

Sumario

IGNACIO PERROTINI HERNÁNDEZ, *Introducción del Editor (Editor's Introduction)* 15

ÁLVARO ANGERIZ Y PHILIP ARESTIS, *Inflación objetivo: evaluación de la evidencia (Inflation targeting: assessing the evidence)*

Clasificación jcl :* E31, E52 21

Palabras clave: inflación objetivo, economías desarrolladas, economías emergentes.

Keywords: inflation targeting, developed economies, emerging economies.

El propósito de este trabajo es analizar los aspectos empíricos del ‘nuevo’ marco de política monetaria conocido como inflación objetivo. Revisamos la evidencia empírica de economías desarrolladas y emergentes. El énfasis, sin embargo, está puesto en las economías emergentes, lo cual puede considerarse como una preparación de las bases para los artículos siguientes en este número especial que analizan la experiencia del modelo de inflación objetivo en Brasil, Chile y México. Los resultados presentados en este estudio demuestran que aunque el modelo de inflación objetivo ha ido de la mano con una inflación baja, esto está lejos de significar que la estrategia ha tenido un éxito rotundo. La evidencia reportada en este artículo sugiere que los bancos centrales que no operan con un modelo de inflación objetivo también han tenido éxito en este

sentido. En términos generales, este trabajo debe considerarse como el prolegómeno necesario para los análisis de caso contenidos en este volumen especial sobre experiencias de objetivo de inflación.

The aim of this paper is to deal with the empirical aspects of the 'new' monetary policy framework, known as inflation targeting. We review the evidence for both developed and emerging economies. The emphasis, though, is on emerging economies, which can be thought of as preparing the ground for the papers to follow that concentrate on the experience with inflation targeting in Brazil, Chile and Mexico. The results gathered in this study demonstrate that although inflation targeting has gone hand-in hand with low inflation, it is very far from declaring the strategy a resounding success. The evidence produced in this paper suggests that non-inflation targeting central banks have also been successful on this score. At a general level this paper should be read as providing the necessary prolegomena for the studies that follow in this special volume on inflation targeting.

GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO, *Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México (Sterilized foreign exchange market intervention within an inflation targeting regime: the case of Mexico)*

Clasificación JEL:* E31, E52, E58, E61, E64, J31 47

Palabras clave: inflación, tipo de cambio, política monetaria, intervención esterilizada.

Key words: inflation, exchange rate, monetary policy, sterilized intervention.

En este artículo se analizan las causas del miedo a flotar que exhiben los países emergentes, y su inconsistencia con los postulados y supuestos del modelo teórico en que se sustentan los esquemas de metas de inflación. Seguidamente, se plantea un marco teórico alternativo para explicar la intervención esterilizada en el mercado de cambios como un instrumento de política independiente de la tasa de interés. Finalmente, se cuantifica el uso de este instrumento en México y sus consecuencias para la estabilidad económica.

This paper looks into the causes of emerging countries fear of floating, and draws attention to the inconsistency of this behavior with the foundations of the inflation targeting model. It presents an alternative theoretical framework for monetary policy, wherein sterilized intervention in the foreign exchange market is a policy tool independent from the interest rate. Finally, the author estimates a model to assess the degree of sterilized intervention in Mexico's foreign exchange market, and discusses its consequences for economic stability.

SERGIO ROSSI, *El Banco Nacional de Suiza: un señalador flexible de objetivos de inflación (The Swiss National Bank as a flexible inflation targeter)*

Clasificación JEL:* E31, E52, E58, E61 79

Palabras clave: objetivo de inflación, fijación de tasa de interés, estabilización macroeconómica, estrategias de política monetaria, estabilidad de precios.

Key words: inflation targeting, fixation of interest rate, macroeconomic stabilization, strategies of monetary policy, price stability.

La estrategia de política monetaria que el Banco Nacional Suizo ha venido implementando desde el 1° de enero del 2000 ofrece un interesante estudio de caso para aquellos bancos centrales que procuran referirse a un marco ‘basado en principios’ como una alternativa válida a un régimen de objetivo de inflación definido rígidamente. Este artículo muestra que la política monetaria suiza, caracterizada por su alto grado de flexibilidad desde los años de objetivos monetarios, ha sido capaz de considerar la estabilidad de precios y la estabilidad económica en su proceso de elaboración de decisiones. De hecho, en Suiza el Banco Central está dispuesto a permitir desviaciones temporales de su meta de estabilidad de precios cuando la economía nacional está experimentando (o en la probabilidad de experimentar) pérdidas de producto y de empleo, debido a perturbaciones internas o externas o choques económicos. En general, la evidencia empírica apoya un régimen de política monetaria acoplado con un ancla nominal de largo plazo para la *estabilidad de precios* –definido por el Banco Central más que por el gobierno– con flexibilidad de corto plazo en vista del desempeño económico observado y esperado del sector real. Las autoridades monetarias que aplican objetivos de inflación deben considerar moverse de un enfoque jerárquico de metas de política a un enfoque flexible basado en principios macroeconómicos sólidos. Este estudio de caso muestra el camino para los bancos centrales que disfrutaban un alto nivel de credibilidad y reputación, y que desean mejorar el récord de política en ambos frentes (real y monetario).

The monetary-policy strategy that the Swiss National Bank has been implementing since January 1, 2000 offers an interesting case study for those central banks aiming to refer to a ‘principles-based’ framework as a valid alternative to a rigidly defined inflation-targeting regime. This paper shows that Swiss monetary policy, characterized by its high flexibility degree since the years of monetary targeting, has been able to consider both price stability and economic stabilization in its decision-making process. As a matter of fact, the central bank in Switzerland stands ready to allow temporary deviations from its price stability goal, when the domestic economy is (likely to be) suffering from output and employment losses, owing to internal or foreign disturbances or economic shocks. All in all, empirical evidence supports a monetary-policy regime

marrying a long-run nominal anchor for *price stability*—defined by the central bank rather than government— with short-run flexibility in view of actual and expected economic performance in the real sector. Inflation-targeting monetary authorities ought to consider moving from a hierarchical view of policy goals to a flexible approach based on sound macroeconomic principles. This case study shows the way for any central banks enjoying a high level of credibility and reputation, and willing to improve the policy record on both (real and monetary) fronts.

ESTEBAN PÉREZ CALDENTEY, *Can balance-of-payments constrained economies pursue inflation targeting? A look at the case of Chile (¿Pueden las economías con restricción de balanza de pagos perseguir metas de inflación? Un examen del caso Chileno)*

Clasificación JEL:* E, E5, O, O11 103

Palabras clave: régimen de metas de inflación, economías con restricción de balanza de pagos, inflación, Chile, América Latina, Banco Central, política monetaria.

Key words: inflation targeting, balance-of-payments constrained economies, inflation, Chile, Latin America, Central Bank, monetary policy.

The current international financial system is anchored on the United States dollar. Countries that do not issue the reserve currency must be able to acquire, and indeed accumulate, the currency they cannot issue to carry real and financial transactions. As a result, their external performance shapes and constrains to a significant extent their capacity to pursue domestic policies including fiscal and monetary policies. In this sense countries are said to be ‘balance-of-payments’ constrained. This paper examines, for the case of Chile, the limitations imposed by external conditions to the undertaking of a monetary policy strategy, inflation targeting, which focuses explicitly on a domestic objective, namely a low and stable rate of inflation. Chile adopted an inflation targeting strategy in 1991. Since, the adoption of the inflation targeting strategy followed two clear and distinct phases. The first one lasted from 1991 to 1999 and can be termed an Eclectic Inflation Targeting Regime (EIT). From 1999 to the present Chile switched to a Full Fledged Inflation Targeting Regime (FFIT). The analysis of both phases shows that pursuing inflation targeting under balance-of-payments constrained conditions ultimately leads to a conflict of interest between internal and external objectives, and that the conflict tends to be solved in favor of the latter.

El sistema financiero internacional está anclado al dólar estadounidense. Los países que no emiten la moneda de reserva internacional deben adquirirla y, de hecho, acumular la moneda que no pueden emitir para llevar a cabo transacciones reales y financieras. Como resultado, su desempeño externo determina en gran parte su capacidad para llevar a cabo políticas nacionales, incluyendo las políticas fiscales y monetarias. En

este sentido, se entiende que estos países se enfrentan a una restricción de balanza de pagos. Este trabajo examina, para el caso chileno, las limitaciones impuestas por las condiciones externas a la persecución de una estrategia de política monetaria: la de metas de inflación, cuyo objetivo es la consecución de una tasa de inflación baja y estable. El Banco Central de Chile adoptó una estrategia de metas de inflación a partir de 1991. Esta estrategia se caracteriza por seguir dos fases distintas. La primera se puede denominar un enfoque de metas de inflación ecléctico y duró hasta 1999. A partir de esa fecha el Banco Central de Chile adoptó una estrategia de metas de inflación integral. El análisis de ambas fases muestra que la persecución de metas de inflación en un contexto de restricción de balanza de pagos imperante genera en última instancia un conflicto de interés entre objetivos internos y externos, y que el conflicto se resuelve a favor del objetivo externo.

FERNANDO FERRARI FILHO Y MARIA JULIANA FABRIS, *El régimen de metas de inflación en Brasil, 1999-2008: evaluación crítica y desempeño macroeconómico (The inflation targeting regime in Brazil, 1999-2008: a critical assessment and macroeconomic performance)*

Clasificación JEL:* E, E3, E31, E65 147

Palabras clave: régimen de objetivo de inflación, economía brasileña, desempeño macroeconómico.

Key words: inflation targeting regime, Brazilian economy, macroeconomic performance.

En este artículo se analiza el régimen de objetivo de inflación en Brasil desde 1999. Se examina el *modus operandi* de este régimen y sus principales resultados macroeconómicos de 1999 a 2008.

This article analyses the inflation targeting regime in Brazil since 1999. It aims to examine the *modus operandi* of Brazilian inflation targeting regime and its main macroeconomic results from 1999 to 2008.

* JEL: Journal of Economic Literature-Econlit.