

La independencia del Banco Central y la democracia en América Latina¹

Salomón Kalmanovitz

Introducción y resumen

Existe la noción de que el manejo monetario independiente por parte de los bancos centrales del mundo occidental es opuesto a la democracia. Se argumenta que los directores del banco central carecen de legitimidad por no ser elegidos por el pueblo y además no responden políticamente por sus actos. En cambio, los gobiernos democráticamente elegidos se tienen que responsabilizar por las decisiones del banco central independiente y cuando las cosas salen mal resultan castigados en las elecciones (Stiglitz, 1998). De contera se podría agregar, desde el punto de vista del banquero central, que un auge largo y sostenible de la economía propiciado por una buena política monetaria ayudará a la reelección del gobierno de turno, sin importar sus méritos.

Para los críticos más acerbos los asuntos de fondo son: 1. si el área de política monetaria es tan diferente a las demás como para tener un comité de tecnócratas no elegidos y que actúan en forma secreta; y 2. si en verdad la política monetaria independiente produce resultados tan gratos que se convierten en un “almuerzo gratis” para la sociedad.²

En este ensayo se plantea un aspecto general que ha sido tratado poco en la literatura sobre la independencia del banco central que consiste en que al reducir la inflación está eliminando un impuesto que nunca fue negociado entre los representantes de los contribuyentes y el soberano. Se trata entonces de un impuesto despótico, caótico a veces y regresivo, que por la acción del banco central es devuelto al pueblo. La acción del banco central obliga entonces al soberano a buscar las formas legales y democráticas para financiar su gestión, acudiendo a los excedentes económicos de la sociedad, de tal modo que la tributación se torna más negociada, progresiva y transparente con y frente a los ciudadanos. Y es que el poder destructivo de capital y empleo que tiene la emisión excesiva de dinero es equivalente a una guerra civil que deja la economía y la población en ruinas, reflejo de la irresponsabilidad macroeconómica del gobierno o de conflictos políticos irresolubles. El banco central independiente es, por lo tanto, una institución que balancea el poder ejecutivo y constituye un ingrediente esencial del gobierno limitado. En este sentido, el banco independiente contribuye a que exista más democracia e impide que el gobierno abuse de su poder de emitir dinero falseado.

Esto es especialmente pertinente en la América Latina, a donde se dirige el interés más específico de este trabajo, puesto que muchos de sus gobiernos han contado con poderes omnipotentes, que incluyen el de la emisión monetaria. Muchos de los gobiernos de la región han abusado peculiarmente de ese impuesto que en varias ocasiones se ha vuelto una expropiación masiva de las rentas y salarios de la población y de buena parte del capital existente, lo mismo que de los depósitos del público en el sistema financiero. El resultado macroeconómico ha sido igualmente calamitoso: hiperinflación, contracción

¹ Preparado para el **Colloque « Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : l'Amérique latine, un laboratoire? »**. Organisé par le GREITD, l'IRD et les Universités de Paris 1 (CRI-IEDES), Paris 8 et Paris 13, junio de 2000.

² Sheri Berman, Kathleen R. McNamara, “Bank on Democracy. Why Central Banks Need Public Oversight”, **Foreign Affairs**, Volume 78, No 2 pp.2-8

del producto, fuga de capitales y la multiplicación de la miseria. Ello quiere decir que una pérdida del poder de emitir por parte del gobierno y su entrega a un grupo de expertos bajo el compromiso fundamental de reducir la inflación y, sobre todo, de defender la estabilidad macroeconómica, aumenta el bienestar de la sociedad, aunque el gobierno deba responder ante el electorado por políticas monetarias con las cuales puede no estar de acuerdo. Este es un mal menor frente al enorme beneficio que resulta de la estabilidad de precios y macroeconómica para toda la población. Si sólo el banco central independiente pudiera evitar los desórdenes macroeconómicos agudos, se tendría acceso a un almuerzo sino gratis sí relativamente barato.

En torno al problema político de fondo, en los países en desarrollo y en América Latina las “políticas son guiadas por reglas informales en vez de leyes y procedimientos formales porque estos países carecen del rango y profundidad de instituciones necesarias para la implementación de políticas y su coordinación” (Berman, McNmara, p. 4). Si en tales circunstancias se puede establecer el banco central como una institución formal, removida o por lo menos alejada de los intereses políticos inmediatos, puede cumplir un papel ordenador en torno a la obtención de niveles moderados de inflación que contribuirán a normalizar el crecimiento de la economía en cuestión.

El banco central en el modelo clásico

El desarrollo capitalista se profundizó ampliamente en Occidente sólo después de las revoluciones democráticas que se desataron en Inglaterra, Holanda, Estados Unidos, el norte de Europa y Francia. North y Weinsgat han escrito un ensayo clásico en el que plantean los mecanismos institucionales que introdujo la “revolución magnífica” en Inglaterra durante el siglo XVII y que favorecieron el desarrollo de la acumulación privada de capital.³ Mientras la Iglesia romana controlaba el sistema de crédito y los monarcas imponían impuestos confiscatorios o préstamos forzosos que frecuentemente incumplían a la burguesía, esta podía difícilmente desarrollarse. Existían unos ingentes riesgos para la seguridad de su capital y de sus inversiones, mientras el ahorro se concentraba en manos de la Iglesia cuyos excedentes invertía en templos, monasterios, las artes y las obras sociales. Las guerras originaban grandes déficit fiscales que se solventaban con las formas abusivas descritas o con la falsificación de la moneda, lo que llevaba a inflaciones altas que eran una forma encubierta pero muy real de impuestos despóticos y expropiatorios.

El parlamento siempre le imponía condiciones y le exigía garantías al monarca para otorgarle préstamos y este lo clausuraba frecuentemente. Cuando las contradicciones llegaron a un punto álgido, el parlamento formó su ejército que derrotó al del rey. Se formó una nueva ecuación de poder en la cual la burguesía tributaba voluntariamente, a cambio de lo cual supervisaba por medio de su representación la forma como se gastaban los impuestos, la monarquía debilitada practicaba disciplina fiscal y les otorgaba a los más destacados prestamistas de la época el ser socios del Banco de Inglaterra. Surgió un compromiso creíble del Estado en torno a que no abusaría financiera o inflacionariamente de los ciudadanos. El balance de fuerzas entre el

³ Douglass North, Barry Weinsgat, “Constitutions and Commitment: the Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeen Century England”, en Lee J. Alston, Thráinn Eggertsson, Douglass C. North, **Empirical Studies in Institutional Change**, Cambridge University Press, Cambridge, 1996.

ejecutivo y el parlamento garantizaban este compromiso. Esas relaciones de igualdad son la base de la democracia moderna y con el tiempo se fueron ampliando a más y más población. El gobierno pudo imponer impuestos progresivos a los ciudadanos y en forma más autoritaria cuando el país entraba en guerra, pero siempre en forma frontal, visible y conocida por todos.⁴ Los impuestos garantizaron un estado fuerte y desprovisto de las formas de corrupción que asolan a los estados que no cuentan con la aceptación de su población y sobre todo de sus ricos para pagar impuestos suficientes.

El Banco de Inglaterra fue creado como sociedad accionaria “joint stock company” y sus socios, los banqueros más sólidos y de mejor reputación de la época, obtuvieron el privilegio de no tener responsabilidad por encima del capital que se habían comprometido a invertir en el Banco. El Tesoro de la nación hacía todas sus operaciones por medio del Banco a partir de 1697 y la emisión estaba sometida a las restricciones del patrón oro. El Banco debía mantener una reserva grande tanto de oro como de papel para encarar cambios bruscos de pagos, más aún en la medida en que su prestigio creció y se volvió una de las instituciones garantes de depósitos de los gobiernos de países europeos, donde la moneda se depreciaba con frecuencia, y de los hombres más ricos del mundo. En todo caso sus billetes eran convertibles en oro y en eso se basó la confianza del público durante dos siglos. Cada vez que tuvo alguna dificultad, el Tesoro inglés lo respaldaba con depósitos y públicamente.

La garantía de la solidez de la libra esterlina volvió a Londres y su city, y en su city a Lombard Street, en el centro financiero internacional durante dos siglos y algo más. Había en este arreglo un compromiso de Estado de no incidir de manera irresponsable en la emisión monetaria para obtener una financiación gratuita o barata para el gobierno. Pero el hecho de que siempre pagara cumplidamente sus deudas hizo que las letras del tesoro obtuvieran en el mercado la tasa de interés más baja de todas y que sirviera de guía “benchmark” a todas las otras operaciones de crédito de mayor riesgo. El prestigio de varias casas bancarias mantenido durante siglos fue puesto al servicio de la moneda británica y de la administración del Banco, haciendo coincidir el interés privado de estos banqueros con el interés nacional de Inglaterra de tener una moneda que mantenía su valor contra todo tipo de vicisitudes.⁵

Sin embargo, eventos anormales como guerras o crisis financieras o choques a los términos de intercambio obligaban a abandonar la convertibilidad temporalmente para enfrentar gastos excesivos, pero con el conocimiento de que, superadas las emergencias, se daría una política monetaria contractiva que retomaría el valor de la moneda con relación al oro que ostentaba antes de esas emergencias (Bordo, Schwartz, 158). Se comenzó a gestar así la ingeniería del banco central que podía emitir sin excederse de ciertas cantidades fijas, incumpliendo temporalmente el compromiso con el patrón oro y se comenzó a vislumbrar su papel como prestamista de última instancia. En fin de cuentas, “en un mundo con crecimiento positivo, el patrón oro, basado en un recurso duradero no renovable, introducía un horizonte contractivo”(Bordo, Schwartz, 161), lo cual condujo a su abandono en 1914 y a que fuera liquidado definitivamente en la gran crisis que comenzó en 1929.

⁴ John Hobson, **The Wealth of States**, Cambridge

⁵ Walter Bagehot, **Lombard Street, a Description of the Money Market**, Orion Editions, 1873 y 1991, Philadelphia.

Los argumentos en torno a la independencia del banco central

El argumento a favor de la independencia del banco central es que el gobierno es proclive a emitir en exceso para obtener un mayor empleo y para financiar el déficit fiscal. El gobierno puede también justificar una mayor emisión en aras de defender la estabilidad financiera o de abaratar artificialmente la moneda nacional para aumentar el nivel de exportaciones y nuevamente de empleo. Tiene entonces varios motivos - de empleo, de ingreso fiscal, de estabilidad financiera y de afán mercantilista - que lo conducen a aumentar la oferta monetaria por encima de las necesidades que surgirían del crecimiento no-inflacionario de la economía (Cukierman, 17).

Voy a utilizar la definición de independencia provista por Alan Blinder (1998, 54) que me parece sensata: “la independencia del banco central significa, primero, que el banco central tiene libertad para alcanzar sus objetivos y, segundo, que sus decisiones son muy difíciles de suspender por otras ramas del gobierno”.⁶ Sus objetivos, sin embargo, deben ser fijados por los representantes del pueblo, ya sea por vía constitucional o por una ley del Congreso. La necesidad de ser independiente se desprende del largo tiempo que toma la política monetaria en producir resultados, rezagos de hasta dos años, y además en que se debe pagar el costo de desinflar la economía en el corto plazo, pero esto redundará en un crecimiento sano posterior que puede mantenerse por varios años.

Alesina y Summers plantean, siguiendo a Rogoff, que “delegar la política monetaria a un agente cuyas preferencias son más adversas a la inflación que las preferencias de la sociedad sirve como un instrumento de compromiso que permite mantener un nivel de inflación más bajo que en otras circunstancias”⁷. Pero no soluciona el problema el que el votante promedio querrá nombrar a un banquero más adverso que él mismo, como lo sugieren Alesina y Grilli(1993), puesto que tenderá a despedirlo cuando ese votante decida ser inconsistente temporalmente, mientras que el banquero central está siendo demasiado conservador en el frente antiinflacionario. Esto es una admisión de que la política monetaria puede ser también despótica pues a la sociedad se le niegan sus preferencias. Pero en verdad las preferencias sociales se expresan en forma confusa. No hay un referendo que pregunte a los ciudadanos si prefieren una inflación de 1000, 100, 30, 20, 10, 5 o 2.5%. Si lo hubiera, las preferencias ciertamente no serían favorables a las inflaciones mayores y mucho menos a la inestabilidad de la inflación que tiene costos altos para la mayoría de los ciudadanos. Se admitirían inflaciones pequeñas pero estables, en tanto hubiera mecanismos adecuados de indexación.

En todo caso, el impuesto inflacionario no es uno que pueda ser programado y conocido por todos en forma precisa ya que en sí mismo es difícil de calcular (base monetaria x inflación) y de planificar. No tendría sentido que en el Congreso se votara lo que sería el impuesto inflacionario a cobrar cada año y cómo se repartiría entre el gobierno y el sector privado. Lo que acepta la sociedad es que el banco independiente reduzca la inflación al mínimo compatible con un crecimiento económico acorde con los fundamentos macroeconómicos del mismo. En una sociedad en que está diseminado el republicanismo cívico, los ciudadanos estarán bien informados y no se dejarán engañar

⁶ En este sentido la independencia del banco central colombiano es débil frente a la Corte Constitucional que tiene el poder de intervenir sus decisiones puntuales en todo momento y que lo ha hecho en varias ocasiones (Kalmanovitz, 2000).

⁷ Alberto Alesina, Lawrence Summers, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Mayo de 1993, p. 151

por los políticos, demandándoles serias y estables políticas que mantengan baja la inflación sin sacrificar el crecimiento de largo plazo.

El argumento sobre el empleo es que dadas las rigideces del mercado laboral por la presencia de fuertes sindicatos y una legislación de salario mínimo, un exceso de emisión que genera una inflación no anticipada reduce los salarios reales y conduce la demanda por trabajo hacia niveles más altos. El gobierno tiene una mayor preferencia por el empleo que su aversión por la inflación. Sin embargo, los patronos y sindicatos renegocian sus contratos más adelante para compensar el nuevo nivel de salario real y el empleo adicional logrado comienza a ser despedido. Si la conducta inflacionista del gobierno se repite, los otros agentes sabrán anticipar las decisiones del gobierno en los nuevos contratos salariales, de tal manera que la tasa natural de empleo queda sin grandes modificaciones y, sin embargo, el nivel de inflación se ha incrementado positivamente.

Es interesante notar que los sindicatos no muestran tanta aversión contra la inflación como contra el desempleo que surge aparentemente de la política monetaria rigurosa, lo que se refuerza al considerar que, en un medio inflacionario, la negociación colectiva cobra una importancia crucial para sus afiliados y se realza de esta manera su función principal. En un mundo de inflación pequeña y estable, la función de defender los intereses de los trabajadores pierde mucho de su dramatismo y se vuelve una tarea aburrida. Por otra parte, los sindicatos públicos estarían interesados en aumentar el financiamiento de sus salarios sin importar que provengan de la pura emisión monetaria. En ambos casos, los intereses corporativos de los trabajadores no tendrán en cuenta las consecuencias nocivas que tiene la inflación para el resto de la sociedad.

Por último, un aumento artificial de la tasa de cambio, por medio de la adquisición de reservas internacionales a cambio de emisión monetaria, generará eventualmente un exceso de exportaciones sobre las importaciones y la tasa de cambio se verá presionada a devolverse a su posición original. En ambos casos, un compromiso creíble del banco central sobre la obtención de un nivel mínimo de inflación mantendría el mismo nivel de empleo natural y de balanza comercial pero con una inflación menor (Cukierman 1992, 17).

Si todo lo anterior es cierto, el gobierno que busca aumentar el empleo elevando la inflación no podrá lograrlo efectivamente y, por lo tanto, no tendría sentido afirmar que el banco central independiente es poco democrático porque se opone a esta acción del gobierno, en tanto esa acción no conduce a un aumento sostenible del empleo. Sin embargo, se acusan a los bancos independientes de siempre estar buscando mantener un nivel de desempleo mayor al que se deriva de las condiciones macroeconómicas. Son estas las que pueden conducir a un nivel mayor de empleo, si se cuenta con estabilidad, con compromisos creíbles de las autoridades fiscal y monetaria, y con el desmarre de los espíritus animales de los inversionistas. El banco central independiente busca suavizar las tasas de interés y ajustarlas en una u otra dirección según sí la economía se está enfilando hacia la recesión o hacia un auge no sostenible.

La tasa de sacrificio que debe sufrir la población para poder “arrancar la inflación del sistema” es considerada como necesaria por la ortodoxia. La tasa de sacrificio la define Lawrence Ball como el cociente de reducción de la tendencia de la inflación sobre reducción del PIB en relación con el PIB potencial. Examina desinflaciones de la OECD

y obtiene dos resultados: 1. La tasa de sacrificio es menor si es más rápida la desinflación y mayor si hay un ajuste gradual, resultado advertido por Sargent y que se basa en la premisa en que las expectativas no alcanzan a ajustarse para compensar por el ajuste, mientras que el gradualismo da tiempo para que los agentes negocien o frenen sus pérdidas. 2. La tasa de sacrificio es menor en cuanto mayor flexibilidad tengan los contratos de trabajo.

El verdadero peligro que entraña un banco central independiente es que tenga un sesgo deflacionista que someta a la economía a una pérdida grande de producto innecesariamente. (Fischer, 201) Pero esto es poco probable cuando el banco central se maneja con base en una meta de inflación que es compartida o propuesta por el gobierno y que está abierta a la discusión de todos los sectores económicos y políticos. Eso excluye la posibilidad de que el banco central se guíe por metas explícitas negativas.

La crítica de Stiglitz

La crítica fundamental de Stiglitz a las políticas monetarias de los bancos centrales independientes es que se hacen a espaldas de los oficiales elegidos por el pueblo. En el caso norteamericano, “el presidente es responsable por el comportamiento de la economía, no importa si ejerce control o no sobre la misma...(y) no cuenta con las herramientas que afectan la macroeconomía” (Stiglitz, 200-201).

A esta posición le hizo eco Guillermo Perry, al tiempo que era ministro de hacienda de Colombia, donde el banco central tiene la notable característica de estar presidido por el ministro de hacienda, lo cual obviamente debilita su independencia. Es claro además que no se separan claramente las responsabilidades respectivas. Perry afirmaba que “si hay una política monetaria excesivamente restrictiva, que aumenta las tasas de interés en un momento inoportuno, la opinión pública responsabilizará al gobierno, aunque la decisión se haya tomado dentro de la Junta Directiva con el voto negativo del ministro” (Aguilar, Junguito, p. Xxxviii). Cuando el banco central bajaba las tasas ante la sorpresa del gobierno, este igualmente se ufana de su “éxito”. Perry pretendía además que el gobierno asumiera responsabilidad por la política cambiaria que equivalía, en un régimen cambiario semi-fijo, a afectar necesaria y discrecionalmente la política monetaria⁸.

Según Stiglitz, la política monetaria hace una diferencia en el nivel de empleo y sobre el propio ciclo económico, en oposición a la ortodoxia que considera el dinero neutral y la política monetaria ineficaz en el largo plazo para cambiar las tasas naturales de empleo. De acuerdo con un trabajo de Greenwald y Stiglitz (1990, 1993) por él citado las mejores políticas monetarias de la posguerra han conducido al práctico fin del ciclo económico en los países desarrollados, particularmente en los Estados Unidos. De aquí se deduce que no tienen mayor sentido las desinflaciones oportunistas o posturas monetarias rigurosas para desactivar presiones inflacionarias antes de que estas se manifiesten en el nivel de precios. Él sugiere una política que llama de “expansionismo cauteloso”, en contraste con la perspectiva con que trabajan los bancos centrales, de definir un umbral de desempleo NAIRU (Non accelerating Inflation rate of

⁸ Junguito y Vargas demostraron en el mismo volumen que separar la política monetaria de la cambiaria era terminar con la independencia del banco central pues ambas quedarían a merced del gobierno de turno.

Unemployment) que no puede ser atravesado; de lo contrario aumenta el riesgo de producir inflación. Se menciona la reducción de ese umbral que se tenía en cerca del 6% de desempleo en los años 80 al 4% actual que exhibe la economía norteamericana, dados una apertura comercial y unos aumentos estructurales importantes de productividad, sin que la inflación haya superado el 3% a la fecha.

Sin embargo, afirmar el fin del ciclo económico capitalista es una hipótesis que tiene serios problemas. Si bien es cierto que la expansión vivida por la economía norteamericana en la posguerra ha sido gobernada por una expansión cuasi permanente del producto, ello no debería llevar a las conclusiones evidentes. “La calidad de los datos no es consistente a lo largo ...del período investigado, que problematiza tales comparaciones. En efecto, Romer (1989) ha argumentado que después de tener en cuenta tales problemas de medida, las fluctuaciones cíclicas desde la segunda guerra mundial han sido de la misma magnitud que las presentes antes de la primera guerra mundial” (Stock, Watson, en Taylor, 6). Si Romer tiene algo de razón, la implicación es que el banco central no es tan poderoso como lo supone Stiglitz, que no logra predecir adecuadamente en que parte del ciclo se encuentra la economía y, por lo tanto, no puede eliminar totalmente y si acaso ameliorar las oscilaciones de la producción, el empleo, las ganancias y la inversión. Una posición más agresiva del gran conocedor del ciclo The Big Brother (personaje de Orwel en **1984**) puede conducir a errores mucho más serios cometidos por el banco central que el de mantener una posición un tanto agnóstica sobre la capacidad de conocer el ciclo subyacente a la economía en determinado momento y generar un círculo virtuoso y permanente de pleno empleo e inflación muy baja.

En lo que toca el tema de la democracia, Stiglitz mantiene que mientras los compradores de bonos del tesoro – en general las entidades financieras, los fondos mutuos y de pensiones - son los más beneficiados con la política monetaria que trata de extirpar la inflación de la economía, sufren más los sectores marginales de trabajadores cuando el desempleo requerido para reducir la inflación los deja en la calle. Mientras los primeros tienen una sobre representación política en las esferas de decisión de los bancos centrales, los segundos no cuentan con ninguna y sus intereses no son tenidos en cuenta. La hipótesis de Stiglitz es que estos sectores marginales están mejor representados por el gobierno elegido, aunque no trae a cuento de que tengan algún grado de representación política efectiva o capacidad de cabildeo dentro del mismo. Habría la sospecha que estos sectores marginales son abstencionistas en las elecciones y que los que sí tiene poder de lobby son los grandes sindicatos que aumentarán su poder de negociación mientras más apretado y menos abierto esté el mercado laboral.

El caso es más grave para Adam Posen que considera que el banco central independiente es el resultado de un sector financiero demasiado fuerte interesado en la estabilidad de precios y que busca y logra influir la política para lograrlo. Desde esta perspectiva la independencia del banco central y la baja inflación están ligadas: no a que una cause la otra sino simplemente a que ambas son causadas por una coalición particular de intereses” (citado en Berman, McNamara, pp. 4 y 5) y, se podría agregar, de un sistema globalizado que pretende obtener la estabilidad de precios y tasas de cambio en todos los países facilitando así la movilidad del capital.

Lo primero que hay que aclarar es que el sector financiero no siempre es amigo de la baja inflación: cierto nivel de inflación puede ser conveniente para los bancos pues se

oscurece su margen de intermediación lo que facilita incrementarlo o sea que pueden hacer apropiación de parte del impuesto inflacionario. La desinflación no es entonces siempre en su interés. Pero tampoco se podría declarar a priori que si una política beneficia al sector financiero es necesariamente anti-social y anti-democrática. Decir que los intereses del sector financiero son inconvenientes para el resto de la sociedad, que son más justos y encompasantes los intereses de los sindicatos o de los marginados, puede ser una fijación ideológica ciega frente al bienestar de la sociedad, incluyendo el de los sectores subordinados. Se podría argumentar que el sistema financiero tiene un interés que puede resultar encompasante, en tanto es acreedor de todos los sectores de la economía y le conviene que todos, incluyendo los hogares, mantengan su poder adquisitivo para que puedan pagar sus deudas. Para mantener también estables sus relaciones pasivas y activas con el exterior, el sector financiero le conviene que las tasas de cambio sean estables aunque no necesariamente fijas para poder invertir globalmente sin excluir la necesidad de hacer ajustes nacionales.

En cambio, al trabajo organizado puede no importarle que el sistema de precios se desajuste o que se genere un impuesto inflacionario, en tanto logre conquistas salariales reales; les interesa además tener una economía cerrada sin competencia internacional, mientras saben que el pleno empleo aumenta su poder de negociación. Así mismo, el sector marginal que solo logra emplearse en situaciones de pleno empleo no le importará que la inflación aumente en tanto ellos logren colocarse. Es claro también que un proceso de desinflación favorece más al trabajo que al capital, pues mientras el primero hace contratos hacia futuro (uno o dos años), definidos con la experiencia de la inflación pasada, los precios son más flexibles y se le descuelgan a los empresarios. No sucede lo mismo con los salarios que aumentan de esta manera su poder adquisitivo. Se benefician igualmente los sectores marginales que encuentran un nivel estable en sus ingresos reales.

La postura ortodoxa informa que la independencia del banco central es necesaria porque de lo contrario los políticos se verán tentados a aumentar la oferta monetaria para generar un auge oportunista que les facilitará su reelección y que sólo después de esta comenzará a mostrar sus efectos inflacionarios, expropiatorios de poder adquisitivo y causando muchos otros problemas de desequilibrios macroeconómicos, de señales y de eficiencia en la economía. Es lo que se llama inconsistencia temporal: recogen los frutos de sus acciones en el corto plazo pero no tienen que soportar los efectos más nocivos del mediano plazo. En este sentido, la política monetaria tiene efectos expansivos del empleo en el corto plazo, pero en un plazo mayor puede tener serios impactos desestabilizantes del nivel de precios y de toda la macroeconomía. Excesos de gasto conducen, además de la inflación con cierto rezago, a déficit en la cuenta corriente, a devaluaciones de la moneda y a presiones inflacionarias adicionales.

En cambio el banco central independiente está resguardado de tentaciones políticas de corto plazo y centrará su atención en reducir la inflación en el mediano y largo plazo. Por eso su directorio debe contar con mucha estabilidad. En primerísimo orden el banco no tendrá objetivos propios sino que estos se deben definir conjuntamente con el gobierno e incluso este puede tener la iniciativa. Eso hace que el banco solo pueda decidir sobre los medios para alcanzar las metas definidas políticamente por la sociedad.

El banco central no se verá tentado tampoco a devaluar artificialmente la moneda para recibir una dosis de anfetamina exportadora, aunque pueda tener la tentación de anclar

la moneda en una tasa de cambio fija o en una devaluación menor a la inflación que ha probado ser insostenible en América Latina, a menos que se tenga un régimen más creíble, como el de cámara de conversión argentina. La alternativa estaría entonces entre el gobierno que tiende a buscar un nivel de empleo alto pero que es inestable e insostenible o el banco central que deberá considerar cierto nivel de desempleo que puede minimizarse en la medida en que tenga una buena política monetaria que reduzca el costo de mantener una inflación baja y estable y el país tenga buenos fundamentos macroeconómicos, lo cual reducirá la tasa de sacrificio. Según Blinder, el banco central puede tener dos objetivos que pueden ser complementarios, dentro de un equilibrio que es difícil de guardar: la minimización de la inflación y la maximización del empleo. ¿A quién representa entonces el directorio del banco central? El “mandante sólo puede ser la nación entera”, por encima de regulador de la liquidez de los bancos, prestamista de última instancia de los mismos en caso de presentarse fragilidad financiera, reventador de burbujas especulativas, y responsable por el valor de la moneda nacional frente a otras monedas, etc. (Blinder 1997, 68)

Stiglitz es no-keynesiano en lo fiscal. Sostiene que el largo auge de la economía norteamericana se debe a la eliminación del déficit fiscal que tuvo un impacto mucho mayor y más permanente del esperado sobre la estructura de las tasas de interés, en particular reduciendo las de largo plazo, pues se generaron toda una serie de expectativas optimistas sobre el futuro de la economía norteamericana. La determinación de reducir el déficit fiscal se tomó cuando la economía estaba en recesión y en la medida en que se lograba, la economía aceleraba su crecimiento, completando una expansión de 9 años seguidos, una de las más largas en la historia económica norteamericana.

Dado que por el lado fiscal no hay la posibilidad de ejercer una política contra-cíclica, Stiglitz cree que una política monetaria sistemáticamente expansiva pero cautelosa podría mantener a la economía por fuera de recesiones en forma permanente. Se podría argumentar incluso que en caso de recesión, el surplus fiscal se podría desacumular y habría una forma de neutralizar o reversar el ciclo recesivo, pero la extrapolación del argumento es que los déficit fiscales puede que ayuden a la demanda pero desplazan a la inversión privada y este es su efecto más importante.

Sería pertinente para la argumentación de los que creen que la expansión monetaria crea más empleo que inflación analizar la curva de Phillips en el largo plazo para ver en qué medida se cumple en el ciclo económico, algo que derivan Stock y Watson (p. 46). “Primero, ¿Hay una relación estable negativa – se preguntan - entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación, como fuera documentada originalmente por Phillips (1958) para Inglaterra y Samuelson y Solow (1960) para Estados Unidos? Nuestra respuesta es un no condicionado: en tanto no hay una relación estable entre los niveles de inflación y el desempleo, sí hay una clara y destacada relación entre los *componentes cíclicos* de la inflación y el desempleo. Segundo, ¿hay una relación estable negativa entre la tasa de desempleo y cambios *futuros* de la tasa de inflación? La respuesta es un sí. Tercero, ¿arroja la curva de Phillips derivada empíricamente una base útil para estimar el nivel de desempleo en el cual la inflación pueda ser precedida como constante o sea el nivel de NAIRU)? Aquí la respuesta es un no condicionado pues mientras se puede definir bien empíricamente el NAIRU y ha sido relativamente estable a lo largo del período de la posguerra, el valor presente del NAIRU no se puede calcular precisamente” (146). Se puede deducir entonces que la reducción del desempleo

conduce a la inflación o más precisamente que el gasto excesivo puede causar inflación en la medida en que reduce el desempleo por encima de la NAIRU, pero el aumento de la inflación no conduce necesariamente al mayor empleo. “Que la inflación y el desempleo están relacionados negativamente en períodos cortos pero esta relación se oscurece por sus movimientos de largo plazo” (47). Y que se debe ser cauteloso con la política monetaria, en tanto no se conoce el valor presente del NAIRU.

Lo que no parece contemplar Stiglitz es que una expansión monetaria sistemática, aun cuando sea cautelosa, tiene que desequilibrar necesariamente los mercados, en particular los financieros, bursátiles, los de finca raíz y el propio valor relativo de la moneda. Si el umbral que surge de la tasa de desempleo no inflacionaria, NAIRU, puede desplazarse cuando se está experimentando un aumento estructural de la productividad y un aumento de la apertura de la economía, lo mismo no puede decirse de la valorización de los activos, incluyendo la moneda, que puede estar alcanzando niveles inflacionarios, sin que esto se refleje necesariamente en el índice de precios al consumidor. Bajo una expansión monetaria que financia, entre otros, la demanda por acciones, las valorizaciones de las empresas se desprenden totalmente de su comportamiento y estas siguen invirtiendo aunque no estén obteniendo utilidades ni esté garantizado que en el futuro van a obtener el nivel de utilidades que haga realidad su valoración presente. De esta manera la señal de mercado conduce a una asignación inadecuada de capital y a una demanda excesiva sobre ciertos recursos de capital y mano de obra que elevarán sus precios.

Una vez las nuevas inversiones generen un exceso de oferta, sus precios se reducen, la rentabilidad desciende y el precio de las acciones colapsan. Algo similar sucede con un auge de los precios de la finca raíz que conduce a una ola de inversiones en nuevas construcciones que van a encontrar un precio menor del esperado cuando fueran emprendidas, dado el enorme volumen de demanda que aparentaba desprenderse del nivel extraordinario de precios de la propiedad – a su vez surgido del expansionismo monetario cauteloso o no - y de una oferta que tumbará eventualmente en forma calamitosa sus precios. O el auge bursátil incide en una entrada de capital y valoración de la moneda que temporalmente reduce el costo de las importaciones y se refleja en una inflación nacional menor. Una vez el mercado bursátil pierde su atractivo, ocurre el fenómeno contrario, una salida de capital, que hace que la tasa de cambio se devalúe y el precio de los importados afectará la inflación. La justificación del capitalismo es precisamente según Edmund Phelps que responde a fases creativas y destructivas y el ciclo económico es no sólo inherente al mismo sino que es necesario para eliminar del sistema sus más profundos desequilibrios.

Por tales razones, algunos banqueros centrales han llamado la atención sobre la necesidad de que la política monetaria tenga en cuenta no sólo la inflación de bienes y servicios sino también la inflación de activos, incluyendo la de la moneda. El alza del precio de los activos financieros es una señal para comenzar a endurecer la política monetaria y desinflar las burbujas especulativas antes de que sean más grandes y causen mayores daños sociales cuando exploten por su propia cuenta. Si esto es cierto, entonces el expansionismo cauteloso de Stiglitz no conduciría al pleno empleo permanente y a la defensa de los electores desempleados del presidente sino a burbujas especulativas en acciones y finca raíz, a cambios bruscos en el valor de la moneda que eventualmente explotarían en las crisis económicas que han asolado al capitalismo a la fecha y el sobre-pleno empleo será transitorio, como de costumbre.

Lo especial de la política monetaria

En torno a la crítica que hacen Berman y McNamara sobre qué hace distinta la gestión monetaria de otras áreas de la vida política que siguen siendo influidas por la representación popular, se podría argumentar que existen áreas de la acción estatal donde deben primar criterios meritocráticos, que solo pueden ser aplicados por organismos relativamente independientes: cortes de justicia, consejos universitarios, centros culturales, espacios de televisión pública, que distribuyen bienes meritorios y que, por lo tanto, deben asignarse de manera universal, despolitizadamente. Si consideramos que el mercado político puede generar inflación en la búsqueda de un mayor empleo y conocemos que es una ilusión demostrada histórica y teóricamente, entonces también podemos considerar que una baja y estable inflación es un bien meritorio que tiene virtudes universales, beneficia a todos, y que por lo tanto puede ser sustraída parcialmente de la política.

Así como las altas cortes deben ser independientes del gobierno de turno, para que la justicia obedezca al derecho y no a los intereses políticos o a los del propio gobierno, así también el banco central debe ser autónomo del gobierno, pero igual que una corte suprema, no del todo: parte de su directorio puede ser cambiado por el gobierno de turno, en tanto no precipite un cambio de composición demasiado rápido del cuerpo en cuestión que favorezca el interés del gobierno. Ha sido la propensión de los gobiernos despóticos a utilizar el sistema de justicia para perseguir a la oposición lo que definió históricamente la separación de los poderes y la independencia del órgano judicial. Se podría afirmar entonces que una justicia y una política monetaria independientes arrojan para el ciudadano una mejor calidad de bienes meritorios, en justicia y en inflación.

El paralelo entre la inflación y la justicia puede parecer forzado, pero hay mucho de justicia en mantener estable el poder adquisitivo de todas las personas, de todos los grupos y de todos los intereses sin distingos, manteniendo una inflación baja, sin sorpresas dañinas. Lo contrario es beneficiar a los sectores con suficiente poder para poder cambiar sus precios por encima de la inflación y en particular al gobierno que aumenta sus ingresos efectivos, mientras se perjudican los más desvalidos desde el punto de vista de poder y representación y los que menos entienden las causas de la depredación que están sufriendo.

Los críticos al banco central de Rogoff tienen un buen punto a su favor y es que, en una democracia de alguna manera, el banco central debe responder por sus acciones ante los ciudadanos y sus directores contar con algún consenso o aprobación por parte de los cuerpos elegidos. En este sentido, los bancos centrales deben abrir sus deliberaciones ante la opinión, publicar sus discusiones y decisiones oportunamente, en tanto no causen expectativas inoportunas o falsas, mantener una información estadística y económica amplia y verídica, y los directores, en particular el presidente del banco, cuenten con el respaldo o aprobación del parlamento frente a sus nombramientos por el ejecutivo. Así mismo, el banco debe velar por objetivos y aspiraciones que comparten todos los ciudadanos: no sólo una baja inflación sino también el máximo crecimiento posible, sin arriesgar la estabilidad de precios.

El modelo latinoamericano

Cómo es ampliamente conocido, América Latina no tuvo revoluciones democrático burguesas y eso obligó a sus estados a financiarse en forma subrepticia con impuestos indirectos que incluyeron notoriamente el impuesto inflacionario. El Estado no ha ganado suficiente legitimidad y autonomía relativa como para que todos los ciudadanos y particularmente los más ricos paguen impuestos. Es notoria la evasión de impuestos de los propietarios de tierras que dominan el poder municipal y no pagan el tributo a la propiedad territorial. Los empresarios se las arreglan para tributar lo que a ellos les parece conveniente. Ello induce a los gobiernos a recurrir al impuesto inflacionario que aparentemente nadie paga – pero que sí pagan los sectores pobres de asalariados y perceptores de rentas fijas que no tienen representación y también los empresarios más sometidos a la competencia - pero que produce recursos importantes que pueden ser repartidos por los políticos y el Estado. La moneda se impone históricamente mediante el “curso forzoso” de ley pues no tiene en sí misma la garantía de conservar su valor.

Si bien es cierto que algunos sectores productivos y el sector financiero pueden capturar parte del impuesto inflacionario, entienden los peligros de la pérdida de la estabilidad macroeconómica: la estabilidad de precios y la macroeconómica están estrechamente relacionadas. En América Latina el sector financiero, como tantos otros sectores, ha buscado y obtenido protección frente a la competencia internacional, evitando profundizar la intermediación y por lo tanto obstaculizando el desarrollo económico.

La tradición latinoamericana acepta que el endeudamiento externo pueda ser monopolizado por el gobierno, pero en tanto el sector privado pueda acceder a ese endeudamiento lo hará más defensor de la estabilidad de precios, pues la devaluación elevaría concomitantemente el servicio de sus deudas. Pero el propio gobierno que se endeuda en el exterior parece ser bastante insensible al hecho de que la devaluación afecta inmediatamente el servicio de su deuda y no es un simple problema que pueda ser trasladado en el tiempo a su sucesor. Los inversionistas extranjeros son los mayores defensores de la estabilidad de la moneda porque asumen grandes riesgos de disminuir o perder su capital bajo las acrobacias de la inflación que le pega a la tasa de cambio y viceversa. En una economía globalizada, el país que presente variaciones bruscas en su nivel de precios y mayores divergencias con los precios internacionales, no podrá participar plenamente de la división internacional del trabajo, referida tanto al mercado de bienes como al de servicios.

El sistema político clientelista no le permite a los ciudadanos supervisar la forma como se gastan estos pocos impuestos y lo que hacen es una huelga tributaria de brazos caídos. Los políticos defienden sus clientelas y capturan rentas públicas, para lo cual depredan a los contribuyentes. Los patrones políticos tienden a ser los defensores de la moneda floja, de los préstamos del banco central al gobierno a 0% de interés y obviamente del impuesto inflacionario. Todo lo anterior indica que el estado es débil. Las reglas del juego político y legal cambian frecuentemente y, con ello, las condiciones para el desarrollo capitalista no están siempre garantizadas. Eso hace más atractivo y fácil abusar del poder de emisión del banco central cuyo gerente ha sido funcionario de libre nombramiento y remoción en todos los casos en que se han generado inflaciones de 4 dígitos. Así, por ejemplo, el banco central argentino tuvo 47 gerentes entre 1945 y 1991.⁹

⁹ J.P. Morgan, “A Guide to Central Bank Watching”.

La inflación, aún si es moderada, ha obstaculizado el desarrollo de los mercados financieros porque no es previsible que precio va a tener el dinero en el mediano y largo plazo. Sin un mercado de capital de largo plazo es muy difícil que las iniciativas de montar industrias complejas puedan ser acometidas. Esto de por sí atenta contra el empleo en el largo plazo y es evidente que hay un desequilibrio estructural y profundo en el mercado de trabajo que soportaría menos desempleo si los salarios fueran más flexibles. Además, la carencia de un mercado de capital nacional profundo hace al gobierno y al sector privado más dependientes del endeudamiento externo.

No existe el capital de riesgo que invierte en actividades inciertas pero que pueden ser muy rentables. Este es un resultado de tener inflaciones relativamente altas, algo que no capturan los desarrollistas que pretenden acelerar el desarrollo económico planificando una demanda excesiva y por lo tanto una inflación alta. Por lo demás, los altos aranceles a las importaciones tienden a revaluar la tasa de cambio y nublan la visibilidad externa de los empresarios, dificultándoles entrar en el negocio de las exportaciones. Los gobiernos populistas pro-industrialización en América Latina han pretendido expropiar al sector exportador tradicional de sus excedentes y con ello han subvaluado la tasa de cambio vertiginosamente al ritmo de la hiperinflación, haciendo insostenible el propio proceso de industrialización pues se estrangulan sus fuentes de abastecimiento externo de materias primas, bienes intermedios y bienes de capital.

La historia monetaria de los países latinoamericanos es una tragedia de la última mitad del siglo XX y los únicos escapados han sido México que salió de su revolución con un Estado quizá más legitimado que los del continente, los países centroamericanos con economías abiertas con la excepción de la Nicaragua sandinista y Colombia que no ha vivido a la fecha hegemonías populistas.

Mientras el keynesianismo en Europa y Estados Unidos insinuaba que cierto nivel moderado de inflación era un buen precio a pagar por un mayor empleo, en América Latina era interpretado en forma mucho más exuberante, incluso de que buena parte del gasto público podía financiarse con emisiones monetarias. Aquí lo que había era una comilona fiscal gratis. Sí en Europa y Estados Unidos las inflaciones alcanzaron la zona de los dos dígitos con un máximo del 12 % en los ochenta sin generar ningún crecimiento ni empleo, en América Latina se vieron inflaciones del 7000% (Perú en 1986) con francas contracciones del empleo y la producción.

La experiencia hiperinflacionario de la América Latina en los ochenta dejó unas lecciones aprendidas que permitieron el establecimiento de regímenes cambiarios y monetarios conservadores que lograron reducir radicalmente la inflación en el continente y relanzaron el crecimiento económico en la mayor parte de ellos. Chile es paradigmático en demostrar que se podía crecer alrededor del 7% anual con una inflación decreciente que en la actualidad se acerca a la media internacional y que podía alcanzar el pleno empleo de su fuerza de trabajo, reduciendo considerablemente su sector informal. La desinflación originó un aumento sustancial de los salarios reales, una disminución de las ganancias empresariales e introdujo una presión para aumentar la productividad en todas las actividades. La desigualdad social legada por 17 años de férrea dictadura está siendo reparada en la medida en que aumente la tributación y el gasto social del gobierno.

Las implicaciones de la crítica de Stiglitz en esta materia para la América Latina que está sometida no sólo a sus propios ciclos económicos internos sino a la enorme volatilidad que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales no son muy relevantes. ¿Cuál debe ser la política del banco central frente al ciclo para optimizar el crecimiento económico mientras minimiza la inflación? ¿Cómo hace para resguardarse de la volatilidad internacional de los flujos de capital? ¿Si se puede seguir una política de expansionismo cauteloso todo el tiempo?

Pero Stiglitz tiene otros trabajos donde tiene una posición al respecto. Frente al FMI Stiglitz ha criticado la política recomendada por el ente de que cada crisis debe ser acompañada de la defensa de la estabilidad de la moneda. Sin embargo, para América Latina, el autor piensa que se le dio la receta apropiada en la crisis de los ochenta: “En la racha de crisis que ocurrieron en la América Latina durante los años ochenta, cuando enormes déficit públicos y políticas monetarias laxas condujeron a la inflación sin control, el IMF actuó adecuadamente imponiendo austeridad fiscal (presupuestos balanceados) y políticas monetarias apretadas, demandándole a los gobiernos llevaran a cabo este tipo de políticas como condición para recibir ayuda” Sin embargo, en Asia donde los países tenían superávit fiscales y no tenían problemas de inflación, se les impuso la misma receta, según Stiglitz. Esto no es del todo cierto porque hubo cierta laxitud del organismo internacional sobre el monto de los déficit fiscales, que por ejemplo en el caso del Corea del Sur alcanzó el 10% del PIB en 1999. Como lo recuerda Dornbush, sin embargo, en una situación donde grandes volúmenes de capital nacional e internacional están tratando de fugarse antes de que se devalúe el signo monetario, corresponde desinflar rápidamente la demanda por divisas y ello exige implantar una recesión y destruir una parte del capital de la economía.

“Frente al hecho de que el gobierno está enfrentando unas pérdidas en las finanzas públicas de 50 % o más del PIB que surge de las quiebras del sistema financiero y de bancarrotas generalizadas, ¿debiera ser regla la generosidad fiscal? Y frente al hecho del colapso del valor de las monedas bajo la presión de la fuga de capital, ¿deben reducirse las tasas de interés para abaratar el sacar la plata del país y reventar la tasa de cambio? En verdad, es extraño. En los últimos cien años la regla ha sido siempre la misma: la estabilización comienza con la tasa de cambio y con la política fiscal. Los inversionistas solo recuperaran la confianza y traerán su dinero de regreso cuando vean en su lugar una política fiscal conservadora y tasas de interés verdaderamente altas. Haga esa política por unos pocos meses y usted está en el camino de encontrar la solución adecuada. Esa fue la política de la Liga de las Naciones en 1920, con gran éxito, y esa ha sido la política del FMI desde siempre. Y todavía funciona igual de bien: Corea del Sur está en auge y lo mismo sucede con todo el Asia”. Después de paralizar la economía y restablecer la confianza internacional, es posible administrar una devaluación que no arrastre consigo la estabilidad de precios.

Si la política que pretende frenar la fuga de capital no se hace con altas tasas de interés o sea afectando mayormente a los sectores endeudados en la moneda local, se tiene que hacer expropiando parte de los depósitos bancarios del público, como lo hizo el Ecuador recientemente. En efecto, el gobierno de ese país intervino el banco central, removió varios gerentes y juntas directivas, y este no elevó intereses, emitió en exceso, lo que financió una demanda adicional por dólares. Seguidamente congeló por un año la mitad de todos los depósitos del sistema financiero, cuando esa sobre-emisión estaba generando una inflación del 100%. La demanda excesiva sobre el dólar indujo una

devaluación del 800% y afectó duramente a los deudores en moneda extranjera. Para poder detener la espiral viciosa, la única salida que encontró el nuevo gobierno ecuatoriano fue renunciar al sucre y abrazar el dólar estadounidense, lo que ha sentado las condiciones mínimas para una estabilización.

Alternativamente, podría no hacerse esta política intermedia sino irse al extremo de Alan García quien le anunció a sus acreedores que Perú pagaría lo que unilateralmente él consideraba justo – cerrándosele fulminantemente el crédito hasta de importaciones -, emitió hasta alcanzar una hiperinflación del 7.482 % en 1990 (ver apéndice de Indicadores Macroeconómicos) que liquidó el 71% del poder adquisitivo de los salarios y destruyó por lo menos un quinto de la riqueza en el Perú (Dornbusch, Edwards, 316). En Nicaragua los salarios reales cayeron 90% real durante el gobierno revolucionario sandinista. En Brasil el déficit fiscal alcanzó el 11% del PIB en 1985 y la inflación fue de 1.394% en 1989. Cada uno de los experimentos populistas maduros ha sido impuesto ignorando que existen restricciones presupuestales y de financiamiento externo, lo que condujo a sus países a la bancarrota. Las consecuencias de sus actos fueron opuestas a las buscadas: los salarios reales cayeron calamitosamente junto con el empleo, y con ello se deterioró aún más una mala distribución del ingreso del continente.

Hoy en día Alan García hace parte de la galería de los expresidentes que denuncian el endeudamiento externo de América Latina como la explotación más espantosa, sin preguntarse el por qué se endeudan todos los gobiernos en los mercados internacionales de capital y menos en los mercados internos de cada país. Las razones son sencillas: la oferta es muchas veces mayor y las tasas de interés son consecuentemente más bajas, resultado de varios siglos de estabilidad monetaria y de bancos centrales serios; es posible acceder a ese mercado profundo en tanto el gobierno en cuestión cumpla sus compromisos y mantenga una estabilidad macroeconómica mínima. El enorme daño a tanta población le entregó el poder al presidente que logró revertir este desastre una despótica dictadura que se prolongará, al parecer, por 15 años, pero el expresidente García no puede volver a su país. En Nicaragua, la población no le perdonó a los sandinistas la hiperinflación por lo cual no han podido ganar las elecciones desde que se vieron forzados a llevar a cabo la primera.

En definitiva, el banco central independiente en América Latina se ha consolidado en los países que sufrieron en los ochenta las hiperinflaciones. La reacción de la población fue un gran consenso social a favor de reformas serias en el manejo monetario, el equilibrio en sus cuentas fiscales y en sus regímenes cambiarios. En los países que no han experimentado las consecuencias del populismo, los bancos centrales cuentan con una independencia precaria, amenazada frecuentemente por los políticos y los gobiernos que exigen, dentro de la tradición despótica latinoamericana, financiamiento gratuito de sus actividades. Ningún banco central de la región puede seguir una estrategia de “expansión monetaria cautelosa”, como la recomendada por Stiglitz, en tanto que tal posición es insostenible en los países avanzados y más lo es en países limitados por la volatilidad de los flujos de capital que los obliga a tomar posiciones defensivas y cautelosas: sus políticas monetarias deben ser conservadoras la mayor parte del tiempo. Frente a estos flujos debe haber una política que frene su ampliación exagerada, que busque su residencia más larga posible, de tal modo que su salida no desajuste los equilibrios cambiarios del país.

Bibliografía

Aguirre, Ernesto (1991). **La génesis de la banca central**, Banco de la República, Bogotá.

Alesina Alberto, Larry Summers (1993). “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance”, **Journal of Money, Credit and Banking**, May.

Bagehot, Walter (1991). **Lombard Street. A Description of the Money Market**. Orion Editions, Filadelfia,.

Berman, Sheri, Kathleen R. McNamara. “Bank on Democracy. Why Central Banks Need Public Oversight?”, **Foreign Affairs**, Volume 78, No 2 pp.2-8

Blinder, Alan (1997). “La Banca Central en una Democracia”, **Boletín CEMLA. Vol. 43, No. 2, Marzo – Abril de.**

Blinder, Alan (1998). **Central Banking in Theory and Practice**, The MIT Press, Boston.

Bordo D., Michael, Anna J. Schwartz. “Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record”, en Taylor, Woodford, pp. 149-225.

Cukierman, Alex (1992). **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**, The MIT Press, Cambridge,.

Dornbusch, Rudiger, Sebastian Edwards (1992) **.La macroeconomía del populismo en América Latina**, FCE, México,.

Dornbusch, Rudiger (2000). Letter to **The Atlantic**.

Fischer, Stanley (1995). “Central Bank Independence Revisited”, **American Economic Review**, May.

Junguito, Roberto, Hernando Vargas (1997). “Independencia de los bancos centrales y política cambiaria en América Latina”, 1997 en Ernesto Aguirre, Roberto Junguito, Geoffrey Miller, **La banca central en América Latina**, Tercer Mundo Editores, Bogotá,.

Kalmanovitz, Salomón (2000). “La Corte Constitucional y la capitalización de intereses”, Fundación Excelencia en la Justicia, Bogotá.

North, Douglass, Barry Weingast (1996). "Constitutions and Commitment: the Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England", en Lee J. Alston, Thrainn Eggertsson, Douglass C. North, **Empirical Studies in Institutional Change**, Cambridge University Press, Cambridge,.

Stiglitz, Joseph (1998). "Central Banking in a Democratic Society", **De Economist** 146, No2, , Holanda.

Stiglitz, Joseph (2000). "What I Learned at the World Economic Crisis. The Insider". **The Atlantic**.

Stock, James H., Mark W. Watson. "Business cycle Fluctuations in US Macroeconomic Time Series", en Taylor, Woodford, Volume 1, pp. 3-64.

Taylor, John B., Michael Woodford (1999). **Handbook of Macroeconomics**, Elsevier, Amsterdam.

INDICADORES MACROECONOMICOS LATINOAMERICANOS

	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MÉXICO	PERU	VENEZUELA
CRECIMIENTO DE M1							
1980	95,4	69,7	51,3	28,0	32,6	58,4	17,8
1985	584,3	334,3	24,2	10,7	49,6	281,2	8,5
1990	1.022,9	2.333,6	23,3	7,1	63,1	6.724,8	58,2
1995	1,6	25,7	22,2	20,2	3,5	34,2	39,2
1999 1/	-3,6	-7,0	32,8	25,1	9,8	16,1	25,2
INFLACIÓN							
1980	100,8	82,8	35,1	26,5	26,4	59,1	21,1
1985	672,2	226,0	29,5	24,0	57,7	163,4	11,1
1990	2.314,0	2.947,7	26,0	29,1	26,7	7.481,7	40,1
1995	3,4	66,0	8,2	21,0	35,0	11,1	59,2
1999	-1,2	4,9	3,3	11,2	16,6	3,5	23,2
TASA DE INTERES							
1980	79,6	115,0	37,7	N.D	25,2	N.D	N
1985 2/	630,0	295,4	32,0	36,3	55,2	N.D	10,1
1990	1.517,9	9.394,3	40,3	36,4	27,9	2.439,6	27,1
1995	11,9	52,2	13,7	32,3	38,1	15,7	24,1
1999	8,0	26,0	8,5	21,3	9,6	16,3	21,1
DEFICIT FISCAL COMO PORCENTAJE DEL PIB							
1980	-3%	-2%	5%	-1%	-3%	-2%	0%
1985	-5%	-11%	-2%	-3%	-8%	-2%	5%
1990	0%	-6%	1%	-1%	-3%	-7%	0%
1995	-1%	N.D	3%	-2%	-1%	-1%	-4%
1997	N.D	N.D	2%	-4%	-1%	1%	2%
1998	N.D	N.D	0%	-5%	-1%	0%	-3%
1999	N.D	N.D	N.D	-6%	N.D	N.D	N

1/ Datos de Brasil y Mexico a Noviembre de 1999

2/ Para Colombia Corresponde al promedio simple de la DTF.

Fuente: Fondo Monetario Internacional Y Banco de la República