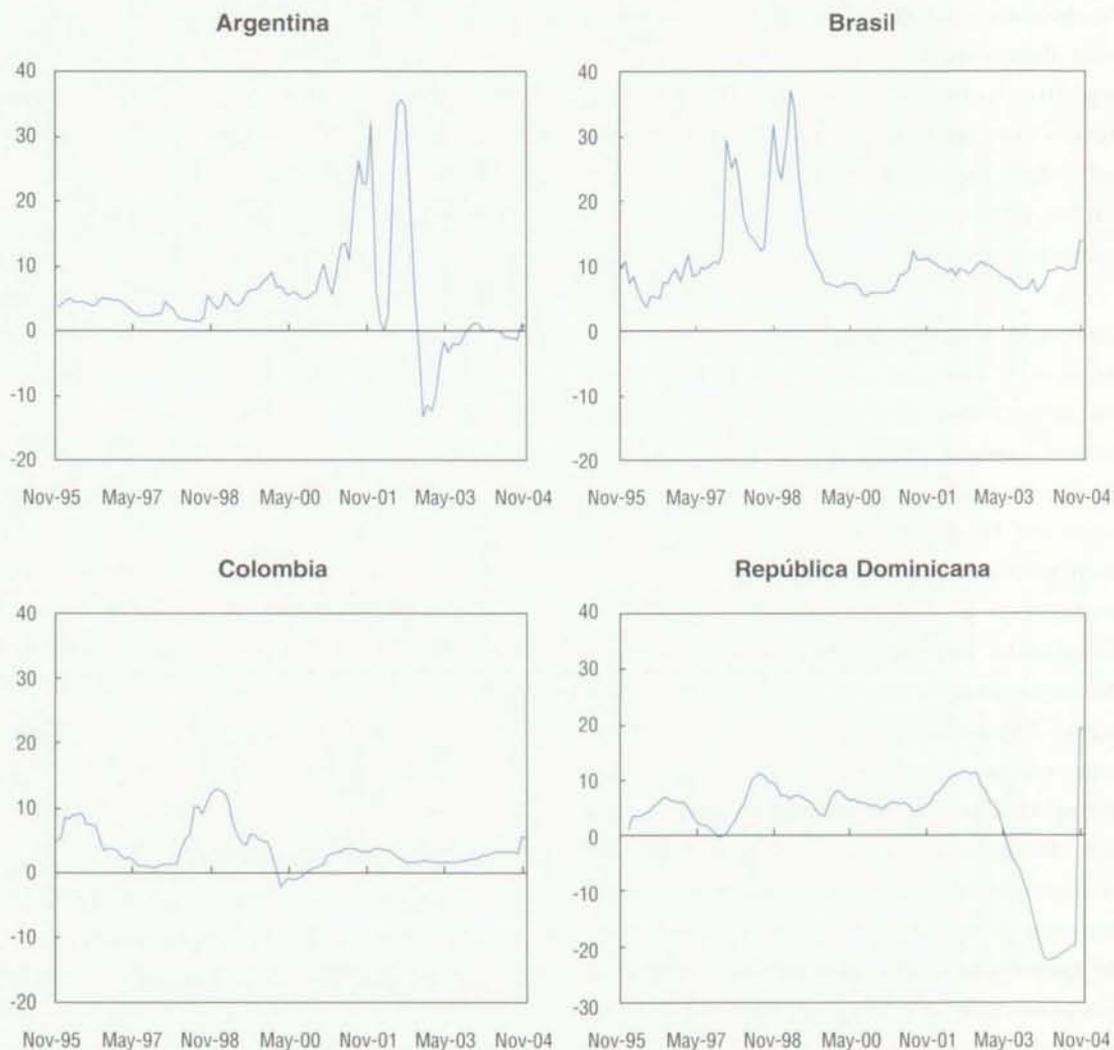
### **C. El reto de enfrentar el ingreso de flujos de capital manteniendo la consistencia de la política monetaria**

Además de contar con reputación y credibilidad, los bancos centrales deben ser predecibles como condición necesaria para tener efectividad en la conducción de la política monetaria<sup>39</sup>. Si a los mercados no les es posible anticipar y entender

---

<sup>39</sup> La diferencia entre los conceptos de reputación y credibilidad es tenue debido a que se trata de dos atributos íntimamente ligados. Una forma de distinguirlos es asociar el primero con el *stock* de éxitos en política monetaria acumulados a lo largo de los años, y entender el segundo como un flujo referido a la evaluación que sobre dicha política realiza el mercado en el período corriente (Siklos, 2002).

Gráfico 7  
**Tasa de interés real en moneda local  
 menos tasa de interés real en los Estados Unidos, 1995-2004**



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

las decisiones de política del banco central porque éstos carecen de una política consistente en el tiempo, el manejo monetario resultará menos efectivo para bajar la inflación y el sesgo infla-

cionario podría perpetuarse. En estas circunstancias, los esfuerzos dirigidos a bajar la inflación irán acompañados de tasas de interés –y, por tanto, de tasas de sacrificio– más altas que las que se

---

requerirían si es que el banco central fuera predecible y gozara de credibilidad.

A raíz de la reforma institucional en América Latina, la inconsistencia temporal de la política monetaria se redujo sustancialmente en la medida en que las intromisiones políticas en las decisiones del banco central fueron mayormente erradicadas. Sin embargo, aunque las sorpresas en la adopción de la política monetaria fueron menos frecuentes, algunas inconsistencias continuaron, esta vez como resultado de políticas que apuntaron al objetivo simultáneo de estabilidad de precios y del tipo de cambio. En estos casos, los bancos centrales dedicaron gran parte de sus energías a defender la estabilidad cambiaria, lo que, en ocasiones, devino en conflicto con el objetivo de la estabilidad de precios.

La reciente ola de ingresos de capital y la correspondiente tendencia a la apreciación real de las monedas que han experimentado los países de América Latina pone a prueba la consistencia en el tiempo de algunos bancos centrales. Estos en-

frentan el dilema de si intervenir o no en el mercado de cambios para contener la apreciación real de sus monedas<sup>40</sup>. A diferencia del pasado reciente, la apreciación real del tipo de cambio no es bienvenida. Al menos dos consideraciones explican este cambio. Primero, el atraso cambiario estuvo asociado antes a los esfuerzos de baja de la inflación —a comienzos de los noventa— cuando la inflación alcanzaba niveles de tres dígitos en algunos países de la región. Hoy, en cambio, la inflación ya no se percibe como un problema en América Latina,

razón por la cual la apreciación cambiaria sólo ocasiona costos y ningún beneficio. Y, segundo, las exportaciones latinoamericanas enfrentan la dura competencia —aquella proveniente de China, particularmente, cuya

moneda se encuentra atada al dólar norteamericano—.

En la práctica, los bancos centrales de la región han seguido una y otra estrategia para enfrentar los ingresos netos de capital en 2004 (Gráfico 8)<sup>41</sup>. La mayoría de ellos —Colombia, Guatemala y Perú, por ejemplo— han seguido el camino de

*Además de contar con reputación y credibilidad, los bancos centrales deben ser predecibles, como condición necesaria para tener efectividad en la conducción de la política monetaria.*

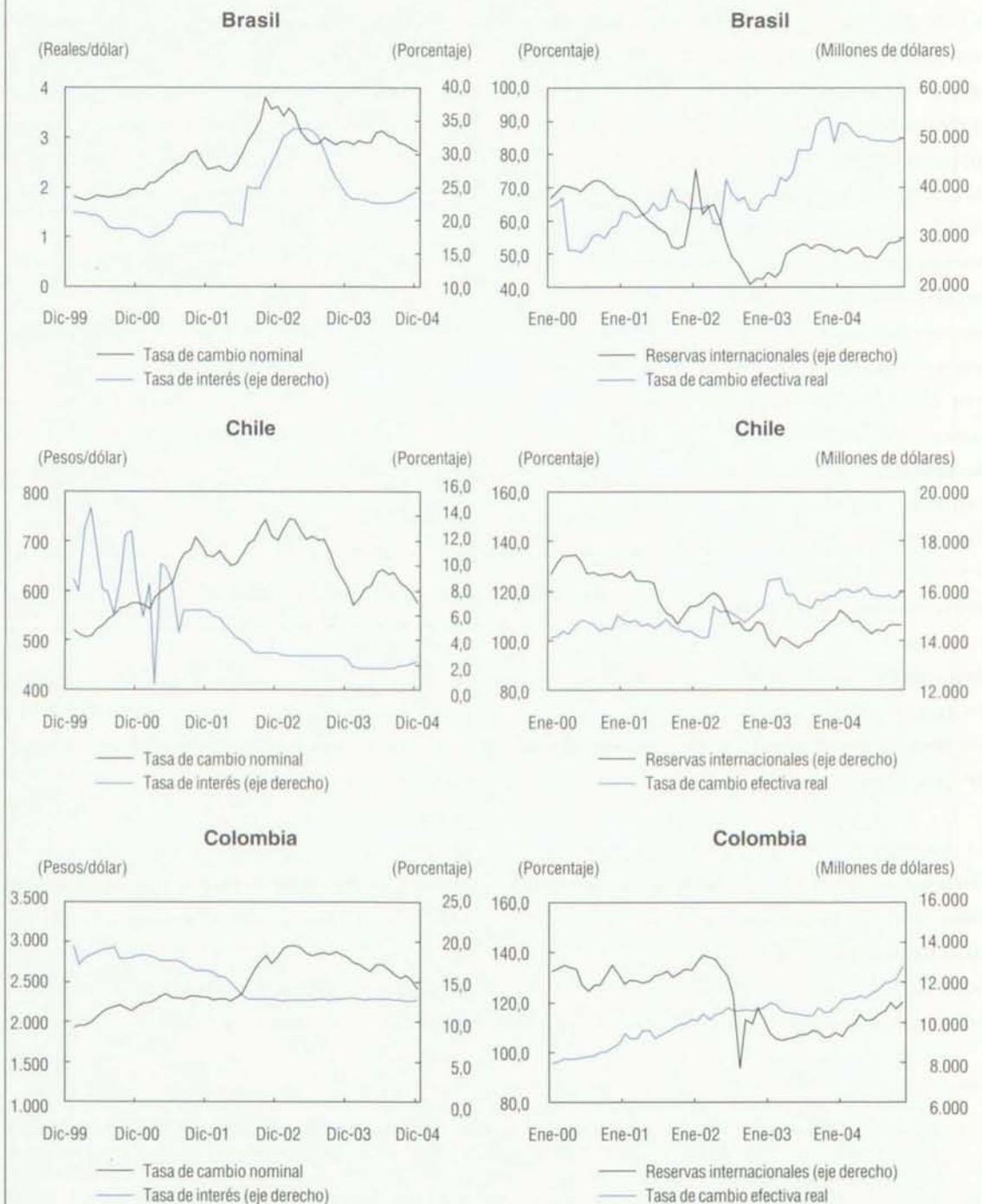
---

<sup>40</sup> El dilema se agrava ante la distorsión creada por el repunte inflacionario, originado en el aumento mundial de los precios de los productos primarios, especialmente el petróleo. El problema en este caso es que los bancos centrales buscan evitar que estas presiones inflacionarias —aunque moderadas— contaminen la negociación de contratos salariales y de otro tipo, y con ello convalidar un mayor nivel de inflación. El principal recurso con que cuentan los bancos centrales para reprimir el repunte inflacionario es subir las tasas de interés; sin embargo, dicha subida mantiene el atractivo para el ingreso de capitales, y esto, a su vez, exacerba el atraso cambiario.

<sup>41</sup> Las intervenciones se han dado a través de compras directas de divisas, así como de restricciones de la oferta de divisas a través de instrumentos financieros como operaciones *swap* y opciones.

Gráfico 8

Tipo de cambio, tasas de interés y reservas internacionales  
Países seleccionados de América Latina, 2000-2004



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfico 8 (continuación)

Tipo de cambio, tasas de interés y reservas internacionales  
Países seleccionados de América Latina, 2000-2004

Guatemala



Guatemala



México



México



Perú



Perú



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

---

---

la intervención en el mercado de cambios, mostrando que el *miedo a la flotación* se ha convertido hoy en *miedo a la apreciación*<sup>42</sup>. Como consecuencia, las reservas internacionales y la emisión de papeles de la banca central y del Gobierno han aumentado, circunstancias que, en conjunto, han llevado a un impacto negativo en los estados financieros de los bancos centrales. En cambio, en Brasil, Chile y México el banco central no intervino, o lo hizo limitadamente<sup>43</sup>.

Ninguna de las dos respuestas adoptadas por los bancos centrales ante la afluencia de capitales está libre de costos, pero, probablemente, la intervención en el mercado de cambios genera más distorsiones, sobre todo en el largo plazo. Aunque intervenir en el mercado de cambios es un hecho normal, incluso por parte de los bancos centrales que operan bajo un esquema de IT, lo que importa es la razón para dichas intervenciones. Cuando éstas son frecuentes y abundantes, es señal de que el propósito de la intervención es mantener la competitividad externa, y no simplemente el deseo de mitigar la volatilidad de la tasa de cambio –el propósito generalmente declarado–. En este caso, los bancos centrales estarían actuando con un objetivo que no está contemplado en sus cartas orgánicas, y que, además, está en contradicción con aquel de preservar la estabilidad de precios, dado que la apreciación de la tasa de cam-

bio –que de otra forma ocurriría– tendería a reducir las presiones inflacionarias.

La intervención de los bancos centrales en el mercado de cambios es también gravosa desde un punto de vista institucional. Su comportamiento revela posibles debilidades en su autonomía efectiva frente a presiones ejercidas por los agentes económicos que pierden con la apreciación real. En el caso específico de bancos centrales que operan en regímenes de IT, este cambio en el énfasis de la política monetaria podría, además, debilitar la percepción del mercado sobre la consistencia en el tiempo de sus políticas, luego de varios años de invertir en reputación y credibilidad. De esta forma, trasladar coyunturalmente el énfasis de la política del banco central hacia el objetivo de la estabilidad del tipo de cambio real rompe la consistencia de las señales al mercado y sugiere que la autoridad monetaria enfrenta un conflicto de objetivos, cuya resolución puede variar en el tiempo.

En el caso en que los bancos centrales no intervienen en el mercado de cambios, los costos se generan en la medida en que la apreciación real se materializa y la producción de los países se encarece. Sin embargo, la tendencia a la apreciación de la moneda doméstica podría atenuarse si es que los bancos centrales permiten que las tasas de interés se ajusten a la baja

---

<sup>42</sup> Por cierto, nada asegura que la apreciación real de la moneda doméstica efectivamente se pueda prevenir, pues la tasa de cambio real es en el largo plazo una variable endógena que no la controla el banco central.

<sup>43</sup> En 2005, Brasil aumentó su intervención en el mercado de cambios con el fin de atenuar la tendencia a la apreciación de su moneda y, al mismo tiempo, de apuntalar sus reservas internacionales.

---

---

hasta eliminar el diferencial con respecto a las tasas internacionales. Además, la apreciación real ayudaría a mitigar las presiones inflacionarias derivadas del choque de costos.

En todo caso, la pérdida de competitividad por razones cambiarias debería ser compensada con aumentos de productividad y no a través de la política monetaria. El impacto negativo de los ingresos de capital y su efecto en la tasa de cambio ponen de relieve una vez más la necesidad de que las economías de la región adopten reformas estructurales adicionales, particularmente en el mercado de trabajo. Si las economías de América Latina son más flexibles, podrían también ser más resistentes al efecto adverso de los ingresos de capital y, en general, se podrían ajustar más rápidamente a los frecuentes choques exógenos, al moderar el comportamiento cíclico de la tasa de cambio que caracteriza a los países de la región alrededor de su nivel de equilibrio en el largo plazo (Gráfico 9).

#### **D. Amenazas al objetivo de estabilidad de precios: debilidad del sistema financiero e indisciplina fiscal**

El éxito que puedan lograr los bancos centrales de América Latina en vencer los desafíos anteriores también depende de factores que van más allá de su control. Existen amenazas derivadas de posibles episodios de inestabilidad financiera, así como de un potencial repunte de los

déficit fiscales y del consiguiente aumento del endeudamiento público. Estas amenazas potenciales pueden presionar al alza las tasas de interés y hasta provocar un repunte de la inflación.

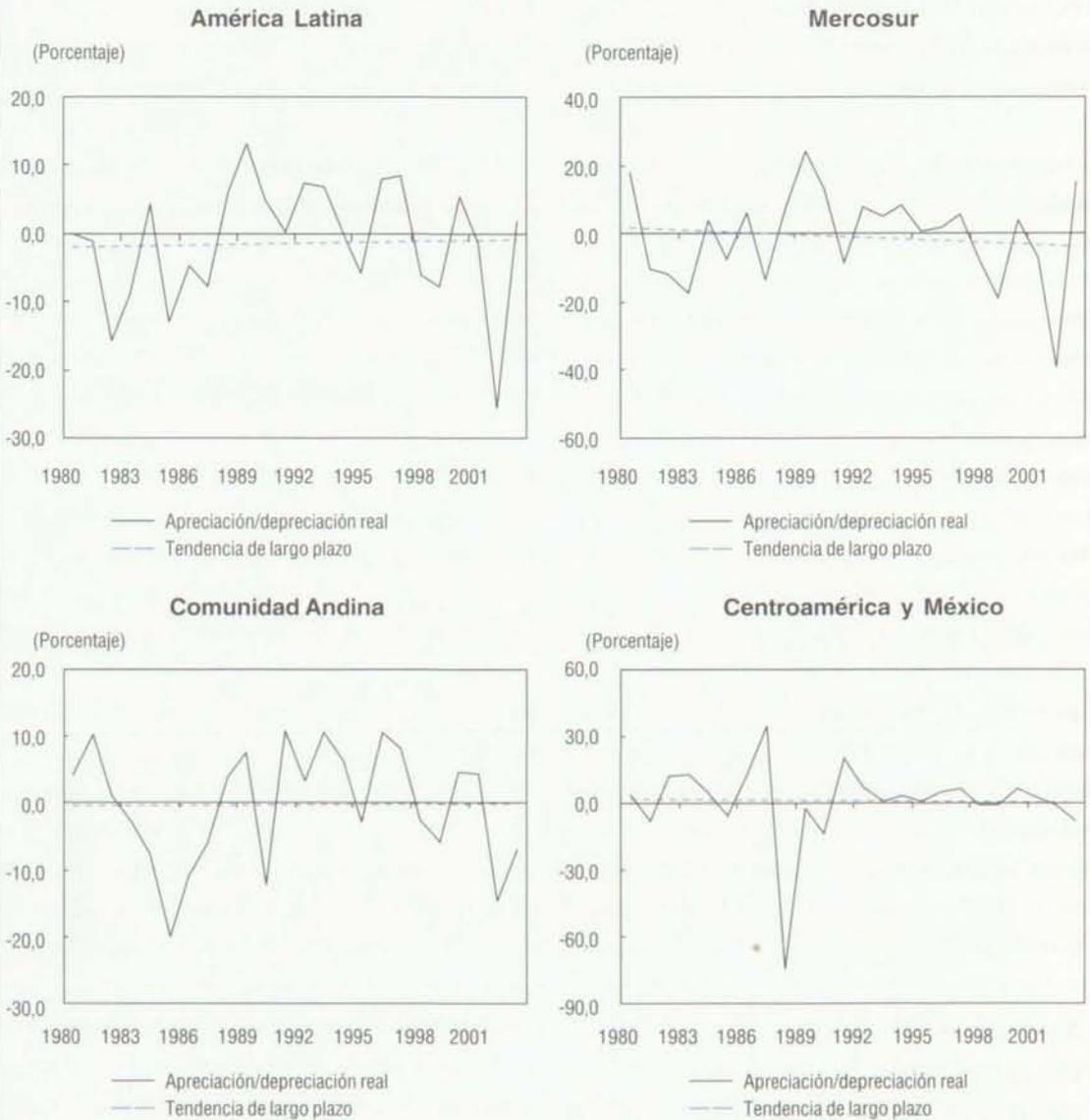
#### **1. La necesidad de preservar la estabilidad del sistema financiero**

En un entorno de movilidad de capital elevada y volátil hacia adentro y fuera de las economías emergentes, las crisis bancarias han sido un evento común y hasta recurrente en América Latina (Carstens *et al.*, 2004). En particular, desde 1990 en adelante, las crisis bancarias han sido la principal causa de brotes inflacionarios y depresión económica en la región (Gráfico 10). Desde una perspectiva microeconómica, en un sinnúmero de episodios el manejo de crisis sistémicas dejó un legado de relajamiento de la disciplina de mercado como consecuencia de la provisión de garantías generales de depósitos y el refinanciamiento de deudas en condiciones ventajosas. Así mismo, la confianza de los depositantes se resquebrajó a causa del rompimiento de contratos –congelamientos y reprogramaciones del vencimiento de depósitos–. En conjunto, estos costos provocaron una desaceleración de largo plazo en la entrega de crédito a la economía y, en general, una menor intermediación financiera.

Los bancos centrales participaron activamente en las crisis bancarias de la región, tanto en casos de naturaleza sistémica como en crisis menores que no comportaban mayor riesgo para el sistema. La

Gráfico 9

Tasa de cambio efectiva real y su tendencia de largo plazo



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

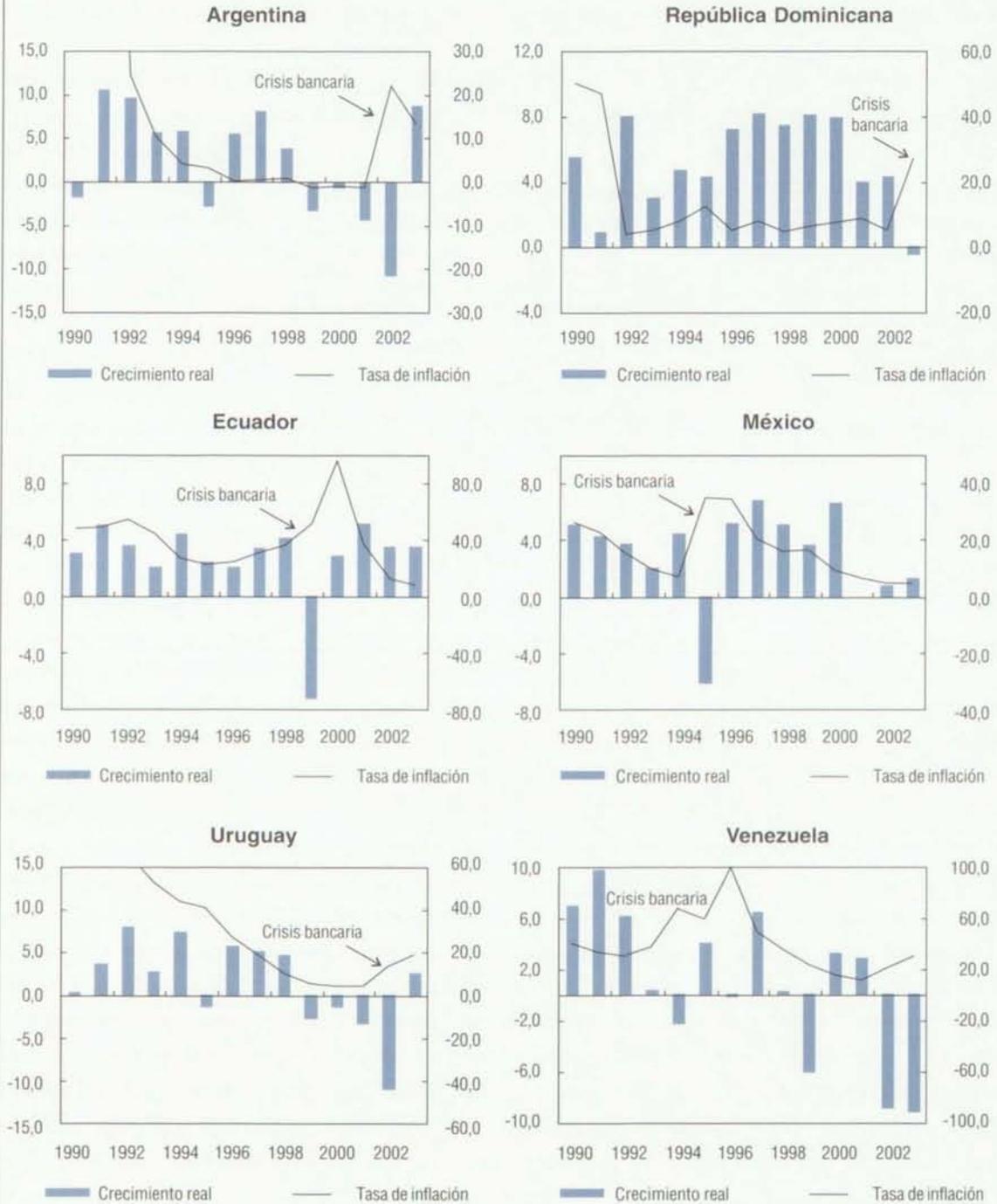
monetización de las recientes crisis financieras en América Latina fue, en gran parte, el resultado de un marco institucional inadecuado para prevenir y ma-

nejar crisis bancarias<sup>44</sup>. El involucramiento de los bancos centrales fue más allá del apoyo a los intermediarios financieros con deficiencias temporales de liquidez.

<sup>44</sup> La reforma de la banca central de los años noventa en los países de la región no definió apropiadamente el rol que deben cumplir los bancos centrales durante períodos de turbulencia financiera.

Gráfico 10

**Crecimiento económico e inflación en América Latina, 1990-2003**  
**(Países que sufrieron crisis bancarias sistémicas)**



Fuente: De Nicoló et. al. (2003) y Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

---

En varios casos los bancos centrales otorgaron ayuda a los bancos en problemas por montos equivalentes a varias veces su capital. Más aún, los bancos centrales cumplieron la función, no sólo de prestamista, sino también de proveedor de financiamiento de última instancia, con el objeto de facilitar operaciones de resolución y reestructuración bancaria, incluido el pago de seguros de depósitos y de garantías generales de depósitos establecidas por el Gobierno. Esta amplia monetización de las crisis bancarias estuvo amparada jurídicamente en las propias leyes de bancos centrales y, en algunos casos, en leyes especiales aprobadas en medio de la turbulencia financiera.

La monetización de las crisis bancarias, aunque inevitable frente al riesgo de crisis sistémicas, no estuvo libre de costos. La experiencia de América Latina muestra que ésta generalmente devino en una elevada monetización que provocó finalmente mayor inestabilidad macroeconómica y, en algunos casos, contribuyó a crisis cambiarias simultáneas<sup>45</sup>. Además, dicho involucramiento significó en varios casos que los bancos centrales asumieran activos de difícil realización, por lo

cual incurrieron en pérdidas abultadas, en algunos casos mayores que su capital, sin que se haya dado la compensación correspondiente en su balance.

Aunque ya se han dado en algunos países las reformas necesarias que permiten poner en vigencia un marco adecuado para prevenir y manejar crisis bancarias, aún se debe hacer más. Es necesario fortalecer las capacidades de prevención de las crisis y proveer el marco jurídico adecuado para su resolución. En particular, se requieren mecanismos ágiles para anticipar crisis bancarias y, con estos, la capacidad

legal para actuar en forma temprana frente a problemas de liquidez y solvencia de los bancos. En cuanto a resolución bancaria, las leyes deben amparar la realización de escisiones de activos y pasivos de los bancos en problemas, a fin de hacer posible el traslado de la parte viable de estos hacia instituciones sanas y, por tanto, dejar para la liquidación el remanente. En última instancia, se requieren mecanismos que permitan que el costo neto de restablecer la estabilidad del sistema financiero sea absorbido, en primer lugar, por los accionistas de los bancos, y después, si es necesario, por

*La monetización de las crisis bancarias, aunque inevitable frente al riesgo de crisis sistémicas, no estuvo libre de costos. La experiencia de América Latina muestra que ésta generalmente devino en una elevada monetización que provocó finalmente mayor inestabilidad macroeconómica y, en algunos casos, contribuyó a crisis cambiarias simultáneas.*

---

<sup>45</sup> Véase Jácome (2005).

---

parte de los grandes depositantes y por el fisco.

En relación con el papel de los bancos centrales, el criterio general por aplicar debe ser que los bancos centrales contribuyan a enfrentar problemas coyunturales de liquidez de las instituciones financieras, pero que no sean parte de soluciones estructurales de los bancos en problemas. En todo caso, las reformas al rol del banco central en crisis bancarias hay que establecerlas coordinadamente respecto a las capacidades legales de las instituciones de control y regulación financiera, de resolución bancaria y de seguro de depósitos, de manera que la exclusión del banco central del manejo de crisis bancarias sea reemplazada adecuadamente desde un punto de vista institucional.

Dejar abierta la puerta para la utilización masiva de dinero del banco central en las crisis bancarias entraña problemas de riesgo moral, además de que atenta contra el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda. Aunque útil en situaciones en las que está en riesgo el funcionamiento del sistema de pagos, el dinero del banco central tiende a ser utilizado indiscriminadamente para enfrentar crisis bancarias, particularmente en países con instituciones débiles. Tener acceso a los recursos del banco central relaja la disciplina de mercado pues mueve a banqueros y depositantes a no medir apropiadamente sus riesgos. A su vez, el Gobierno tiene incentivos para demorar decisiones de resolución bancaria, pues

sabe que cuenta en cualquier momento con el dinero del banco central; mientras tanto, los costos de la crisis bancaria se incrementan potencialmente.

## ***2. La importancia de mantener la fortaleza de las finanzas públicas***

Una segunda fuente de vulnerabilidad del objetivo de alcanzar la estabilidad de precios es el posible repunte de los desequilibrios fiscales, como se observa incipientemente en varios países de América Latina. Los gobiernos de la región habían reducido ya dichos desequilibrios con anticipación a la reforma de los bancos centrales como forma de eliminar la raíz de los procesos inflacionarios. Sin embargo, el déficit del sector público no financiero –en relación con el PIB– ha vuelto a crecer en varios países luego de los primeros años de la reforma de los bancos centrales (Gráfico 11). Aunque el financiamiento del gasto público por parte de los bancos centrales de la región se encuentra restringido, el posible incremento del endeudamiento público, por encima de un nivel todavía alto en algunos países, podría reflejarse a través de una alza en las tasas de interés y del *riesgo país* de dichas economías. Estas distorsiones le restan grados de manobra a la política monetaria; podrían, inclusive, volverse insostenibles y provocar crisis cambiarias, como en Brasil en 1999, y crisis cambiarias y bancarias como en Argentina en 2002.

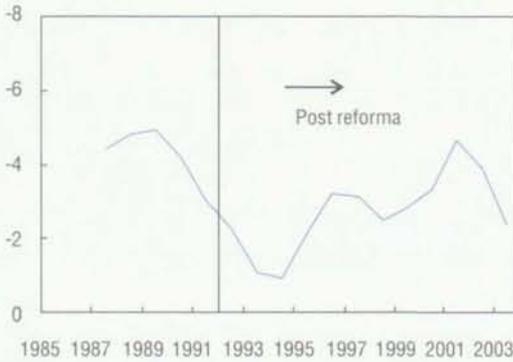
Ante la amenaza de deterioro de las finanzas públicas, la responsabilidad de

Gráfico 11

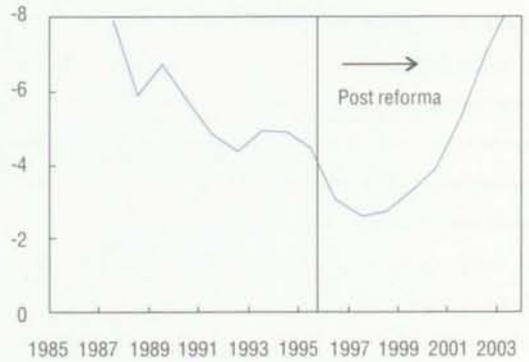
Déficit del sector público no financiero en América Latina  
(Países seleccionados, 1985-2003)

(Déficit del SPNF/PIB)

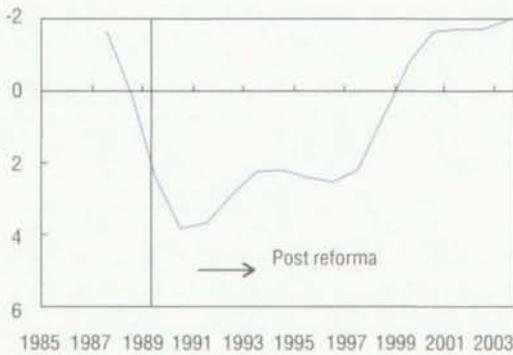
Argentina



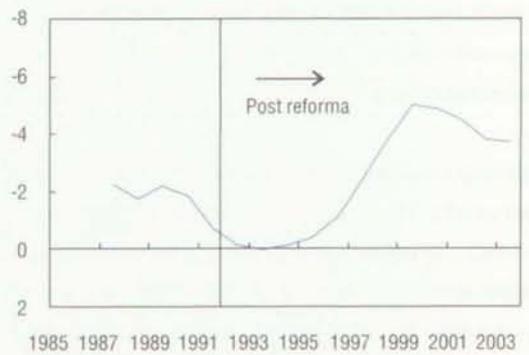
Bolivia



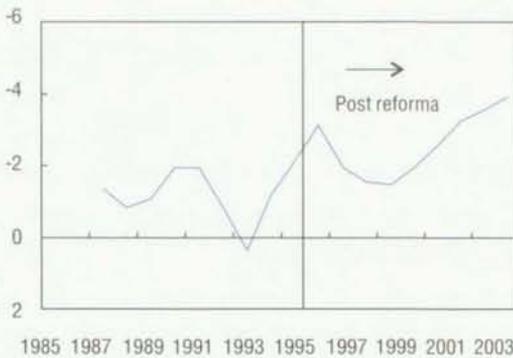
Chile



Colombia



Costa Rica



Honduras

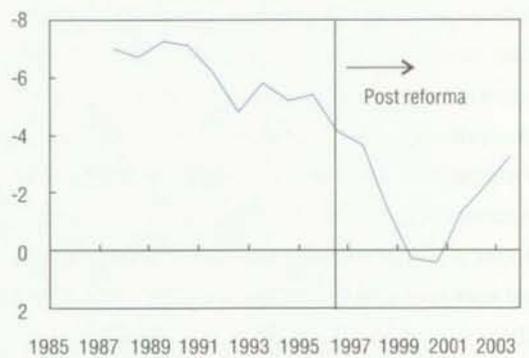
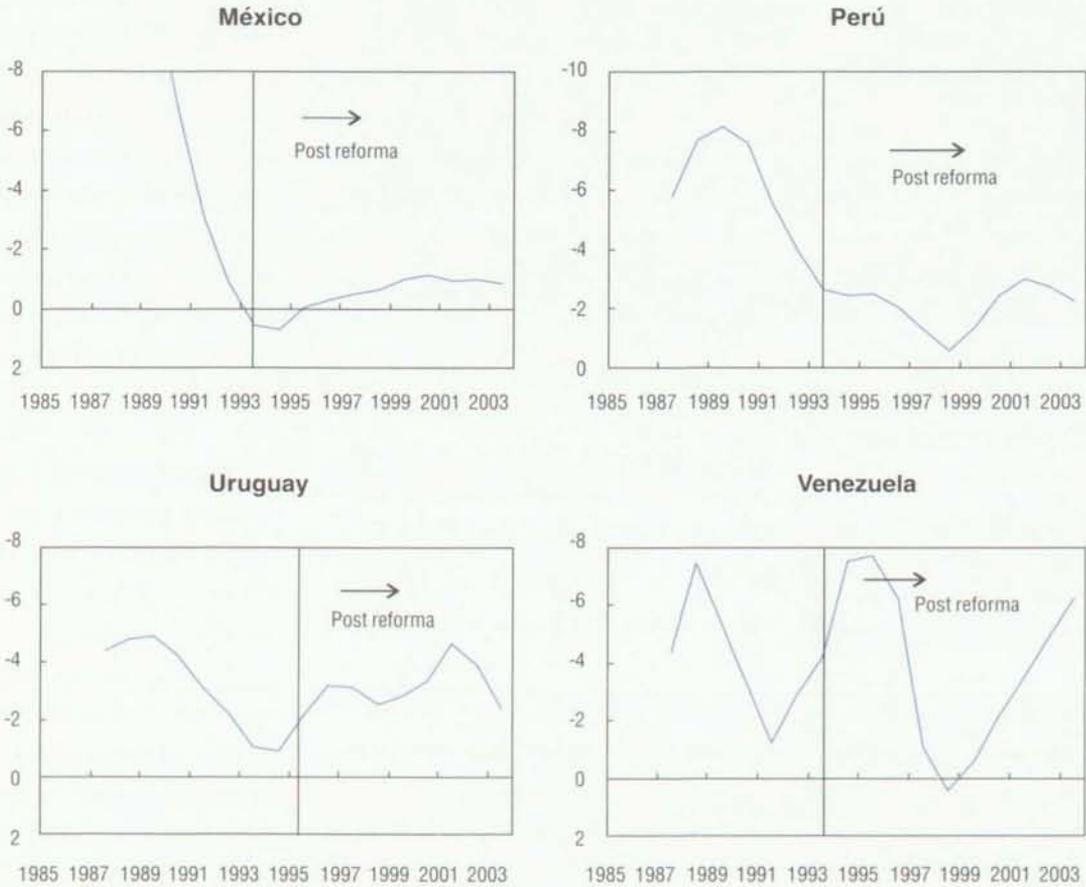


Gráfico 11 (continuación)  
**Déficit del sector público no financiero en América Latina**  
**(Países seleccionados, 1985-2003)**  
**(Déficit del SPNF/PIB)**



Fuente: De Nicoló *et al.* (2003) y Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

corregir los desequilibrios fiscales recae fundamentalmente en los gobiernos y es poco lo que pueden hacer los bancos centrales. Sin embargo, dado el impacto potencial que el deterioro de las finanzas públicas puede tener en las expectativas de inflación del mercado, corresponde a los bancos centrales aler-

tar sobre los riesgos de una política fiscal que no sea compatible con la estabilidad de precios en el mediano y largo plazos. Operativamente, se debería explorar la posibilidad de establecer leyes de responsabilidad fiscal, al estilo de las aprobadas ya en algunas de las economías de la región, a fin de lograr que el

---

déficit y el monto de la deuda pública se mantengan en niveles compatibles con las metas de inflación de largo plazo del banco central.

## V. CONCLUSIONES

Los avances recientes en el diseño y ejecución de la política monetaria en América Latina –al igual que en los países industrializados– son de naturaleza institucional. La reforma monetaria de los años noventa ha concentrado las funciones de la banca central en perseguir el objetivo de abatir la inflación. Para ello, la ley otorgó a los bancos centrales una autonomía sin par dentro del sector público de los países, especialmente en cuanto al uso de los instrumentos monetarios necesarios para cumplir con su mandato, y estableció mecanismos de rendición de cuentas y mayor transparencia. La mayor autonomía operacional de los bancos centrales contribuyó a un cambio de política monetaria basado en una flexibilización del régimen cambiario, y estimuló una moderniza-

ción del marco operacional de la política monetaria.

Hoy, la inflación ha bajado, en promedio, a niveles de un dígito en América Latina, pero ésta aún no converge –con excepción de unos pocos países– hacia la tasa de inflación de las economías industrializadas. La evidencia empírica muestra que la independencia legal de los bancos centrales ha contribuido en este resultado –conjuntamente con otras políticas macroeconómicas–.

No obstante estos buenos resultados, los bancos centrales de la región tienen por delante importantes desafíos: primero, la necesidad de alcanzar la estabilidad de precios minimizando al mismo tiempo la tasa de sacrificio asociada al proceso de desinflación; segundo, estimular la recuperación de la confianza de los mercados en las monedas nacionales, no solo como medio de pago sino también como activo de valor, a fin de devolverle a la política monetaria un mayor campo de maniobra; y, tercero, apuntalar la consistencia en el tiempo de la política monetaria.

*Los bancos centrales de la región tienen por delante importantes desafíos: primero, la necesidad de alcanzar la estabilidad de precios minimizando al mismo tiempo la tasa de sacrificio asociada al proceso de desinflación; segundo, estimular la recuperación de la confianza de los mercados en las monedas nacionales, no solo como medio de pago sino también como activo de valor, a fin de devolverle a la política monetaria un mayor campo de maniobra; y, tercero, apuntalar la consistencia en el tiempo de la política monetaria.*

pago sino también como activo de valor, a fin de devolverle a la política monetaria un mayor campo de maniobra; y, tercero, apuntalar la consistencia en el tiempo de la política monetaria. La identificación de políticas específicas

---

para enfrentar estos desafíos debería ocupar un lugar prioritario en la agenda de investigación de los bancos centrales de América Latina, y de las instituciones internacionales relacionadas con la banca central.

En cualquier caso, enfrentar con éxito estos desafíos requiere, inexorablemente, consolidar la institucionalidad de los bancos centrales. Esta es una tarea no solo de los bancos centrales sino también de los gobiernos. Los bancos centrales deben continuar robusteciendo sus capacidades institucionales, tanto en el ámbito del diseño y ejecución de políticas como de investigación. Además, deben consolidar su reputación y credibilidad con base en el cumplimiento de sus objetivos de

política, rendición rigurosa de cuentas, y actuación predecible y transparente en la toma de decisiones. A los gobiernos les corresponde respaldar la autonomía de los bancos centrales a fin de que los hechos hablen más que las palabras. Además, deben asegurar las condiciones políticas, económicas y sociales que favorezcan la viabilidad de las economías latinoamericanas, de manera que esto se refleje en menores tasas de interés reales y en una renovada confianza en la moneda nacional como activo de valor. Parte importante de esta tarea es asegurar la estabilidad del sistema financiero –incluida la adopción de reformas adicionales que favorezcan un manejo efectivo de posibles crisis bancarias– y mantener el déficit fiscal bajo control.

---

---

## REFERENCIAS

- Andersen, P. y Wascher, W. Sacrifice Ratios and the Conduct of Monetary Policy in Conditions of Low Inflation. En: BIS Working Papers, No. 82 (noviembre, 1999).
- Barro, R. y Gordon, D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. En: *Journal of Political Economy*, No. 91 (1983), pp. 589-610.
- Brumm, H. Inflation and Central Bank Independence: Conventional Wisdom Redux. En: *Journal of Money, Credit, and Banking*, V. 32 (4 de noviembre de 2000); pp. 807-819.
- Bubula, A. y Ötker-Robe, I. The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies. En: IMF Working Paper 02/155, Washington International Monetary Fund, 2002.
- Calvo, G. y Reinhart, C. Fear of Floating. En: *Quarterly Journal of Economics*, V. 117, No. 2 (mayo de 2002), pp. 379-408.
- Carare, A.; Schaechter, A.; Stone, M. y Zelmer, M. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. En: IMF Working Paper 02/102, Washington: International Monetary Fund, 2002.
- Carstens, A.; Hardy, D. y Pazarbaşıođlu, C. Banking Crises in Latin America and the Political Economy of Financial Sector Policy. Documento presentado en el Seminario Gobiernos y bancos: responsabilidades y límites. Reuniones anuales del Banco Interamericano de Desarrollo. Lima, Perú, marzo, 2004.
- Chortareas, G., Stasavage, D. y Sterne, G. Monetary Policy Transparency, Inflation, and the Sacrifice Ratio. En: *International Journal of Finance and Economics*, V. 7 (2002), pp. 141-155.
- Cukierman, A. *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass, The MIT Press, 1992.
- \_\_\_\_\_; Miller, P. y Neyapti, B. Central Bank Reform, Liberalization, and Inflation in Transition Economies an International Perspective. En: *Journal of Monetary Economics*, V. 49 (2002), pp. 237-264.
- De Nicoló, G., P. Honohan y A. Ize. Dollarization of the Banking System: Good or Bad? En: IMF Working Paper 03/146. Washington: International Monetary Fund, 2003.
- Edwards, S. *Crisis and Reform in Latin America: from Despair to Hope*. Oxford: University Press, 1995.
- Eijffinger, S.; Schaling, E. y Hoeberichts, M. "Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis". En: *European Journal of Political Economy*, V. 14 (1998), pp. 73-88.
- Fischer, S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? En: *Journal of Economic Perspectives*, V. 15, No. 2 (Primavera, 2001), pp. 3-24.
- \_\_\_\_\_. *Modern Central Banking*. En: Capie, F., et al. Eds. *The Future of Central Banking*. Cambridge University Press, Cambridge, 1995.
- Fischer, A. M. Central Bank Independence and Sacrifice Ratios. En: *Open Economies Review*, V. 7 (1996), pp. 5-18.

- 
- Gartner, M. Central Bank Independence and the Sacrifice Ratio: The Dark Side of the Force. En: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, No. 133 (septiembre de 1997), pp. 513-38.
- Grilli, V., Masciandaro, D. y Tabellini, G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. En: *Economic Policy: A European Forum*, V. 6 (octubre de 1991), pp. 342-91.
- Jácome, L. I. Central Banks Involvement in Banking Crises and Resolution in Latin America: Not a Free Lunch. En: *IMF Working Paper*, sin publicar. Washington: International Monetary Fund.
- \_\_\_\_\_, Independencia legal de la banca central en la América Latina e inflación. En: *El Trimestre Económico*, V. LXX, No. 4 (octubre-diciembre de 2003); pp. 673-719, México, D. F.
- \_\_\_\_\_, y Vázquez, F. Is there any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America and the Caribbean? En: *IMF WP/05/75*. Washington: International Monetary Fund, 2005.
- Khan, M. y A. Senhadji. Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth. En: *IMF Staff Papers*, V. 48, No. 1, pp. 1-21. Washington: International Monetary Fund, 2001.
- Kydland, F. y Prescott, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans. En: *Journal of Political Economy*, V. 85 (1977), pp. 473-491.
- Lora, E. Structural Reforms in Latin America: What has been Reformed and How to Measure it. Research Department. En: *Working Paper*, No. 466, Interamerican Development Bank, Washington, D. C., 2001.
- Loungani, P. y Sheets, N. Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies. En: *Journal of Money, Credit, and Banking*, V. 29, No. 3 (agosto de 1997), pp. 381-99.
- Sarel, M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. En: *Staff Papers*, International Monetary Fund, V. 43 (marzo de 1996), pp. 199-215.
- Siklos, P. *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*. Cambridge University Press, 2002.
- Truman, E. *Inflation Targeting in the World Economy*. Washington, D. C: Institute for International Economics, 2003.
- Van't Dack, J. Implementing Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview of Issues. En: *BIS, Policy Papers*, No. 5, 1999.