

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos

Rodrigo Vergara
Banco Central de Chile

N.º 38 - Octubre 2010

ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos¹

Rodrigo Vergara
Banco Central de Chile
Octubre 2010

Resumen

Luego de la crisis internacional, la mayor desde la Gran Depresión, ha surgido un sano debate en materia de política monetaria. El mundo vive un proceso de revisión de algunos paradigmas que de alguna forma fueron cuestionados por la crisis. Es esperable que ésta tenga efectos duraderos en algunas de las políticas de los bancos centrales. No obstante, también es previsible que los mayores cambios digan relación con aquella parte de las políticas de estas entidades más relacionadas con la estabilidad financiera que con la política monetaria propiamente tal.

El objetivo de este documento es analizar algunos de los elementos de la discusión actual en materia de política monetaria y cambiaria a la luz de la experiencia y la discusión en Chile. Se comienza con un breve resumen de la reciente evolución macroeconómica y de la política monetaria. Luego se hace un análisis más específico y conceptual sobre dicha política luego de la crisis. En particular se analizan tres temas: (i) la conveniencia de cambiar desde metas de inflación a metas del nivel de precios; (ii) las estrategias de salida de la política monetaria no convencional luego de la crisis; (iii) la política cambiaria.

En relación al primero de estos temas, se argumenta que, los costos de las metas de nivel de precios (que se observan con más intensidad en períodos de alta inflación) hacen pensar que, por el momento, son una opción inferior a las metas de inflación. En el segundo tema, se destacan los problemas que los bancos centrales enfrentan para salir de políticas no convencionales. Afortunadamente, dadas las circunstancias económicas, para Chile fue un proceso relativamente fácil. Finalmente, en materia cambiaria se analizan algunas opciones de política y se argumenta que lo que sucede en el mercado cambiario no es irrelevante para la política monetaria.

¹ Una versión previa de este documento fue presentada en la conferencia “Inflation Targeting in Open Economies: Challenges in a Post-Crisis World”. Praga, 24 de septiembre de 2010. Agradezco a Sofía Bauducco, José De Gregorio y Pablo García por sus valiosos comentarios; sin embargo, todas las opiniones expresadas aquí son de mi responsabilidad.

I. Introducción

Luego de la crisis internacional, la mayor desde la Gran Depresión, ha surgido un sano debate en materia de política monetaria. En diversos círculos, por ejemplo, se ha cuestionado a los bancos centrales por no haber evitado la incubación de esta crisis. Parte del cuestionamiento dice relación con la supuesta tardanza en implementar una política monetaria restrictiva para frenar el alza en el precio de los activos². También ha habido cuestionamientos a los esquemas de meta de inflación como los utilizados por Chile desde hace más de una década que, se argumenta, no serían adecuados para este tipo de períodos de inestabilidad financiera. Por cierto, ha surgido literatura que desmiente esta versión y que muestra que los esquemas de metas de inflación son perfectamente consistentes con el objetivo de estabilidad financiera³. Es así, como el mundo vive un proceso de revisión de muchos paradigmas que de alguna forma fueron cuestionados por la crisis. Es esperable que ésta tenga efectos duraderos en algunas de las políticas de los bancos centrales. No obstante, también es previsible que los mayores cambios digan relación con aquella parte de las políticas de estas entidades más relacionadas con la estabilidad financiera que con la política monetaria propiamente tal. Así, por ejemplo, es razonable esperar que la regulación y supervisión macroprudencial evolucione en el sentido de mayor prevención de riesgos sistémicos⁴, no obstante es menos evidente que la política de metas de inflación sufra mayores modificaciones, al menos en el corto plazo.

El objetivo de este documento es analizar algunos de los elementos de la discusión actual en materia de política monetaria y cambiaria a la luz de la experiencia y la discusión en Chile. Se comienza con un breve resumen de la reciente evolución macroeconómica y de la política monetaria. Luego se hace un análisis más específico y conceptual sobre dicha política luego de la crisis. En particular se analizan tres temas: (i) la conveniencia de

² La conveniencia de usar la política monetaria para afectar el precio de los activos ha sido materia de controversia. Ver por ejemplo Borio y Lowe (2002), White (2006) y Bernanke y Gertler (2001).

³ Svensson (2010).

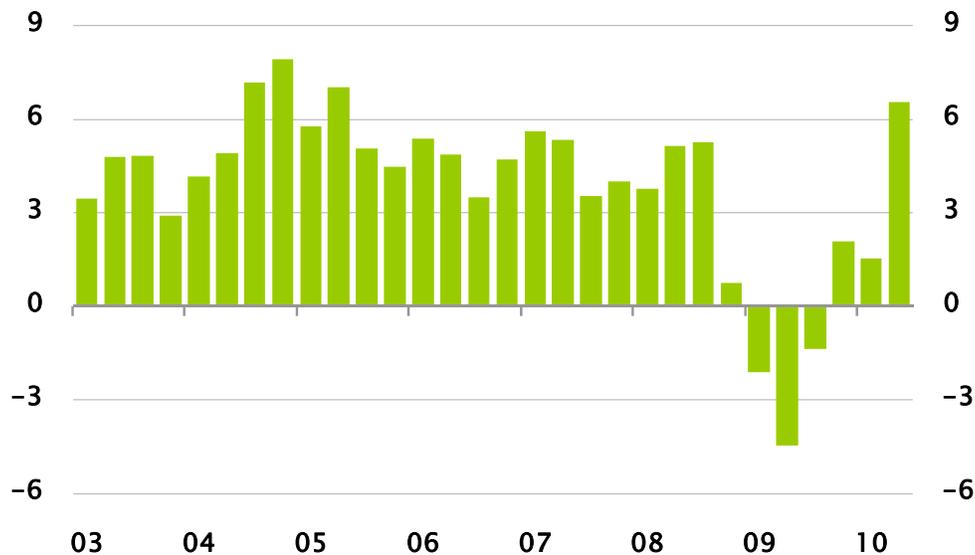
⁴ De hecho, los recientes acuerdos de Basilea (Basilea 3) van en esa dirección.

cambiar desde metas de inflación a metas del nivel de precios; (ii) las estrategias de salida de la política monetaria no convencional luego de la crisis; (iii) la política cambiaria.

II. Evolución macroeconómica reciente en Chile

La crisis internacional golpeó fuerte a la economía chilena. En 2009 el PIB cayó un 1,5% en la que fue la primera recesión en 10 años (Figura 1). La demanda interna se redujo un 6% y el IPC cayó un 1,4%, nuestra primera inflación anual negativa desde la década de 1930. La política macroeconómica reaccionó rápidamente. Por un lado, la política fiscal se hizo muy expansiva y el presupuesto pasó de un superávit del 4,3% del PIB en 2008 a un déficit del 4,4% en 2009. El gasto público aumentó 17% durante el año 2009 y los ingresos fiscales disminuyeron considerablemente, no sólo por la contracción económica, sino también debido a algunas reducciones de impuestos transitorios. Como en el resto del mundo, hay un debate pendiente sobre los efectos de la política fiscal que no se abordará en esta ocasión. Sin embargo, es importante mencionar que la posición fiscal de Chile era muy fuerte antes de la crisis (y lo sigue siendo). En efecto, durante los cinco años previos a la crisis (2004-2008) se registró un superávit presupuestario promedio de 5,4% del PIB. La deuda neta del gobierno es negativa, esto es el gobierno chileno se convirtió en un acreedor neto. Esto significa que en Chile hoy en día la sostenibilidad fiscal no es un problema como lo es en muchos países. Sin embargo, se ha discutido sobre la forma de revertir la expansión fiscal. El gobierno se ha comprometido a reducir el déficit estructural del 3% del PIB en 2009 a 1% del PIB en 2014 (al final del actual mandato presidencial).

Figura 1
Crecimiento del PIB
(Porcentaje)

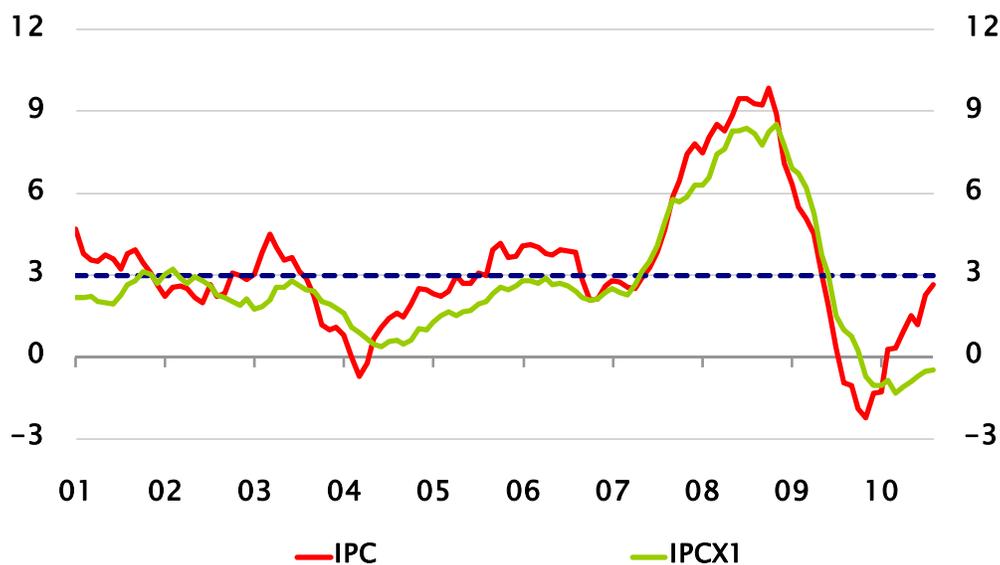


Fuente: Banco Central de Chile

El Banco Central de Chile (BCC), por otro lado, implementó tanto instrumentos de política monetaria convencionales como no convencionales para hacer frente a la crisis. Durante los dos años previos, la inflación (Figura 2) se ubicó sobre la meta, muy influida por el aumento de precios de los alimentos en el mundo (Chile es un importador neto de granos), pero también por una demanda agregada muy dinámica. Desde entonces, la tasa de política monetaria (TPM) había aumentado y en Septiembre de 2008 alcanzó 8,25%. Durante el cuarto trimestre de 2008, a medida que las tensiones financieras y de liquidez se propagaban en todo el mundo, el Banco Central llevó a cabo una serie de medidas de estabilidad financiera. Los colaterales para las operaciones de liquidez del Banco Central fueron ampliados para incluir no sólo instrumentos del gobierno y del Banco Central, sino también los depósitos bancarios. Se implementó un programa de repos en dólares a largo plazo, además de operaciones repo a largo plazo a tasa de interés flotante. En enero de 2009 a medida que los efectos de la crisis internacional se hacían sentir en el país, el Banco Central inició un agresivo proceso de reducción de la tasa de interés. En julio de 2009 alcanzó su mínimo histórico de 0,5%. Como se consideró que esto no era suficiente, el

Banco Central decidió aplicar también políticas no convencionales. La más significativa fue la denominada FLAP (Facilidad de Liquidez a Plazo), que consistió en operaciones repo a 90 y 180 días para empresas bancarias. El objetivo de este instrumento era reforzar la señal dada al mercado que las tasas de corto plazo seguirían siendo bajas durante un período de tiempo prolongado (esto además del anuncio explícito, en las minutas de política monetaria y en los comunicados, que la TPM se mantendría baja por lo menos hasta el segundo trimestre de 2010).

Figura 2
Indicadores de inflación
Variación anual (porcentaje)



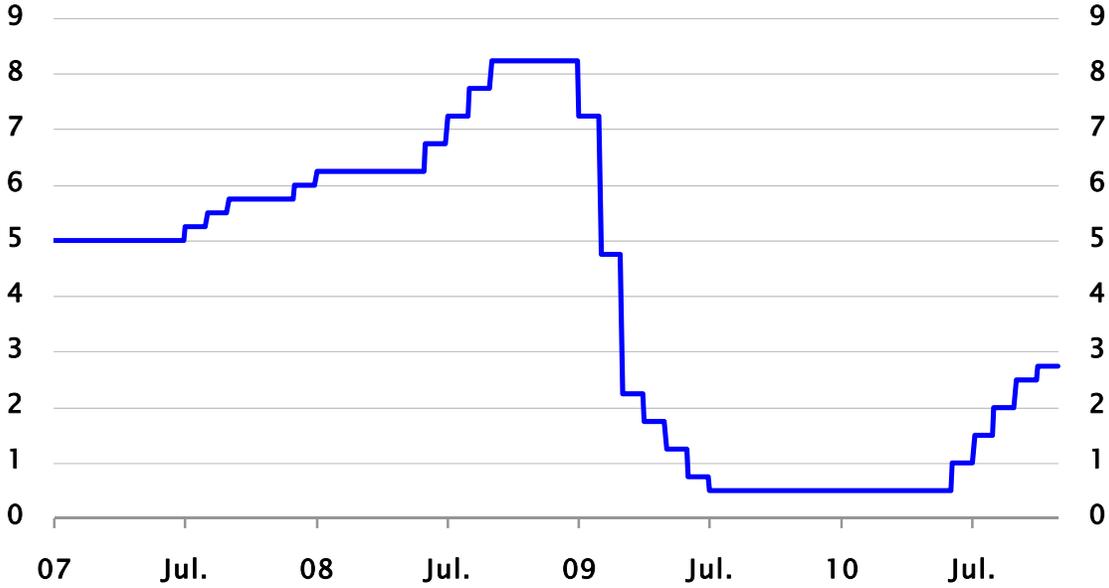
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En el segundo semestre 2009, la economía chilena comenzó a mostrar signos de recuperación. El crecimiento del cuarto trimestre (y-o-y) fue positivo y las expectativas para el corto plazo mejoraron sustancialmente. El terremoto de febrero de 2010 (el quinto más fuerte registrado en el mundo) introdujo una pausa en el proceso de recuperación, y el PIB en el primer trimestre creció sólo 1,5%. Sin embargo, después de los efectos negativos iniciales, el crecimiento retomó el fuerte dinamismo previo y en el segundo trimestre el PIB

creció un 6,5%, estimándose que las elevadas tasas de crecimiento podrían mantenerse al menos hasta 2011.

Las medidas no convencionales fueron reducidas gradualmente y eliminadas por completo en junio. La política convencional ha seguido el mismo camino ya que en junio, por primera vez en un año, las tasas de interés se incrementaron en 50 puntos base, hasta el 1% (Figura 3). En las siguientes reuniones de política las tasas han mantenido su tendencia al alza, llegando en octubre a 2,75%.

Figura 3
Tasa de Política Monetaria
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

III. Temas de política monetaria y cambiaria.

Voy a referirme ahora a una discusión más conceptual de tres temas que creo son muy relevantes para los bancos centrales en un mundo post crisis: la meta de política monetaria,

la estrategia de salida de las políticas no convencionales o políticas en el límite inferior de las tasas de interés nominales y la política cambiaria.

Meta de política monetaria: la inflación versus el nivel de precios.

Ha habido un debate en la profesión sobre si una meta de inflación es un objetivo razonable en una situación donde la inflación y las expectativas de inflación son muy bajas o incluso negativas. Si este es el caso, las tasas reales serán positivas, incluso con tasas de interés nominales de corto plazo cercanas a cero. Una posible solución es comprometerse a mantener baja la tasa de interés por un periodo más largo de lo inicialmente estimado, a fin de dar forma a las expectativas de tasas de interés⁵. Esto afectaría las tasas de interés de largo plazo y tendría un efecto sobre la demanda agregada. Este enfoque tiene el objetivo de reducir las tasas de interés reales de largo plazo a través de una reducción esperada de las tasas de interés nominales a corto plazo. El Banco Central de Chile hizo esto después de reducir la TPM a su mínimo.

Por otra parte, en principio, también es posible influir en las tasas de interés reales a través de las expectativas de inflación. Una alternativa para lograr esto en un período de tasas de inflación bajas es con un objetivo de nivel de precios⁶. Dado que la inflación es muy baja o incluso negativa, este objetivo implica que en el futuro la inflación será mayor para lograr un determinado nivel de precios, y que en dicha situación el Banco Central no debiera tomar ninguna acción correctiva a través de un aumento en las tasas de interés. Esto garantizaría tasas de interés reales de corto plazo bajas o incluso negativas por un período de tiempo más largo. Una de las ventajas es que, en principio, es un mecanismo más automático que tratar de influir directamente en las expectativas de las tasas de interés de corto plazo. Además, es un ancla más apropiada para el nivel de precios que las metas de inflación.

Aunque la idea parece conceptualmente interesante, no está exenta de dificultades tanto teóricas como de aplicación. En efecto, una opción de esta naturaleza enfrenta un posible problema de inconsistencia temporal. Una vez que la inflación ha vuelto a niveles normales

⁵ Bernanke y Reinhart (2004).

⁶ Vestin (2006), Ambler (2009).

es muy difícil para las autoridades monetarias dejar que la inflación aumente por encima de estos niveles, incluso si previamente se han comprometido a hacerlo. Esto es especialmente cierto si hay inercia en la inflación (este podría ser el caso de algunos países en desarrollo en donde los niveles de indexación son significativos), debido a que la potencialidad del nivel de precios como ancla para la inflación se ve reducida.

El caso opuesto es aún más complejo. Supongamos, por ejemplo, que la inflación ha sido alta durante un tiempo y que el nivel de precios está muy por encima del objetivo. En este caso, apuntar al nivel de precios puede requerir una deflación durante algún tiempo y los costos reales de ello pueden ser demasiado altos. Por ejemplo, en Chile hubo dos años con la inflación por encima de la meta en 2007 y 2008. El apuntar a una deflación con el objetivo de lograr la estabilidad de precios habría sido muy difícil de explicar en ese momento. En cierto modo esto se asemeja a la discusión de la década de 1920 sobre la conveniencia de volver al patrón oro con las paridades de preguerra. Dicha política produjo una deflación que fue fuertemente criticada en la época y luego abandonada⁷. Volviendo a la experiencia chilena, el hecho es que al final, el año siguiente (2009) fue un año de inflación negativa *ex post* debido a la crisis financiera internacional, pero que no tenía nada que ver con una decisión *ex profeso* para lograr un determinado nivel de precios.

Desde un punto de vista teórico, este debate tiene que ver con qué es lo que está en la función objetivo del Banco Central. Si se supone que el argumento de dicha función es la inflación y no el nivel de precios, entonces al usar este último se tiene un problema inconsistencia temporal.

Desde el punto de vista comunicacional también es más difícil de explicar un objetivo de nivel de precios que una meta de inflación^{8 9}. En resumen, aunque el debate es importante, los costos de implementar un objetivo de nivel de precios muy probablemente superan a los

⁷ Keynes, en su famoso panfleto escrito en 1925 (“The Economic Consequences of Mr. Churchill”), critica fuertemente al entonces Ministro de Hacienda inglés de la época, por implementar esta política. Churchill, más tarde, reconocería que había sido un error importante.

⁸ Aunque alguna literatura encuentra que no siempre es el caso. Preston (2008), por ejemplo, encuentra que si el Banco Central no entiende correctamente el comportamiento de los agentes, una meta de niveles de precios sería una mejor ancla para las expectativas.

⁹ En el caso de Chile la existencia de una unidad indexada como la UF puede ayudar. De hecho, en este caso lo que tiene que ser anunciado como meta es el valor que la UF tendrá en un año.

beneficios. Por otro lado, claramente las metas de inflación no están libres de problemas. Por un lado, no necesariamente proporcionan un ancla para el nivel de precios -es decir, un salto en el nivel de precios no tiene que ser revertido-. Por otro lado, como se discutió previamente, eventualmente podría ser más difícil conseguir tasas de interés reales de largo plazo bajas o negativas. Sin embargo, en comparación con los costos de un objetivo de nivel de precios, éstos son de menor relevancia.

Política monetaria no convencional: la estrategia de salida

Es interesante notar que en el último tiempo diferentes países enfrentan distintos dilemas sobre las políticas monetarias no convencionales. Por un lado, los países desarrollados discuten la utilidad de profundizar el relajamiento cuantitativo mientras las economías sigan mostrando signos de debilidad. El tema fundamental es qué tan efectivo es profundizar en estas medidas, pues existen dudas sobre su efecto marginal a través del canal de crédito, en un entorno donde las tasas de interés a largo plazo ya son bastante bajas. Debe destacarse que esto no es un cuestionamiento al relajamiento cuantitativo *per se*, sino únicamente a la conveniencia de seguir profundizándolo. Por otra parte, las economías en desarrollo están en el proceso de salida de las políticas no convencionales como resultado de un crecimiento sólido de sus economías que lleva a un cierre de brechas de capacidad.

Está claro que cuando las políticas convencionales llegan a un límite, las no convencionales tienen un papel que desempeñar y deben ser utilizadas como corresponde. Si esto se hace ya sea mediante la alteración de la composición del balance del Banco Central y/o extendiendo su tamaño depende de la situación específica a la que se enfrenta la economía. En una situación dramática, como la que enfrentaron muchas economías desarrolladas durante la crisis reciente, lo más probable es que se necesiten ambas políticas además de otras adicionales.

Por su naturaleza, estas medidas debieran ser de corto plazo. Sin embargo, en la práctica su retiro no es tan fácil, lo que puede llevar a que permanezcan por largo tiempo. De hecho la discusión sobre la mantención de estos instrumentos se mantiene a varios años ya de

iniciada la crisis. Se puede pensar en dos tipos de políticas no convencionales. Las más tradicionales, aquellas discutidas aquí, son las destinadas a la profundización de los efectos de la política monetaria cuando las tasas de interés nominales están cerca del límite inferior (esto es, cercanas a cero). Las otras, que de alguna manera se asemejan a políticas cuasi-fiscales, son las dirigidas de manera más directa a corregir los mercados de créditos perturbados (como la compra de créditos de baja calidad). Este segundo caso es más complicado. Chile cuenta con una larga experiencia en esta materia debido a la crisis bancaria de principios de 1980. Afortunadamente, en la crisis actual no fue necesario utilizar este tipo de medidas. En este caso, la salida es muy compleja y no es fácil tener una estrategia predeterminada. De cualquier manera, los costos de una salida tardía incluyen un incremento del riesgo moral en el futuro y el deterioro del balance del Banco Central. El costo de una salida anticipada es una recesión más profunda.

La estrategia de salida para las políticas no convencionales con un objetivo estricto de política monetaria (inflación) tampoco es fácil, debido a que también pueden involucrar problemas de inconsistencia temporal. Por un lado, para que tengan efecto sobre las expectativas inflacionarias de largo plazo, se deben mantener por un período largo, incluso más allá de que la inflación comience a repuntar. Por otra parte, para las autoridades monetarias es muy difícil mantenerlas cuando ello empieza a pasar, porque podría poner en riesgo su meta inflacionaria hacia adelante. En Chile la estrategia fue centrarse en la tasa de interés de política monetaria como el elemento clave, asegurando al mercado que se mantendría baja durante un período determinado de tiempo ("al menos hasta el segundo trimestre del próximo año", decía el comunicado de prensa en el tercer trimestre de 2009). Al mismo tiempo, se introdujo un relajamiento cuantitativo para apoyar esa afirmación. A medida que el plazo para mantener las tasas bajas se acercaba y la economía comenzaba a mostrar claros signos de dinamismo, las políticas no convencionales fueron eliminadas progresivamente y su eliminación completa coincidió con el primer incremento en la tasa de interés de política monetaria.

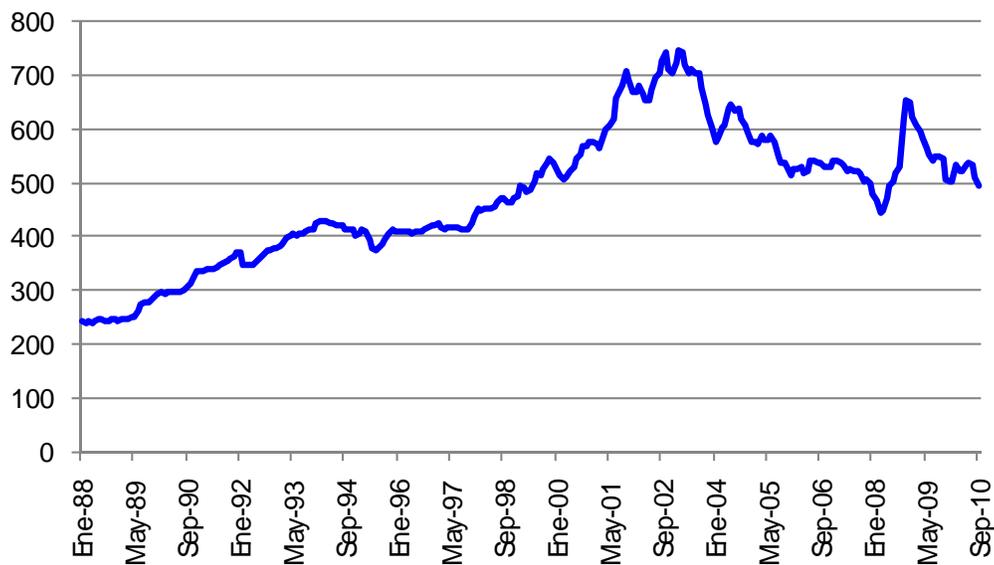
Aunque, tal como se dijo, la estrategia de salida no siempre es fácil, en el caso reciente de Chile no hubo mayores problemas dado que, como la economía estaba en un camino claro

de recuperación, no hubo dudas de que las políticas no convencionales ya no eran necesarias. Por otra parte, también quedó claro a mediados de 2010 que tampoco era necesario seguir con una política convencional excesivamente expansiva.

Política cambiaria

Gran parte de las economías emergentes han sido testigos de la reanudación de los flujos de capitales en los últimos meses. Para algunas de ellas también los términos de intercambio han aumentado debido al incremento en los precios de los productos básicos (en el caso de Chile el precio del cobre es el más relevante). Por lo tanto, no es una sorpresa que las monedas de estos países se hayan apreciado significativamente este año (Figura 4). Los flujos de capitales y la apreciación también han aumentado los temores de burbujas en los precios de los activos de estas economías.

Figura 4
Tipo de Cambio Nominal
(CLP/USD)

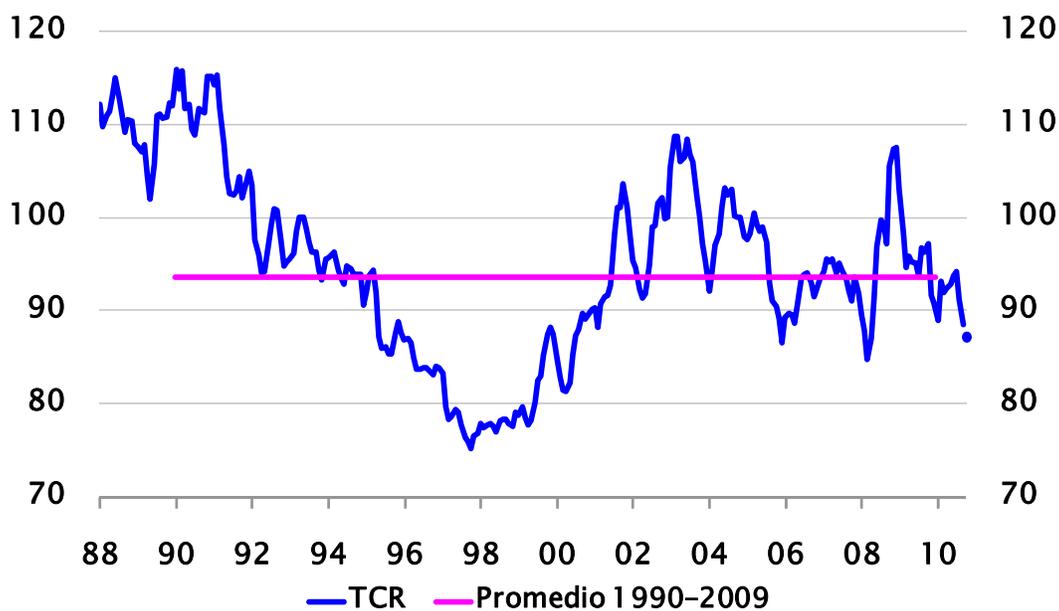


Fuente: Banco Central de Chile

Las metas de inflación requieren un sistema de tipo de cambio flexible para no tener más de un objetivo. Sin embargo, es evidente que, especialmente (pero no sólo) para las economías pequeñas y abiertas el tipo de cambio real es un precio muy importante. Tanto es así, que

no es raro ver presiones crecientes sobre el gobierno y el Banco Central para "hacer algo para reducir la apreciación de la moneda local". Las intervenciones pueden ser muy costosas y muchas veces ineficaces, por lo que deben ser vistas como una medida de última instancia. Sin embargo, es importante ser pragmáticos y si hay evidencias claras de que el tipo de cambio está desalineado de sus fundamentos, la intervención no debe ser descartada. De hecho, si ese es el caso (lo que no es fácil de determinar) la intervención se traducirá en beneficios para el Banco Central. En Chile ha habido tres episodios de intervenciones durante la última década. En 2001 y 2002, el Banco Central vendió divisas producto de las presiones al alza en el tipo de cambio generadas por la crisis de algunos países vecinos. El valor de la divisa llegó a un nivel tal que en algún momento se consideró que se apartaba de sus fundamentos (Figura 5). A principios de 2008, cuando ocurrió lo contrario, el Banco Central anunció un programa para comprar moneda extranjera en un período de ocho meses (el programa se suspendió antes de que se completara debido a que la crisis internacional llevó a una depreciación del peso).

Figura 5
Tipo de Cambio Real
(Índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile

Los controles de capital no pueden ser descartados tampoco, pero su eficacia es aún más controvertida. En una economía globalizada es cada vez más difícil imponer estos controles, sobre todo en las salidas o entradas realizadas por parte de agentes nacionales.

Hay otras medidas menos dramáticas, que pueden ser consideradas para tratar una apreciación importante de la moneda. A continuación, se destacan tres de ellas:

- i. En primer lugar, la política de comunicación sobre lo que se puede y no se puede hacer debe ser muy clara. Algunas veces existe la idea de que la autoridad monetaria tiene todas las herramientas para manejar el tipo de cambio a su discreción. Es importante comunicar que no es así. Hay fuerzas fundamentales que no pueden ser modificadas por la voluntad exclusiva de las autoridades. Por ejemplo, un aumento permanente en los términos de intercambio inevitablemente, provocará una reducción del tipo de cambio real de equilibrio. Los agentes económicos deben tener esto claro para evitar que se produzca un debate que no tiene sentido.
- ii. En segundo lugar, el desarrollo del mercado de derivados es clave, particularmente en economías emergentes en las que este mercado no está bien desarrollado. Los agentes económicos sujetos a la volatilidad del tipo de cambio, valoran en gran medida el ser capaces de reducir la incertidumbre con respecto a esta variable. Por supuesto que para ellos es más importante el primer momento de la distribución, pero eso no quiere decir que no les interese también el segundo momento.
- iii. Finalmente, siempre existe la pregunta sobre lo que la política monetaria puede y no puede hacer. Si una economía se encuentra en una buena situación económica en relación con el resto del mundo, es probable que el diferencial de tasas de interés aumente y que esto provoque entradas de capital. La solución de los libros de texto para las economías que enfrentan este escenario con tipos de cambio flexibles es que precisamente el tipo de cambio se tendrá que ajustar, esto es se mantendrá el arbitraje con una apreciación de la moneda que genere expectativas de depreciación en el futuro. Si este es el caso, las tasas de interés deben de aumentar todo lo necesario para mantener la inflación bajo control, y la variable de ajuste es el tipo de cambio.

Sin embargo, también hay que considerar que una moneda más apreciada (si no es sólo un fenómeno de muy corto plazo) reduce las presiones de precios, lo que a su vez reduce la necesidad de una mayor restricción monetaria o a lo menos da más espacio para graduar dicho ajuste en el tiempo. En otras palabras, lo que sucede en el mercado cambiario no es irrelevante para la política monetaria.

Finalmente, un tema relacionado con lo anterior. Es interesante observar que la política monetaria ha sido culpada por muchos de no controlar el auge de los precios de los activos antes de la crisis. No obstante, es importante resaltar que en economías emergentes los auges de precios de activos en general, vienen junto con (o en la forma de) una apreciación de las monedas locales. Si ese es el caso, una política monetaria más restrictiva, en la medida que atrae más entradas de capital, podría estimular más la inflación de precios de activos. Este es un ejemplo de por qué hacer frente a las burbujas de precios de los activos exclusivamente a través de la política monetaria no es necesariamente una buena idea¹⁰.

¹⁰ De Gregorio (2010).

Referencias

- Ambler, S. (2009). "Price Level Targeting and Stabilization Policy: A Survey", *Journal of Economic Surveys* **23**, pp. 974-997.
- Bernanke, B. y M. Gertler (2001). "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" Vol. 91, No. 2, *AEA Papers and Proceedings*, pp. 253-257.
- Bernanke, B. y V.R. Reinhart (2004). "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review* Vol. 94, N° 2, pp.85-90.
- Borio, C. y P. Lowe, P. (2002). "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Paper No. 114.
- De Gregorio, J. (2010). "El Rol de los Bancos Centrales Tras la Crisis Financiera", *Documentos de Política Económica*, Central Bank of Chile.
- Keynes, J.M. (1925). "The Economic Consequences of Mr. Churchill", in *Essays in Persuasion*, London, The Collected writings of John Maynard Keynes, The Royal Economic Society, New York: Macmillan, 1972.
- Preston, B. (2008). "Adaptative Learning and the Use of Forecasts in Monetary Policy", *Journal of Economics Dynamic and Control* 32. Vol. 32, N° 11, pp. 3661-3681
- Svensson, L. (2010). "Inflation Targeting", forthcoming in Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Volume 3a and 3b, Elsevier.
- Vestin, D. (2006). "Price-Level versus Inflation Targeting", *Journal of Monetary Economics* 53, pp. 1361-1376.
- White, W. (2006). "Is Price Stability Enough?", BIS Working Paper No. 205.