

告别 动荡



货币政策改革如何才能帮助五个主要的拉丁美洲国家摆脱周期性危机，实现经济稳定

乔尼·伊凡·卡娜莱丝-克瑞坚科、路易斯·I. 杰克姆、阿里·阿里奇、伊凡·路易斯·德奥利维拉·利马

20多年以前，金融动荡、货币危机，甚至恶性通货膨胀，困扰着拉丁美洲大部分国家。这些令人痛苦的境况时常发生，给社会和经济造成了严重影响——破坏了生产，使许多人失去了工作，有时甚至会把人们一生的积蓄化为乌有。整个社会深陷在沮丧的氛围中。

而今，一切已今非昔比了，尤其对于拉丁美洲最大的五个国家而言，这五个国家占该地区国内生产总值的80%左右。巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁——我们称之为拉美五国（LA5）——在该地区起到了带头作用，成功应对了这场全球金融危机，使这个地区变成了增长最为强劲的新兴市场之一。可是，在20年前，大多数人还都不会认为这些拉丁美洲国家能够取得如此巨大的变化。那么，他们是如何成功地做到这一点的呢？

尽管有许多因素发挥了作用（其中包含侥幸的成分），然而，中央银行的体制改革和货币政策框架的革新却是两项关键性的要素。这些影响深远的改革并非一朝一夕之功，并且这些改革之所以取得了成效，主要是因为拉美五国在十多年来所坚持的可靠的财政和金融政策，这些政策使可能造成不利形势的一些短板得到了抑制。这些政策共同增强了中央银行的能力，使之维持了价格的稳定，树立了信誉——而这又提升了他们对民众和企业的通胀预期的引导能力。中央银行的角色得到加强，这不仅仅因为其肩负着抵御通货膨胀的明确使命，还因为其施行了更为完善的政策，提升了沟通能力和透明度，从而使得银行的自主权和责任感得到了增强。这些完善的政策帮助了这些经济体免受这场全球性金融和经济危机所带来的最为恶劣的影响（见本期《金融与发展》“拉丁美洲国家的稳步转型”一文）。

加大自主权，增强责任感

在大多数情况下，新颁布的法律都赋予了拉美五国的中央银行以维持价格稳定的主要使命。这些中

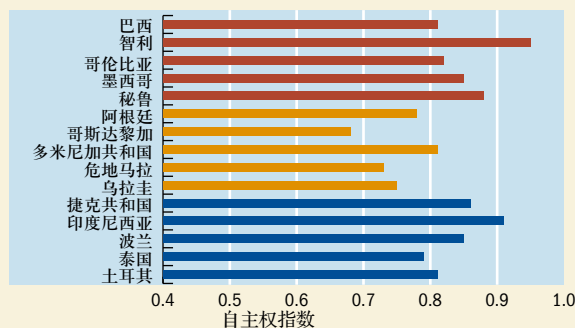
央银行被授予了广泛的自主权，以履行他们的使命并抵御政治压力和来自利益集团的压力。在大多数国家中，消除货币政策决策与政界之间的联系，成为了这场改革的一个里程碑——其途径是将中央银行董事会成员的任期延长，使之超过总统任期，或与之部分重叠。其他主要的法律条款还包括授予中央银行管理政策利率的权力以及禁止或限制直接贷款给政府。作为赋予中央银行这个自主权的交换条件，这项立法强化了中央银行对市场和整个社会所负有的责任，要求中央银行通过频繁的沟通，向市场和社会披露并解释其政策、目标和效果。

如今，拉美五国的中央银行是拉丁美洲最具自主权的中央银行，而且比许多其他重要新兴市场的中央银行（见图1）还要稍好一些。但是，这并不意味着其没有了进一步改善的空间。例如，巴西可以把中央银

图1

自主支配

拉美五国中央银行是拉丁美洲地区最具自主权的中央银行，与那些依然采用通货膨胀目标制的其他新兴市场相比具有优势。



资料来源：卡娜莱丝-克瑞坚科等（2010年）。

注：自主权指数衡量中央银行相对于政治流程的独立性。该指数采用多项标准，包括法定授权、如何制定政策、是否面向政府发放贷款以及对社会的责任感。指数在0与1之间变化，其中0表示最不具独立性，而1则表示最具独立性。其他的拉丁美洲国家指阿根廷、哥斯达黎加、多米尼加共和国、危地马拉和乌拉圭。其他新兴市场指捷克共和国、印度尼西亚、波兰、泰国和土耳其。

行的自主权以立法的形式确立下来——尽管在过去的16年中，巴西央行实际上一直享有自主权。在选任中央银行董事会成员时，哥伦比亚和秘鲁的中央银行可以进一步杜绝政界的参与，而墨西哥和智利可以要求政府将中央银行资本维持在充足的水平。

更为完善的政策

有了维持价格稳定的明确使命，拉美五国的中央银行将通货膨胀目标制作为其货币政策的根基——把消费品物价膨胀速度设为主要目标。这项新的政策体制锁定了通胀预期，增强了货币政策的灵活性，其中包括汇率领域。为了更加有效地履行他们的使命，拉美五国的中央银行改变了其运作技巧。最终，他们全部选择了将短期利率（即“政策利率”）作为其运作目标，以达到抑制通胀的目的。中央银行利用政策利率来昭示货币政策立场的变化，当通胀压力增大时，提升政策利率；当通胀压力缓解时，降低政策利率。同时，拉美五国的中央银行也在拓展和强化自身能力，开展一些公开市场业务，这些业务使他们能够保持国内流动资金的供需平衡，同时使市场利率接近政策利率。这就要求他们完善自我能力，对影响国内流动性的主要因素进行预测，如货币需求和政府现金流。

提升透明度

这些改革和政策创新得益于沟通的强化和透明度

动用筹措资金

当外部金融环境较为有利和出口价格较高时，拉美五国中央银行积累了大量的国际储备。

当外部环境变得糟糕时，拉美五国中央银行利用这些储备降低其货币贬值的幅度。巴西和墨西哥卖出了几乎10%的国际储备，但是他们依然遭遇了有史以来最严重的货币贬值——在2008年8月至2009年2月间，贬值近30%。秘鲁中央银行几个月之内便使用了近20%的国际储备，使得其市值仅下滑了11%。

相比之下，智利和哥伦比亚的货币贬值幅度高于秘鲁，这两个国家只卖出了很少的国际储备。此外，鉴于这场全球性金融危机强度的不确定性，为了更加保险起见，拉美五国中有的中央银行设法为其储备头寸获得其他外部援助。哥伦比亚和墨西哥获准使用IMF新推出的信贷安排，即灵活信贷安排。这种信贷安排专门针对施行强有力政策并具有制度框架的国家而设置，这些国家可以在需要的时候从IMF贷款。巴西和墨西哥也可与美国联邦储备局交换价值300亿美元的本国货币。

拉美五国中央银行也采用其他办法增加在本经济体内存取外汇的渠道，如通过外汇互换（巴西与智利）。

的提升。事实证明，这对于提升货币政策的有效性和公信力发挥着至关重要的作用。随着时间的推移，拉美五国越来越擅长于阐释其政策战略和单个的政策决策。在十年左右的时间里，拉美五国的中央银行每年撰写和公开披露通货膨胀或货币政策报告达三四次。在报告宣布之前所举行的会议期间，他们决定政策利率水平，并阐释利率改变及其他政策决定的根据；一些中央银行会将其董事会会议记录公开出版。同时，拉美五国的中央银行也不断地同市场进行信息沟通，必要时，召开新闻发布会。这些中央银行也会公布主要宏观经济变量的市场观点数据——尤其是对于通货膨胀和经济活动预期的市场观点——以及他们自己所做的预测。这种数据的充分可获取性有助于增强公众的信任感，因为市场的参与者可以以相当低的成本验证货币政策当局的行为是否与他们所述的目标相一致。

除了影响深远的货币改革之外，在政府税收和支出政策以及银行业监督和监管方面也出现了重大的改进。2003—2007年，利用大宗商品价格上涨和宽松的全球金融环境之机，拉美五国得以构建财政和外部缓冲机制——降低了公共债务负担和国际储备跃升所造成的风险——对外部经济冲击起到了缓冲作用。与此同时，这些国家还改进了监管和监督机制，目的是避免对破产机构进行大规模的紧急救助。这些变化有助于拉美五国减少其经济和金融方面的短板，促进中央银行一以贯之地执行可信而灵活的货币政策。

小试牛刀

之后，两项重大事件相继对全球造成沉重打击。2007年，食品和石油价格飞涨；2008年9月，随着华尔街投资公司雷曼兄弟的倒闭，全球性的金融危机正式开始。

飞涨的大宗商品价格连同一些国家的需求压力使通胀预期超过既定目标。为了将这些溢出效应限制在核心通胀（不含能源和食品价格）的范围之内，中央银行通过提高利率收紧了货币政策，到2008年年中，利率达到了峰值。由于资本的流入和有利的贸易比价，国内货币有升值的趋势，这使得进口成本下降，使通胀压力得到了缓解。拉美五国的官方外汇干预和外汇储备积累各不相同。

相比之下，这场全球性金融危机同时伴随着风险规避行为的急剧增加，导致国内投资和外来投资的突然停顿。全球贸易迅速崩溃，世界范围的经济衰退随之而来，这减轻了通胀的压力。过去，这些与全球经济衰退和债务削减相关的突然停顿会加剧拉丁美洲国家的国内货币和银行业危机。而这一次，新施行的货币政策手段——以及更好的总体经济状况和更有利的财政政策——使拉美五国的中央银行在应对实际汇率

大幅波动的同时维持了价格的稳定性。

由于对货币政策的信任，通胀预期维持在既定目标水平之内。这意味着，拉美五国可允许名义汇率有不同程度的下降，以便着手进行应对这场全球危机的许多工作，同时还可不必过于担心通胀的影响。但是，他们并没有完全将汇率交由市场决定。鉴于全球金融市场较大的不稳定性，他们维持对贸易的监管，以免市场失去理智。拉美五国的中央银行在外汇市场出售了此前所积累下来的大量国际储备，并取消了此前所采取的吸收外汇流动性的措施（见专栏）。

尽管汇率大幅下滑，并导致进口价格的提升，然而，公众对通胀的预期却依然很低。值得注意的是，调查显示在这场危机的大部分时间内，12个月的通胀预期均保持在既定目标范围内——即使实际通货膨胀超出了既定目标的范围（见图2）。这意味着，中央银行的公信力使市场能够区分周期性的短期通胀和长期趋势。

缓解经济衰退的打击

2009年年初，这场全球性的金融危机演变成了一场全球性的经济衰退，拉美五国中央银行开始削减政策利率，以帮助实现经济的恢复。货币政策放宽的步伐各不相同，主要取决于对通胀的预测和每个国家在经济周期中所处的阶段。在雷曼兄弟公司倒闭之前，

中央银行的公信力使市场能够区分周期性的短期通胀和长期趋势。

政策利率很高，因此，与那些政策利率此前已经接近为零的发达经济体相比，大多数的拉美五国中央银行可大幅削减政策利率。而且，其还像发达经济体的中央银行一样，采取了各种各样的措施，以缓解其经济中的现金短缺现象，如放松中央银行机构提供流动资金的准入制度以及降低法定准备金率。另一方面，由于这些国家在这场突然爆发的全球性危机之前的国内利率较高，鉴于货币政策的滞后效应，这可能会加剧这些国家的经济衰退。

信息沟通非常重要。中央银行向市场阐释了他们的政策决定和目标。他们强调，对低通胀和经济衰退的展望可确保异乎寻常地大幅降低政策利率这一举措的正当性。他们注意到，为了维持正常的流动性状况，需要采取扩张性的货币政策。正常的流动性状况是金融稳定的一个内在参照。然而，在解释其宽松货币政策和确保金融市场正常运行的决定时，拉美五国中央银行清晰地释放出这样的信息，一旦出现通胀压力，即可启动从紧的货币政策，这种情况在巴西、智利和秘鲁均有发生。

然而，尽管他们最近取得了成功，但是还远没到可以自鸣得意的时候。这些国家已经在面临着另一个挑战。在发达经济体还处于疲于应对时，这些经济体从这场全球经济低迷中潇洒地恢复了活力，因此，又一次成了境外投资者的宠儿。拉美五国将如何应对这场新的投资热潮，这将是对其金融和经济稳定的风险管理能力的又一次考验。■

乔尼·伊凡·卡娜莱丝-克瑞坚科（Jorge Iván Canales-Kriljenko）是IMF非洲部高级经济学家；路易斯·I.杰克姆（Luis I. Jácome）是IMF货币与资本市场部副处长；阿里·阿里奇（Ali Alichí）是IMF亚太部经济学家；伊凡·路易斯·德奥利维拉·利马（Ivan Luís de Oliveira Lima）是IMF货币与资本市场部技术援助顾问。

本文基于乔尼·伊凡·卡娜莱丝-克瑞坚科、路易斯·I.杰克姆、阿里·阿里奇、伊凡·路易斯·德奥利维拉·利马所撰写的IMF工作论文101292《经受住全球风暴的袭击——拉美五国货币政策改革的成效》（于2010年12月公布）。

图2

信任通胀承诺

即使不断上涨的大宗商品价格使得2007年和2008年的消费品物价大幅上升，企业和消费者对通胀的预期依然维持在或接近拉美五国所设定的目标范围。

