

# GLOBALIZACIÓN EN LA PERIFERIA: QUÉ SE GANA Y QUÉ SE PIERDE EN LA POLÍTICA MONETARIA

Graciela Laura Kaminsky

---

## 1. INTRODUCCIÓN

---

Hace tiempo que los pros y contras de la globalización financiera son tema de discusión. Entre los beneficios, tanto los académicos como los profesionales subrayan que, con la globalización, el capital fluye hacia el destino más atractivo y, con ello, incrementa la productividad y el crecimiento. No obstante, desde que la globalización financiera se empezó a diseminar hace tres decenios, muchos han destacado que los flujos de capital tienden a ser excesivos y llevan a crisis. También destacan que los flujos de capital casi siempre son desencadenados por las políticas monetarias cíclicas en el centro financiero y conducen a inestabilidad macroeconómica y a una política monetaria procíclica en la periferia, así como a alta inflación durante los episodios de entradas de capital.<sup>1</sup>

La mayor parte de la investigación sobre inestabilidad macroeconómica sólo se concentra en los episodios de flujos de entrada de capital.<sup>2</sup> Sin embargo, para analizar las ventajas y los inconvenientes de la globalización financiera también necesitamos analizar los episodios de represión financiera. Para analizar tanto los episodios de represión financiera como los de globalización, analizo una muestra que abarca casi 60 años e incluye un grupo de países latinoamericanos y asiáticos que han registrado

---

<sup>1</sup> Ver, por ejemplo, Carmen Reinhart y Vincent Reinhart (2008).

<sup>2</sup> Ver, por ejemplo, Calvo, Leiderman y Reinhart (1996).

---

Department of Economics, Universidad George Washington y NBER, <graciela@gwu.edu>, <<http://home.gwu.edu/~graciela>>. El CEMLA traduce y publica con la debida autorización el artículo "Globalization in the Periphery: Monetary Policy: What Is Gained, What Is Lost", en *Central Banking in Times of Change*, Banco Central de Austria, Viena, Austria, diciembre de 2016, pp. 70-81. La autora agradece a Rafael López-Monti por su excelente apoyo en la investigación.

grandes entradas de capitales durante la globalización. La mayor parte de la investigación sobre inestabilidad macroeconómica durante los episodios de globalización financiera se concentra en las fluctuaciones de las reservas internacionales. Yo haré lo mismo, pero con una modificación. En vez de concentrarme únicamente en las reservas internacionales, analizaré la evolución del balance de los bancos centrales y su composición, así como su relación con la inflación durante los episodios de represión y globalización financieras. Utilizando estos datos, también analizaré si la globalización financiera afecta la credibilidad del banco central.

En la sección 2, presento evidencia que indica que los factores determinantes del crecimiento monetario y la evolución de la inflación y la credibilidad cambian entre episodios de represión financiera y de globalización financiera. La pregunta es si hay una relación causal de la globalización a la política monetaria y la credibilidad. Aunque se requiere investigar un mayor número de países, la evidencia en la sección 3 sugiere que la globalización en la periferia propicia mejores instituciones, independencia del banco central, menos monetización del déficit fiscal, una política monetaria anticíclica y mayor credibilidad del banco central. La sección 4 contiene las conclusiones.

---

## 2. FLUCTUACIONES EN EL CRECIMIENTO DEL DINERO, INFLACIÓN Y CREDIBILIDAD

---

**P**ara determinar si hay un patrón de cambio a través del tiempo de la inflación, el crecimiento monetario y la credibilidad, separé los episodios de represión financiera y los de liberalización financiera (globalización) utilizando distintas medidas *de jure* de desregulación. Utilizo la base de datos recopilada conjuntamente con Sergio Schmukler.<sup>3</sup> Esta base de datos crea un índice compuesto de liberalización financiera que refleja la desregulación del sector financiero, la cuenta de capital y el mercado de valores del país.<sup>4</sup> Complemento esta base de datos con la medida de integración financiera de Chinn e Ito (2008), que se basa en información del informe anual del FMI sobre regímenes cambiarios, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

---

<sup>3</sup> Ver Kaminsky y Schmukler (2008).

<sup>4</sup> La liberalización de la cuenta de capital se evalúa con las regulaciones sobre los préstamos externos tomados por instituciones financieras y no financieras nacionales, la existencia de múltiples mercados cambiarios y los controles a las salidas de capital. La liberalización del sistema financiero interno se evalúa analizando las regulaciones sobre las tasas de interés de depósitos y préstamos, la distribución del crédito y depósitos en moneda extranjera. Dado que las autoridades monetarias con frecuencia han utilizado los cambios en los requerimientos de reservas para controlar el crédito bancario, el índice de liberalización financiera también se basa en la evolución de los requerimientos de reservas como información adicional para evaluar el grado de restricciones impuestas a la banca. La liberalización de los mercados de valores se evalúa siguiendo la evolución de las regulaciones sobre la adquisición de acciones.

Para analizar la evolución de la composición de los activos de los bancos centrales, empleo datos de las estadísticas financieras internacionales (*International Financial Statistics*) que publica esa misma institución, así como los datos proporcionados por los bancos centrales de un grupo de nueve economías emergentes que han recibido grandes cantidades de capital extranjero. Dado que la muestra abarca casi 60 años, algunos de los países en desarrollo originales ahora forman parte del grupo selecto de naciones pertenecientes a la OCDE. La muestra se concentra en dos regiones: América Latina y Asia oriental. Los países de América Latina son Argentina, Chile, Colombia, México y Perú. Los países de Asia oriental son Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia.

Descompose el activo bruto de los bancos centrales en activos en moneda nacional y extranjera. También descompose el activo nacional en tenencia de deuda gubernamental y tenencia de activos de bancos y de instituciones financieras no bancarias. La proporción de activos externos en el balance de los bancos centrales cambia con las fluctuaciones del tipo de cambio. Por lo tanto, también estimé las variaciones en los activos brutos de los bancos centrales debido a fluctuaciones del tipo de cambio.<sup>5</sup> La gráfica 1 muestra esta descomposición para dos de los países en mi muestra: Corea y México. Esta gráfica muestra con una línea café la tasa de crecimiento anual de los activos brutos del banco central y, con una serie de barras, su desglose. Ambos países muestran tasas de crecimiento más elevadas en los primeros decenios (el episodio de represión financiera). Durante esos años, en la tasa de crecimiento de los activos predomina el incremento en el acervo de activos internos en poder del banco central. Para Corea, el componente más importante son los créditos a instituciones privadas financieras y no financieras, mientras que para México, predomina el crédito al gobierno. En cambio, durante los últimos decenios,

las variaciones en el activo de los bancos centrales han consistido predominantemente de fluctuaciones en los activos externos. Son, principalmente, los decenios de globalización financiera. La descomposición en la gráfica 1 también muestra los efectos de las fluctuaciones cambiarias sobre los activos totales. Dado que los efectos de valuación no afectan a la base monetaria, sino únicamente al capital del banco central, analizo también la composición de los cambios en los activos del banco central excluyendo los efectos de las fluctuaciones cambiarias.

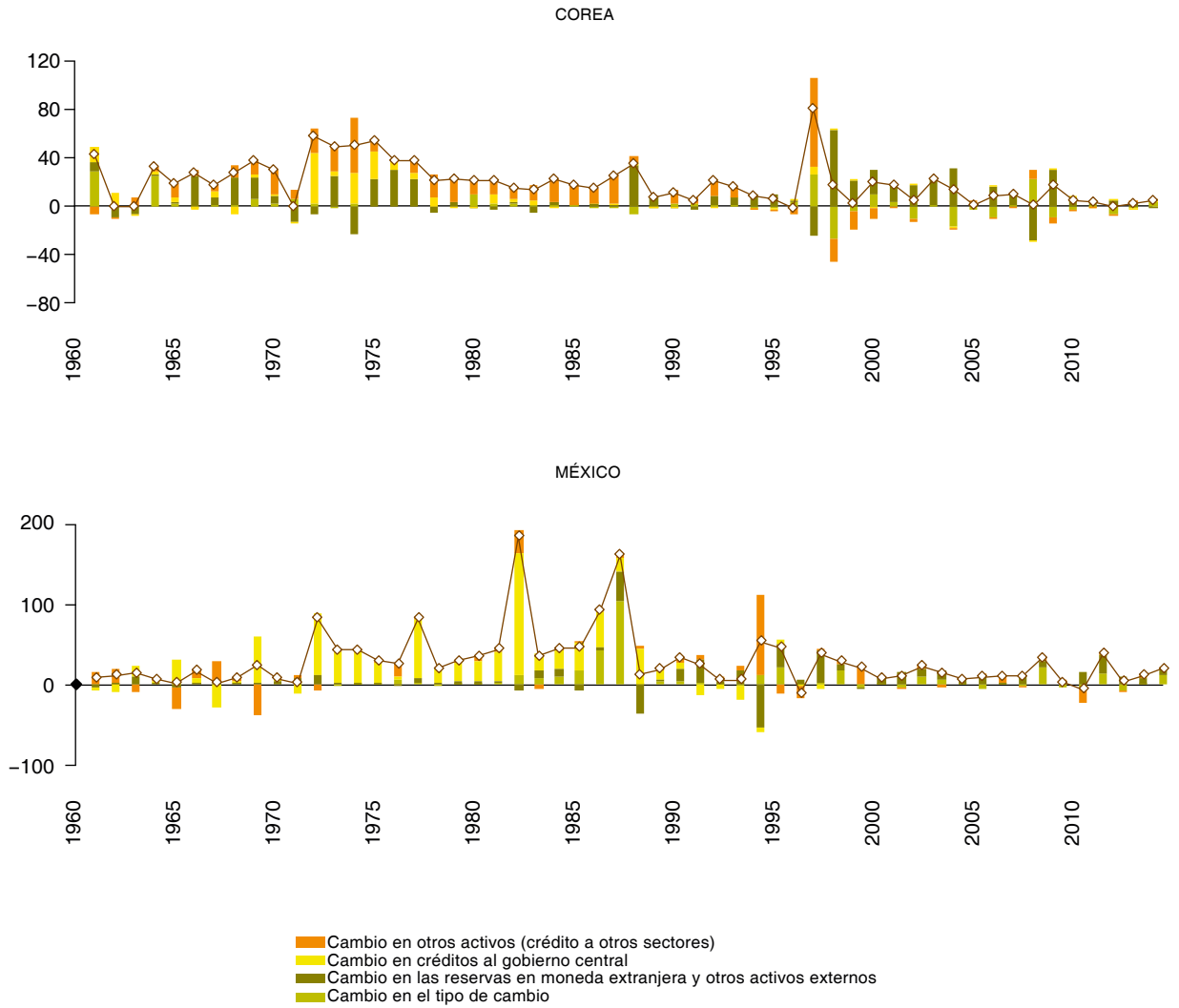
El cuadro 1 muestra esta descomposición durante los episodios de represión financiera y de globalización financiera para los países seleccionados en Asia y América Latina. Las primeras cuatro columnas muestran la descomposición durante la globalización financiera. La tasa de crecimiento promedio de los activos de los bancos centrales durante este episodio es del 14%; de este, un 63% se debe a cambios en las reservas internacionales (una tasa de crecimiento anual promedio del 8.9%) y el resto, a créditos al gobierno y a instituciones privadas financieras y no financieras. En promedio, la contribución de las reservas internacionales al crecimiento de los activos es más cuantiosa para nuestra muestra de países de Asia oriental. La contribución más elevada de activos internos al crecimiento del balance de los bancos centrales de Argentina y de México refleja la monetización de los déficits en los primeros episodios de liberalización en el decenio de los setenta y principios de los ochenta que condujeron a la crisis de deuda en 1982 y a la eliminación de las medidas de desregulación durante la llamada *década perdida* de los ochenta.

El episodio de represión financiera es bastante diferente. En general, la tasa de expansión de los activos de los bancos centrales es mucho más elevada en los países de América Latina: casi seis veces más alta que la tasa de expansión durante la globalización. En gran parte, esta expansión se debe a la monetización de los déficits presupuestarios. Es natural que la considerable

<sup>5</sup> El activo externo de los bancos centrales se valúa al tipo de cambio del día en el que se informa el activo bruto.

Gráfica 1

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS BANCARIOS Y SU COMPOSICIÓN  
Porcentajes



expansión monetaria vaya acompañada de tasas de inflación mucho más altas e incluso de hiperinflación, como sucedió en Argentina y Perú. Con la excepción de Tailandia, la expansión monetaria también es más elevada en los países asiáticos bajo represión financiera. En Corea y las Filipinas, la mayoría de la expansión monetaria está determinada por el financiamiento al sector interno; en Corea, por el crédito a la banca y al sector no financiero y, en las Filipinas, también por el financiamiento del déficit presupuestario. Sólo en estos dos países es mucho más elevada la inflación durante la represión financiera que durante la globalización financiera. La inflación en Malasia y Tailandia es similar a la que registran durante la globalización, y el incremento del dinero ocurre en consonancia con la alta tasa de crecimiento de esos países en los primeros decenios.

Aunque en el cuadro 1 se indica que, en promedio, la inflación baja durante la globalización financiera, todavía no está claro si ello se debe a una tasa de crecimiento más baja del balance del banco central o si una menor inflación también refleja una mayor credibilidad del banco central. Desafortunadamente, no se dispone de una serie de largo plazo sobre las expectativas de inflación para los países en la muestra. Por lo tanto, para evaluar si la credibilidad mejora durante el episodio de globalización financiera, aplico un método indirecto. Sigo a Sargent y Surico (AER, 2011), quienes analizan el cambio de las correlaciones entre el crecimiento del dinero y la inflación para Estados Unidos para varios episodios en la muestra 1900-2005. La cuestión que desean analizar es si la teoría cuantitativa del dinero se cumple, es decir, si el crecimiento del dinero es directamente proporcional a la inflación. Como Lucas (1980), utilizan correlaciones de baja frecuencia porque la expectativa es que la teoría cuantitativa sólo se cumple en el largo plazo. Naturalmente, para que se cumpla, se debe esperar que se mantenga la política monetaria en vigor. Sargent y Surico descubrieron que el coeficiente de regresión de la inflación sobre el crecimiento del dinero es sólo cercano a 1 en el

periodo de 1955-1975, pero es mucho mayor que 1 durante 1900-1928, más pequeño entre 1929 y 1954 e incluso negativo de 1984 a 2005.

Sargent y Surico también se plantean la pregunta de qué desencadena esos cambios en las pendientes. Para responderla, estiman un modelo DSGE tradicional con diversos choques exógenos y reglas de política monetaria y analizan si los cambios en los parámetros de la política monetaria pueden explicar la pendiente cambiante. Estas simulaciones indican que un cambio futuro creíble a una política antiinflacionaria puede reducir drásticamente estas correlaciones e incluso volverlas negativas. Pero si la regla monetaria implica incrementos persistentes en el crecimiento del dinero, la correlación aumenta a 1 o incluso a más.

Como en Sargent y Surico (2011), estimo las regresiones de inflación sobre el crecimiento del dinero a bajas frecuencias.<sup>6</sup> Sin embargo, en contraste con dichos artículos, yo no considero los agregados monetarios amplios. En cambio, estimo la relación entre la inflación y la tasa de crecimiento de los activos del banco central. Los resultados se muestran en la gráfica 2. Esta gráfica muestra los diagramas de dispersión de la inflación filtrada y del crecimiento filtrado de los activos del banco central para episodios de represión y de globalización financiera. Los círculos naranjas muestran la combinación de tasa de crecimiento anual de los activos e inflación durante los episodios de represión financiera; los círculos verdes muestran esta relación para los episodios de globalización financiera. Las líneas muestran la regresión de la inflación sobre las tasas de crecimiento de los activos de los bancos centrales. Las líneas anaranjadas muestran la línea de regresión para el episodio de represión financiera, mientras que las verdes muestran la regresión para el episodio de globalización financiera.  $\beta$  muestra el coeficiente de esta regresión. De nuevo, utilicé el color naranja para identificar el coeficiente durante la represión

<sup>6</sup> Para estimar las correlaciones de baja frecuencia, aplico el filtro de Hodrick-Prescott a ambas series.

Cuadro 1

## BALANCE GENERAL DEL BANCO CENTRAL E INFLACIÓN

País	Globalización				Represión financiera			
	Crecimiento de activos	Crecimiento de reserva de divisas	Crecimiento en préstamos al gobierno, bancos e instituciones no financieras	Inflación	Crecimiento de activos	Crecimiento de reserva de divisas	Crecimiento en préstamos al gobierno, bancos e instituciones no financieras	Inflación
<b>Asia</b>	11.9	10.1	1.8	4.0	16.3	8.8	7.5	7.8
<b>Corea</b>	12.6	10.9	1.8	3.5	22.0	5.4	16.6	11.3
<b>Malasia</b>	10.9	8.0	2.9	3.3	15.3	15.1	0.2	3.0
<b>Filipinas</b>	10.3	10.1	0.2	5.3	16.5	7.2	9.3	11.9
<b>Tailandia</b>	13.7	11.3	2.5	4.0	11.5	7.6	3.9	5.0
<b>América Latina</b>	16.0	7.9	8.0	21.7	92.6	5.5	87.1	155.1
<b>Argentina</b>	26.3	4.7	21.6	58.1	182.9	4.3	178.6	238.2
<b>Chile</b>	5.4	5.3	0.1	9.1	121.2	4.1	117.1	83.9
<b>Colombia</b>	9.9	8.8	1.1	11.2	21.0	6.4	14.6	18.4
<b>México</b>	19.6	8.0	11.6	13.6	30.1	2.9	27.2	31.4
<b>Perú</b>	18.6	12.9	5.7	16.7	107.9	9.9	98.0	403.5
<b>Todos los países</b>	14.1	8.9	5.3	13.8	58.7	7.0	51.7	89.6

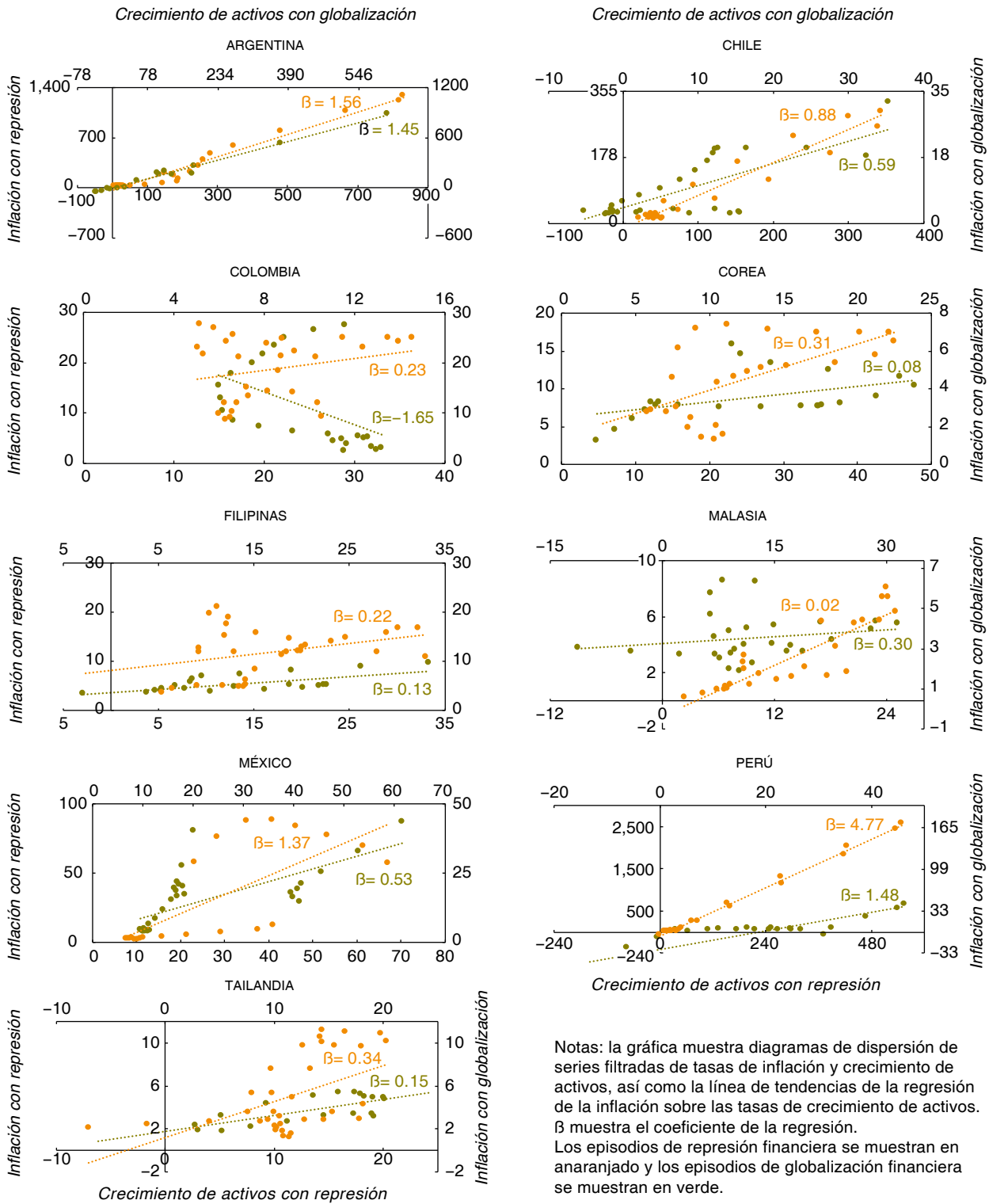
Nota: las tasas de crecimiento de activos no incluyen cambios de valuación.

financiera y el verde para identificar el coeficiente durante la globalización. Casi todos los coeficientes durante los episodios de globalización financiera son mucho más pequeños que aquellos durante la represión financiera. En algunos casos, como el de Colombia, el coeficiente de regresión es negativo. Estas estimaciones sugieren que, en plena globalización, las autoridades monetarias reaccionaron con más fuerza a las presiones de inflación y su credibilidad aumentó. Sólo los coeficientes de la regresión para Argentina son bastante similares durante los episodios de represión y globalización. Estas pendientes parecen reflejar los abandonos frecuentes de la liberalización financiera: la represión financiera se elimina en 1977, se reintroduce

en 1982 después de la crisis de 1981, se elimina a principios de los años noventa y se reintroduce nuevamente en los primeros años de este siglo, tras la crisis de 2001. En estos retornos a la represión financiera, la política monetaria regresa a un régimen de predominio fiscal e incluso parece conducir a una pérdida de credibilidad durante la desregulación financiera.

El interrogante es si la globalización financiera en efecto genera credibilidad y estabiliza la política monetaria o si las reformas realizadas antes de la desregulación de los mercados financieros son la razón de las políticas de baja inflación y de la credibilidad. Analizo dichas relaciones en la siguiente sección.

**CRECIMIENTO MONETARIO E INFLACIÓN: RUPTURAS O CONTINUIDAD**  
Porcentajes



---

### 3. LA SECUENCIA DE LAS REFORMAS Y LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA<sup>7</sup>

---

La conexión de la liberalización financiera y las crisis en los mercados emergentes ha suscitado que muchos pongan en tela de juicio los beneficios de la globalización financiera y recomienden la imposición de controles de capital. En general, el consenso es que detrás del vínculo entre las crisis y la liberalización está la falta de buenas instituciones tanto públicas como privadas. Por lo tanto, muchos llegan a la conclusión de que los gobiernos deberían realizar las reformas en secuencia: mejorar primero las instituciones gubernamentales y regular mejor las instituciones financieras nacionales, y luego, desregular el sistema financiero y abrir la cuenta de capital. De lo contrario, sobreviene una crisis (ver, por ejemplo, Stiglitz, 2000).

No obstante, como argumentamos en Kaminsky y Schmukler (2008), la propuesta de que la liberalización debería suceder a las reformas institucionales pudiera ser irrelevante si tales reformas nunca se aplican antes de la liberalización, y solamente las reformas institucionales ocurren principalmente como resultado de la desregulación financiera. De hecho, una abundante bibliografía académica indica que es muy difícil que los gobiernos promuevan reformas en los países con un sector financiero reprimido y que la globalización financiera es la que desencadena las reformas. Por ejemplo, Rajan y Zingales (2003) señalan que las empresas bien establecidas –y, por lo tanto, los funcionarios públicos– en general se oponen a las reformas que promueven el desarrollo financiero porque este propicia la competencia. Estas empresas incluso podrían verse perjudicadas por el desarrollo financiero y la liberalización porque implican mejores reglas de divulgación y su cumplimiento (lo que disminuye la importancia de las garantías y la reputación de estas empresas), además de que permiten el ingreso de nuevos participantes, aumentando la competencia y reduciendo los ingresos. Sin embargo, estos autores indican que la oposición a las reformas es tal vez más débil en las economías más abiertas donde abundan los intercambios comerciales así como los flujos de capitales. En este caso, el libre acceso a los mercados internacionales de capital permite a las empresas más grandes y conocidas obtener recursos en el exterior, de ahí que apoyen más las políticas que favorecen el desarrollo financiero y la liberalización. Asimismo, Stulz (2005) muestra que la globalización financiera puede ocasionar una minimización del problema de doble discrecionalidad, es decir, el incentivo tanto de gobiernos como de ejecutivos corporativos con información privilegiada para expropiar a los inversionistas externos. Por ejemplo, al proporcionar una salida a los

---

<sup>7</sup> El análisis en esta sección se basa en Kaminsky y Schmukler (2008).



inversionistas residentes, las fronteras abiertas pueden “atar la mano incautadora del gobierno”. La globalización financiera también crea incentivos para que las empresas mejoren su gobierno corporativo: dado que tales reformas son costosas, será más probable que las empresas las efectúen cuando sus costos sean compensados con financiamiento externo menos gravoso.

Estos dos puntos de vista contrarios sugieren interpretaciones distintas del comportamiento cambiante de los agregados monetarios, la inflación y la credibilidad. Si los gobiernos introducen reformas antes de desregular el sector financiero y la cuenta de capitales, los cambios en la política monetaria, la credibilidad y la inflación podrían ser consecuencia

de una mejoría generalizada en las instituciones y no un efecto de la globalización financiera. Si los cambios en las instituciones no anteceden a la globalización financiera y de hecho son promovidos por el fin de la represión financiera, como sugieren Rajan y Zingales (2003) y Stulz (2005), entonces los cambios en la política monetaria, la inflación y la credibilidad son propiciados

por la globalización financiera. Para analizar estas hipótesis alternativas, en mi trabajo con Sergio Schmukler (Kaminsky y Schmukler, 2008) comparamos el momento de la liberalización financiera y de las reformas institucionales. Con este fin, recopilamos datos sobre la calidad de las instituciones y sobre las leyes que rigen el funcionamiento adecuado de los sistemas financieros. En ese artículo, la información sobre la calidad de las instituciones se obtiene del índice de estado de derecho publicado en la International Country Risk Guide (ICRG). El índice evalúa la fortaleza y la imparcialidad del sistema jurídico, así como el respeto de la ley. Asimismo, con el fin de evaluar mejor el funcionamiento del sistema financiero, utilizamos los datos de Bhattacharya

y Daouk (2002) sobre la vigencia y la aplicación de la legislación sobre operaciones financieras con información privilegiada. En el cuadro 2 se muestran los resultados señalados en dicho estudio para 14 mercados emergentes, el cual muestra las probabilidades de que la liberalización financiera ocurra si las reformas ya se han llevado a cabo. En particular, en dicho estudio analizamos si las reformas institucionales ocurren antes de la liberalización *parcial* o *total* del sector financiero. Si los gobiernos mejoran la calidad de las instituciones antes de empezar a desregular el sector financiero, cabría esperar la probabilidad de una liberalización *parcial* condicionada a una mejoría institucional cercana a 1. En contraste, si la libera-

lización promueve las reformas, dichas probabilidades serían de casi 0. En este caso, cabría esperar que las probabilidades de una liberalización *total* estuvieran condicionadas a una reforma de las instituciones cercana a 1, dado que la liberalización *total* ocurre, en promedio, cinco años y medio después de iniciarse la desregulación financiera.

En el cuadro 2 se observa que las reformas institucionales ocurren mayormente después de iniciada la liberalización financiera. Las instituciones que protegen los derechos de propiedad, identificadas con el índice de estado de derecho, sólo mejoran en un 18% de los casos antes de la liberalización *parcial* de los mercados financieros. De igual modo, las instituciones que facilitan los contratos entre ciudadanos, como se refleja en las leyes contra operaciones financieras con información privilegiada, parecen mejorar también después de iniciada la liberalización financiera. Por ejemplo, si bien en el 62% de los casos ya existían, antes de iniciarse la liberalización financiera, leyes contra las operaciones financieras con información privilegiada, este delito empieza a perseguirse judicialmente en sólo un 11% de los casos. Llama

Las reformas institucionales ocurren mayormente después de iniciada la liberalización financiera

Cuadro 2

## LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y REFORMAS INSTITUCIONALES

Tipo de liberalización financiera	Probabilidades de liberalización condicionales				
	Existencia de leyes de información privilegiada		Aplicación de leyes de información privilegiada		Mejoras en la ley y el orden
<b>Liberalización parcial</b>	62	<sup>c</sup>	11		18
<b>Liberalización completa</b>	77	<sup>c</sup>	44	<sup>b</sup>	64 <sup>c</sup>
<b>Prueba de hipótesis (Valor-p)</b>					
Liberalización parcial = Liberalización completa	0.17		0.08		0.02

Notas: este cuadro es una reproducción de G. Kaminsky y S. Schmukler ficha, p. 133. Muestra la probabilidad de la liberalización financiera condicional en la existencia y aplicación de leyes de información privilegiada y en mejoras permanentes en la ley y el orden. La muestra incluye 14 países en Asia y América Latina: Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Taiwán, Tailandia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Venezuela. <sup>a</sup>, <sup>b</sup>, <sup>c</sup> representan el 10, 5, y 1 por ciento de significancia, respectivamente.

Fuente: "Short Run Pain, Long Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles", *Review of Finance*, vol. 12, 2008, pp. 253-292.

la atención que tanto las instituciones que protegen los derechos de propiedad como las que regulan los contratos sólo mejoran de modo notable después de la liberalización parcial de los mercados financieros. Para cuando el sector financiero se ha liberado del todo (unos cinco años y medio en promedio, a partir de que inicia el proceso de desregulación), el estado de derecho ha mejorado en el 64% de los casos y las operaciones financieras con información privilegiada se persiguen judicialmente en el 44% de los casos. Esta evidencia despierta dudas sobre la idea de que los gobiernos en los mercados emergentes tienden reformar las instituciones antes de empezar a desregular el sector financiero. Y al contrario, la evidencia sugiere que la liberalización propicia las reformas institucionales, como argumenta Stulz (2005).

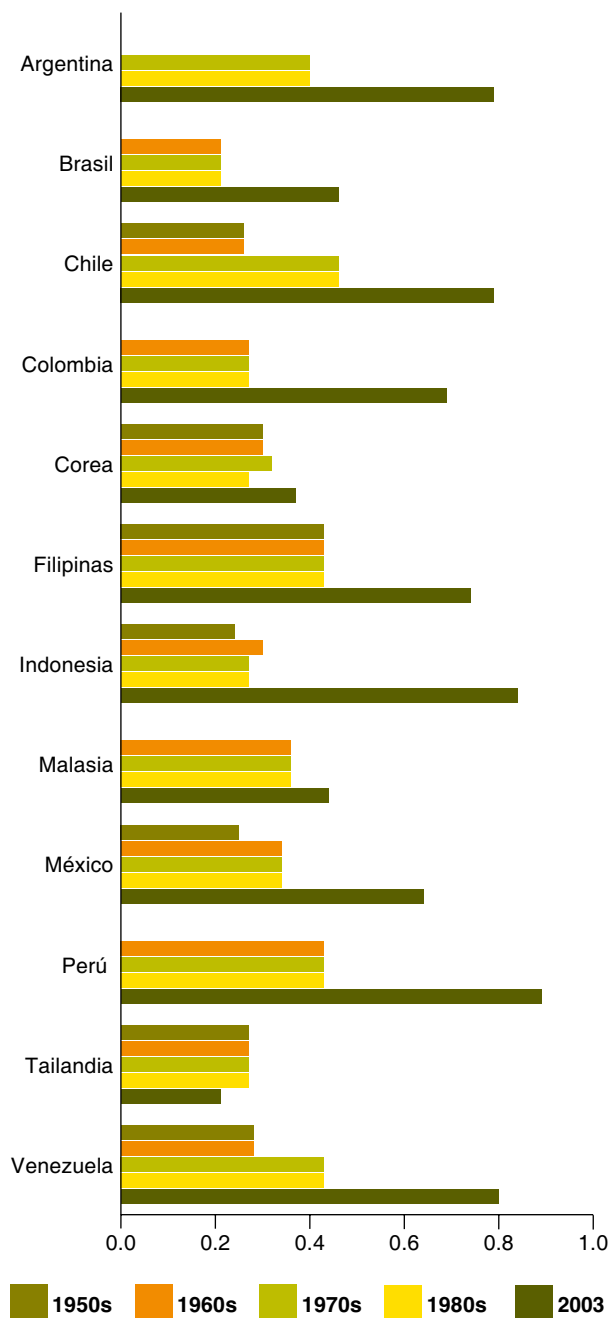
Para complementar este resultado, también analizo el momento en que mejora la independencia del banco central. En la gráfica 3 se muestra la evolución de la independencia del banco central para una muestra similar de países utilizada para estudiar la secuencia de reformas y desregulación en el cuadro 2.<sup>8</sup> Los índices de independencia del banco central provienen de Cukierman, Webb y Neyapti (1992) y de Crowe y Meade (JEP, 2007). El llamado índice CWN de independencia del banco central refleja la independencia jurídica, y se deriva de las medidas de independencia del gobernador del banco central, la independencia del banco central para formular políticas, su mandato y el rigor de los límites en su crédito al gobierno. Las estimaciones para los años cin-

<sup>8</sup> Los únicos índices de independencia de los bancos centrales que faltan en la gráfica 2 son los de Hong Kong y Taiwán. Las fuentes utilizadas no informan la evolución de dichos índices.

Gráfica 3

### EVOLUCIÓN DE LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL

Índice de independencia del banco central



Nota: la gráfica muestra el índice de independencia del banco central de Cuckierman, Webb, y Neyapti (1992) actualizada por Crowe y Meade (2007).

cuenta, sesenta, setenta y ochenta provienen de Cukierman, Webb y Neyapti (1992). Crowe y Meade (2007) ampliaron este índice para incluir 2003. Desafortunadamente, no existe información respecto al decenio de los noventa. No obstante, esta cifra sugiere que la independencia se incrementó significativamente en los años noventa en la mayoría de los países que componen la muestra, después de que desregularon sus mercados financieros y redujeron sus controles de capital.

## 4. REFLEXIONES

Se ha culpado a la globalización de la pérdida de independencia de la política monetaria y de la inestabilidad macroeconómica en la periferia emergente. También se ha argumentado que, con la globalización, los ciclos de expansión y contracción monetaria en los centros financieros desencadenan políticas monetarias procíclicas en la periferia, lo que exacerba el ciclo económico subyacente (el fenómeno de que “las calamidades nunca llegan solas”). No obstante, la evidencia presentada arriba sugiere que la globalización ha producido mejores instituciones y políticas en las economías en desarrollo. Asimismo, las políticas monetarias en la periferia ahora están menos vinculadas al financiamiento de los déficits presupuestarios. La inflación elevada y crónica ha desaparecido en muchos países y los bancos centrales gozan de más credibilidad. Aunque durante los episodios de globalización aún resultan afectados los países en la periferia por los cambios a la política monetaria motivados por el ciclo económico en el centro financiero, muchas economías emergentes ya no están interviniendo de manera procíclica en el mercado cambiario. Como muestran Végh y Vuletin (2012), con mejores instituciones, los bancos centrales han podido superar el miedo al tipo de cambio flotante y están utilizando la tasa de interés controlada por el banco central para fines anticíclicos.

No obstante, después de unos 30 años de globalización financiera, la opinión pública está cambiando de nuevo y muchos están a favor de reintroducir los controles de capital. En un mundo que está avanzando inexorablemente hacia la represión financiera, no deberíamos olvidar las lecciones de los mercados emergentes.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Bhattacharya, Utpal, y Hazem Daouk (2002), "The World Price of Insider Trading", *Journal of Finance*, vol. 57, núm. 1, pp. 75-108.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1996), "Inflows to Capital to Developing Countries in the 1990s", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, núm. 2, primavera, pp. 123-139.
- Chinn, Menzie, y Hiro Ito (2008), "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, núm. 3, pp. 307-320.
- Crowe Christopher y Ellen Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 21, núm. 4, otoño, pp. 69-90.
- Cukierman, Alex, Steven Webb y Bilin Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *World Bank Economic Review*, vol. 6, núm. 3, pp. 353-398.
- Kaminsky, Graciela, y Sergio Schmukler (2008), "Short Run Pain, Long Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles", *Review of Finance*, vol. 12, pp. 253-292.
- Lucas, Robert E. Jr. (1980), "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money", *American Economic Review*, vol. 70, pp. 1005-1014
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales (2003), "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, vol. 69, núm. 1, pp. 5-50.
- Reinhart, Carmen, y Vincent Reinhart (2008), "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", en Jeffrey Frankel y Christopher Pissarides (eds.), *NBER International Seminar on Macroeconomics*, pp. 9-62.
- Sargent, Thomas, y Paolo Surico (2011), "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money: Breakdowns and Revivals", *American Economic Review*, vol. 101, febrero, pp. 109-128.
- Stiglitz, Joseph (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, vol. 28, núm. 6, pp. 1075-1086.
- Stulz, René M. (2005), "The Limits of Financial Globalization (Presidential Address to the American Finance Association)", *Journal of Finance*, vol. 60, núm. 4, pp. 1595-1638.
- Végh, Carlos, y Guillermo Vuletin (2012), "Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets", NBER Working Paper, núm. 18175, junio.