

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

Departamento de Economía

Trabajo de Grado de la Licenciatura en Economía

El verdadero significado de la “independencia” de los Bancos Centrales en la teoría económica

Alumno: Nievas Offidani, Gastón

Profesor Asesor: Dr. Rodrigo Pérez Artica



Noviembre 2017

Índice

1. Introducción	3
2. Desarrollo teórico	7
2.1 La teoría clásica de inconsistencia temporal. Reglas vs Discreción.	7
2.2 El marco teórico actual de la prescripción de CBI.	11
2.3 Evidencia Empírica	17
3. Críticas teóricas	24
3.1 La postura de Friedman y Keynes	24
3.2 Críticas referidas a la teoría monetaria que sustenta la recomendación de independencia de los bancos centrales	
- Endogeneidad de la política monetaria.....	28
• Sector público.....	30
• Sector privado (bancario y no bancario)	32
• Las variaciones del multiplicador bancario.....	33
- Naturaleza de la función de pérdida	34
- La crítica a la curva de Phillips y una NAIRU estable.....	36
- La neutralidad del dinero o dicotomía clásica	37
3.3 La independencia en la práctica	40
- El enfoque de la economía política.....	44
- El conflicto entre CBI e instituciones democráticas.....	48
4. Resumen y discusión	51
5. Bibliografía	56

1. Introducción

La **independencia** de las autoridades del banco central con respecto a las autoridades políticas electas se recomienda como la solución para eliminar el problema del sesgo inflacionario en el que cae la política monetaria. Este sesgo inflacionario surge a causa del problema de inconsistencia temporal. Como veremos en mayor detalle en el trabajo, la inconsistencia temporal se refiere a aquellas situaciones donde la autoridad monetaria pretende sacar provecho del efecto positivo de corto plazo que pueda provocar una “sorpresa” inflacionaria. Por esto, la literatura sugiere que las autoridades monetarias se encuentren alejadas del poder político, para no ser influenciadas por las presiones a las que este se enfrenta en el corto plazo.

La teoría macroeconómica comienza a preocuparse por estos problemas como consecuencia de la revolución de las expectativas racionales, concentrándose en la reacción de los agentes económicos ante la información disponible y en sus acciones realizadas de manera anticipada a la política económica. Si bien dichos agentes pueden ser engañados en el muy corto plazo, en el largo esto resulta imposible porque ya conocen el accionar de la autoridad monetaria y ajustan su comportamiento de manera acorde. Delegar el poder político o diseñar un marco que restrinja la capacidad de influenciar la política monetaria por parte de los gobernantes pareciera ser la mejor manera de ganarse la confianza de estos agentes y resolver así el problema de la inconsistencia temporal.

En este punto, es posible asociar “independencia” con “credibilidad”. Abeles y Borzel (2004) concluyen que un banco central que reúna sendas condiciones será capaz de controlar el nivel de precios sin generar consecuencias negativas sobre el nivel de actividad ni el empleo. Este costo resultante del trade off entre desempleo e inflación al que se enfrenta es llamado *ratio de sacrificio*.

Para varios autores, el concepto de credibilidad es un sinónimo de compromiso con el mantenimiento de niveles de inflación bajos. En palabras de Friedman (2002, p.16) “en el contexto actual, un banco central “creíble” es aquél que se supone está imperturbablemente comprometido con mantener una tasa de inflación baja”. Más aún:

“[...] *independencia* se refiere en buena medida a lo que el ciudadano promedio presupone: la facultad que, tanto desde un punto de vista institucional como

práctico, tienen los banqueros centrales para tomar las decisiones que consideren más acertadas, sin previa ni posterior interferencia de ningún tipo de autoridad. No obstante, en parte de la literatura el término “independencia” se refiere, en cambio, a la firmeza de las preferencias del banco central con respecto a la inflación vis à vis la evolución de economía real.” (Friedman, 2002, p.13):

Si bien Friedman reconoce que la palabra “independencia” puede ser interpretada de un modo más amplio, otros autores como Debelle y Fisher (1994) la definen puntualmente como el grado de aversión a la inflación por parte de la autoridad monetaria.

Estos autores también hacen una distinción entre independencia de *objetivos* y de *instrumentos*. La primera se relaciona con la capacidad que tenga el banco de fijar sus propias metas de política monetaria. Si bien esto implica que el banco pueda decidir que la estabilidad de precios es menos importante que el nivel de empleo, y actuar en consecuencia, la *independencia de objetivos* es comúnmente asociada a la independencia política del banco, concepto que en la práctica es equivalente a la fijación de una meta inflacionaria baja y libre de interferencias políticas.

En cambio, un banco central *independiente en instrumentos* es libre de perseguir los objetivos fijados –por sí mismo o por el gobierno- de la manera que considere más certera. Esta caracterización de independencia es meramente operativa, permitiéndole al banco usar las herramientas que considere idóneas para cumplir con su tarea, al margen de que esta le sea impuesta o la haya elegido.

Itoh & Lapavistas (1999) realizan otra clasificación en cuanto a tipos de independencia se refiere, en dos clases: *la formal*, que es aquella que corresponde a lo establecido por ley o por estatuto de la entidad; y *la real*, que está establecida por la interacción informal con el gobierno.

La adopción del postulado en la práctica se da, según Bibow (2010), a partir de los '80 a raíz de la expansión de las tradiciones alemanas en toda la Europa continental, y al alza del neoliberalismo a nivel internacional. En lo que fue la propagación del precepto en Europa, Alemania tuvo un rol fundamental.

Las experiencias hiperinflacionarias que experimentó el país germano en la primera mitad del siglo XX causaron que se suscribiera rápidamente al postulado, a tal punto

que al momento de firmarse el tratado de Maastricht (en los inicios de los '90, que constituyera la conformación de la Unión Europea), Alemania estableció como condición indispensable la independencia de los bancos centrales a todos aquellos países que suscribieran. Tanto el Banco Central Europeo como los bancos de los países que formarían parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales tenían que atenerse estrictamente al precepto de la independencia, previamente solo practicado por Alemania.

Lastra (1996) informa que a inicios de la década de 1980 solo existían 3 bancos centrales en el mundo catalogados de independientes (la FED, el Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza) el precepto se propagó rápidamente en distintos países alrededor del mundo, desarrollados y en vías de desarrollo sin diferenciación. Ya para mediados de los '90 países como Argentina, Australia, Canadá, Colombia, Chile, Ecuador, Egipto, El Salvador, Hungría, México, Nueva Zelanda, Perú, Filipinas, Sudáfrica, Turquía, Uganda, Venezuela y Vietnam se habían sumado a este popular postulado económico. Inclusive sobre final del milenio los importantes bancos de Inglaterra y Japón habían adoptado esta doctrina. (Bibow, 2010)

Bibow (2010) sostiene que esta popularización del postulado coincidió con la priorización que se le daba en la época a la estabilidad de precios dentro de los objetivos de la política monetaria (recordemos que este objetivo se encuentra fuertemente ligado a la fundamentación teórica del concepto de independencia). Al enfocarse los bancos centrales en una política de metas inflacionarias, el contexto resultaba más que favorable para que esta teoría fuera recibida con los brazos abiertos. Además, la popularidad de la CBI se da en coincidencia con una era donde las presiones inflacionarias globales eran moderadas y las tasas de inflación estaban en declive por lo general, lo que podría evidenciar el por qué se lo vincula tan directamente a este precepto con las políticas monetarias apuntadas a cumplir metas de inflación.

En este marco, el objetivo de este trabajo consiste en conocer los fundamentos teóricos de este precepto de política monetaria. Esto supone revisar en primer lugar los principios teóricos de la idea de inconsistencia temporal, que es el problema conectado más directamente con la recomendación de CBI. Pero también el marco teórico más general sobre la política monetaria, dentro del cual se encuentra el esquema de metas de

inflación como régimen predominante de política monetaria. Esto se encuadra dentro del conjunto de postulados teóricos que se conoce como Nuevo Consenso Macroeconómico. Seguidamente, nos proponemos repasar los principales trabajos empíricos que evalúan la validez empírica de las hipótesis de CBI. Todo esto tendrá lugar en la primera sección del trabajo, la cual corresponde al **Desarrollo teórico** del precepto.

La segunda sección, denominada **Críticas teóricas**, pretende dar una visión alternativa al precepto, desde una concepción más general. Allí nos proponemos sintetizar los principales aportes críticos que se han realizado al postulado, comenzando por las posturas de Milton Friedman y John Maynard Keynes. Luego se desarrollarán una serie de críticas que apuntan contra el marco teórico en el que se sustenta el precepto, teniendo como fundamentación que un error de concepción en dicho marco seguramente se traslade a la sustracción de conclusiones erradas. Por último, se presentarán las posturas críticas de distintos trabajos que analizan las consecuencias de su implementación práctica.

La última sección corresponde al **Resumen y discusión** del trabajo, donde se presentan las cuestiones centrales del desarrollo del mismo con el objetivo de extraer una conclusión general de todo lo expuesto.

2. Desarrollo teórico

En esta sección del trabajo nos interesa vincular el precepto de CBI con los fundamentos teóricos que le dieron contexto para su aparición en la teoría económica. Por ello comenzamos analizando la relación que presenta con la problemática de la inconsistencia temporal y la necesidad de establecer reglas antes que permitir la discreción de los hacedores de política, revisando la literatura originaria en el tema: Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983).

Luego se presentan otros trabajos donde se discute teóricamente el papel de las manipulaciones políticas de la política monetaria para pasar a la segunda subdivisión de la sección. En ella se analiza el contexto teórico más reciente en que se articula la CBI: el esquema de metas de inflación y su marco más general, el Nuevo Consenso Macroeconómico. Por último, nos referimos a varios estudios que intentan probar la validez del postulado a través de un análisis empírico. De esta manera podremos analizar si los sustentos teóricos sobre los que se funda el precepto tienen el impacto real que promulgan.

2.1 La teoría clásica de inconsistencia temporal. Reglas vs Discreción.

Más allá de su origen y recorrido histórico, que puede rastrearse hasta períodos muy tempranos del siglo XX, la prescripción de independencia de los bancos centrales fue introducida formalmente en el debate académico luego del trabajo realizado por Kydland & Prescott (1977) en el cual se plantea la problemática de la “inconsistencia temporal” a la que se enfrentan los gobiernos y su política económica.

Los autores estudian la elección secuencial de políticas, centrándose en los problemas de inconsistencia temporal al que están sujetas estas elecciones. En su planteo se supone el estudio de un gobierno racional que decide hacia el futuro un cronograma de políticas que maximice el bienestar social.

El marco teórico está definido por una curva de Phillips a la Lucas que describe la relación entre desempleo e inflación, con una tasa natural de desempleo, y un efecto negativo de la inflación no esperada sobre el desempleo, y expectativas racionales. En

este marco, ninguna política monetaria sistemática tendrá efectos sobre las variables reales de largo plazo, y sólo las sorpresas serán efectivas.

En el juego en cuestión participan dos jugadores, un hacedor de política y un participante representativo del mercado de trabajo. Los contratos de trabajo son estipulados antes que el hacedor de política decida su política monetaria, y ésta consiste en activar o no un instrumento de “inflación sorpresa”.

El objetivo del hacedor de política es minimizar una función de pérdida con dos argumentos: las desviaciones de la inflación y el desempleo de sus valores objetivo. Esto es, se trata de un hacedor de política benevolente, que tiene idénticas preferencias que el público. Sin embargo, la curva de Phillips plantea un problema para el hacedor de política, puesto que la tasa de desempleo natural es demasiado alta. Esto lleva al hacedor de política a verse tentado a reducir el desempleo por debajo de su nivel natural, cosa que puede lograr en el corto plazo activando su instrumento de inflación sorpresa.

A través del análisis de juegos generales de política económica –así como algunos más específicos de política fiscal y monetaria- Kydland y Prescott arriban a un resultado, en una situación de equilibrio con expectativas racionales, donde si el gobierno no adopta una regla de política y, por el contrario, responde discrecionalmente en cada momento al estado de la economía, alcanzará un equilibrio subóptimo. Inclusive, tal discrecionalidad podría contribuir a elevar la inestabilidad de la economía o a transformar una situación estable en otra inestable (Kydland y Prescott, 1977).

Esto fue el disparador para el estudio de instituciones diseñadas de manera tal que redujeran al mínimo la problemática de inconsistencia temporal. Una de las instituciones que se vio en el centro de la escena en este intento por implementar un diseño óptimo han sido los bancos centrales.

El problema de inconsistencia temporal planteado por los autores se pone en juego si no existen herramientas que aseguren un compromiso con respecto a la política futura. En este caso el gobierno enfrentaría un desafío a la hora de decidir qué regla aplicar, puesto que esta elección debe ser creíble.

Al enfrentarse a contiendas electorales en el corto plazo, los gobiernos podrían optar por tomar acciones que generen un impacto positivo inmediato sobre el nivel de actividad económica y el empleo, sin considerar las consecuencias que podrían llegar a generar en un futuro más lejano, donde quizás ni siquiera sigan gobernando. Con esta fundamentación, la regla del CBI se introduce de manera tal que los hacedores de política se vean imposibilitados de optar por medidas electoralistas en desmedro de la actividad económica futura. De esta forma se intenta aislar la política monetaria de cualquier tipo de presión política que pudiera comprometerla. Vernengo (2008) muestra cómo este objetivo se cumple también con otros arreglos institucionales, tal es el caso de los regímenes de tipo de cambio fijos o de *crawling peg*. Más recientemente, como veremos en detalle más adelante, la regla del CBI ha sido asociada a las metas de inflación como regla de política monetaria, aunque su marco teórico no lo restringe solamente a estos objetivos.

Barro & Gordon (1983a, 1983b) profundizan el análisis enfocado en los procesos inflacionarios que experimentaban numerosos países en la época, añadiendo la reputación del *policymaker* como otra variable clave en la toma de decisiones de política monetaria.

Los autores plantean que al desviarse de las reglas y actuar con discreción el decisor no solo estaría enfrentando problemas inflacionarios a largo plazo, sino que también estaría evidenciando una pérdida de reputación frente a los agentes económicos que reduciría su margen de acción.

En el modelo extendido que plantean, la autoridad de política económica asume el compromiso de respetar una regla única ante los vaivenes macroeconómicos futuros. Pero la posibilidad de decidir en cada período las medidas de política monetaria en función de la coyuntura económica puede tentar a las autoridades a violar momentáneamente las reglas. En este marco, los autores analizan el problema de inconsistencia temporal a través de herramientas de juegos repetidos, concluyendo que, bajo ciertas condiciones, equilibrios con inflación baja podían darse en políticas del tipo discrecional, si es que la autoridad considera en cada decisión el efecto que violar las reglas tendrá sobre las expectativas del sector privado. Es decir, si se consideran los efectos reputacionales en un marco de discrecionalidad. Bajo este esquema el equilibrio

resultante sería un promedio ponderado entre aquel bajo discreción (inferiores) y aquel obtenido siguiendo las reglas a rajatabla (superiores).

La idea de inconsistencia temporal se relaciona con otros modelos sobre manipulaciones políticas de la política monetaria.

Como analizaremos a lo largo del trabajo, la literatura se apoya en el supuesto según el cual un banco central independiente, con el control inflacionario como objetivo principal, genera que el gobierno sea incapaz de manipular la política monetaria con finalidades electorales, siendo el medio más destacado para resolver esta problemática.

Dentro de los marcos que se explicitan para fundamentar estas políticas que le otorgan independencia a la autoridad monetaria, Vernengo (2008) distingue a grandes rasgos entre dos tipos de modelos. Aquellos donde los políticos poseen una conducta oportunista y aquellos donde los votantes y los políticos están vinculados a una ideología o un partido. Ambos tipos de modelos (con excepción del de Kalecki (1943)) suponen que existe un *tradeoff* entre inflación y desempleo en el corto plazo, pero que este es inexistente en el largo, donde la tasa de desempleo tiende a la NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment), que es la tasa de desempleo a la que la economía tiende siempre por cuestiones estructurales, al margen de los vaivenes que una política monetaria activa pueda provocar.

En el primero de los casos, los políticos buscan maximizar su utilidad personal, la cual se encuentra en función de los resultados electorales que consiga. En este sentido, el ciclo económico político explicitado por Nordhaus (1975) supone que la decisión de los votantes está directamente influenciada por las políticas gubernamentales, por lo que la política monetaria sería una herramienta de la cual los políticos oportunistas se aprovecharían para obtener un mayor caudal de votos. De esta manera, la adopción de un tipo de cambio fijo o la prescripción a la independencia del banco central estarían actuando como protectores de la ciudadanía, evitando que sea engañada por comportamientos políticos que busquen sacar provecho de ella. De aquí que se considere más creíble una autoridad monetaria que se suscriba a alguna de estas dos políticas (o a ambas), no estaría sesgada por ningún otro objetivo que no sea la estabilidad monetaria.

Los modelos del segundo tipo, aquellos donde tanto los políticos como los ciudadanos poseen algún tipo de caracterización ideológica o partidaria, fueron introducidos por Kalecki (1943). Aquí se supone que un gobierno con un tinte ideológico de izquierda preferiría una tasa de desempleo más baja (en detrimento de una inflación alta), mientras que uno de derecha sería partidario de enfocarse en una tasa de inflación pequeña, lo que implica ciclos dentro de la política económica de un país, impulsados por constantes cambios partidarios en la dirección del mismo.

Este razonamiento fue profundizado por Alesina (1988) quien incluye en el modelo partidario las expectativas racionales, logrando distinguir entre las políticas monetarias anticipadas por los agentes, y las que no lo son. Básicamente este modelo especifica que los votantes no cuentan con la capacidad de distinguir (previo a la elección) cuál será la política monetaria a la que se verán sometidos. Los ciudadanos conocen que si el partido de izquierda arriba al poder se verán expuestos a una alta tasa de inflación (resultante de una aplicación de políticas que, dada la curva de Phillips, permitirían disminuir la tasa de desempleo), mientras que si el de derecha vence esta tasa será mucho menor gracias a las políticas monetarias contractivas que aplicaría (teniendo como riesgo caer en una recesión), pero son incapaces de distinguir quién será el vencedor. Es decir que están expuestos a un problema de información asimétrica temporal.

En resumen, de acuerdo con la literatura de reglas versus discreción, la independencia de los bancos centrales es una herramienta institucional clave para evitar que el oportunismo electoral de los gobiernos condicione la política monetaria y, en presencia de una tasa natural de desempleo dada, conduzca a un equilibrio con inflación mayor a su nivel óptimo.

2.2 El marco teórico actual de la prescripción de CBI.

Varios trabajos de la década del noventa, como Arestis y Sawyers (1997), Cardim de Carvalho (1995-6), Rymes (1995-6) muestran que la CBI era una prescripción de política largamente difundida antes que las metas de inflación adquirieran popularidad como regla de política monetaria. En efecto, Cardim de Carvalho (1995-6) sugiere incluso que la CBI puede ser concebida como un arreglo institucional distinto de la adopción de reglas, y Arestis y Sawyers (1997) discuten la pertinencia de esta

prescripción de independencia sobre la base de un esquema de política monetaria con metas de agregados, donde los agregados monetarios constituían los principales instrumentos de control de la inflación y no las tasas de interés. Inclusive, en esta literatura se discute la idea de independencia, aunque sin aludir a la Regla de Taylor.

No obstante, en la actualidad la CBI ha estado asociada centralmente a la persecución de una única regla por parte de la entidad bancaria: la Regla de Taylor, que si bien contempla el objetivo del producto, se enfoca en la estabilidad de precios.

Así, los defensores de este postulado sostienen que al imponer dentro de los objetivos centrales (siendo casi siempre el de mayor ponderación) la estabilidad de precios o la estabilidad monetaria contribuye al hecho de evitar que la entidad se encuentre influenciada a las presiones políticas en el corto plazo. De esta forma, el accionar de la autoridad bancaria en la práctica se podría seguir y evaluar sencillamente a través de su capacidad de alcanzar o no las metas de inflación que se proponga.

Siguiendo a Taylor (1993), las autoridades monetarias ajustan la tasa de interés en tres ocasiones, cuando se producen desviaciones de la oferta monetaria respecto al objetivo, del tipo de cambio respecto al objetivo o de la tasa de inflación y el producto real. Este último constituye el principal motivo por el cual se manejan las tasas. De esta forma, si el nivel de precios y el ingreso real están por encima de un objetivo se aumenta la tasa, y se reduce cuando están por debajo. No existe consenso de acuerdo a cuánto deberían modificarse los montos de la tasa, pero sí en qué dirección hacerlo.

Más adelante en el trabajo aparecerá una ecuación típica de una regla de Taylor, que relaciona la tasa de interés que debe adoptar el banco central con distintas variables de la economía. Esta regla en el Nuevo Consenso Macroeconómico viene a reemplazar la curva LM.

Taylor (1993) continúa el lineamiento de quienes inician el debate entre reglas de política y política discrecional, considerando una regla como la forma óptima para resolver un problema de optimización dinámica, aportando al debate inicial sobre la problemática de la inconsistencia temporal. El objetivo de la regla es alcanzar la estabilidad de precios y el pleno empleo reduciendo la incertidumbre y aumentando la credibilidad del banco. Para el autor resulta fundamental la inclusión del producto real en la definición de la tasa de interés, argumentando que una ecuación basada puramente

en los precios de la economía resultaría incompleta. El trabajo presenta un esbozo de una ecuación modelo para una regla de política monetaria, la cual naturalmente ha sufrido numerosos cambios a través del tiempo, pero continúa conceptualmente en el mismo sentido:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$$

Donde: r es la tasa de los fondos federales, p es la tasa de inflación de los cuatro períodos previos (para poder trabajar en términos reales) e y se refiere al porcentaje de desviación del producto real con respecto al objetivo.

Aunque la independencia de los bancos centrales ha sido promulgada aún antes de que los regímenes de metas de inflación obtuvieran popularidad dentro de la política monetaria, Svensson (1997) sostiene que la política de Metas de Inflación (de ahora en más IT por sus siglas en inglés), en conjunto con dicha independencia del banco central, resuelven el problema de inconsistencia temporal planteado más arriba, reduciendo la variabilidad de la inflación. Por su estrecha vinculación con el postulado de CBI y por ser adoptada por casi la totalidad de los bancos centrales independientes, nos referimos en la siguiente parte del trabajo a un breve desarrollo de esta política económica.

Arestis y Sawyers (2003, p.2) definen esta metodología como algo más amplio que solamente la fijación de una tasa de inflación como objetivo único de la política económica. La describen a grandes rasgos en cuatro puntos:

- La fijación de un rango objetivo para la tasa de inflación (para alcanzar la estabilidad de precios).
- El énfasis en la política monetaria como instrumento clave, siendo aplicada a través de ajustes en las tasas de interés.
- El accionar de la política monetaria garantizado mediante un banco central *independiente*.
- Los objetivos de política normalmente concentrados en la inflación, se encuentran formalmente expresados en términos de una función de pérdida cuadrática de la inflación y de la brecha del producto (explicada más adelante). Para el logro de cualquier tasa de inflación constante en el

largo plazo va a ser necesario que la brecha del producto sea nula, alcanzando su nivel potencial (Arestis y Sawyers, 2008).

Además, la ubican como una de las características principales del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM). En este enfoque el nivel de la actividad económica fluctúa alrededor de un equilibrio del lado de la oferta, vinculada a la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU). Así, un desempleo por debajo de esta conduciría a una mayor tasa de inflación, aunque se asume que este trade-off no existe en el largo plazo. Esto es, la curva de Phillips es vertical en el largo plazo.

El proceso de política monetaria apegado a un esquema de metas de inflación es acompañado por una política comunicacional donde se anuncian públicamente los objetivos inflacionarios oficiales. Además se deja en claro que la estabilidad de precios, comprendida como una tasa baja y estable de la inflación, es el objetivo supremo de la política monetaria. Con esto el decisor de política monetaria intenta conferirle a la misma tres rasgos: credibilidad, legitimación y flexibilidad de la IT. La teoría considera que lo fundamental es garantizarles a los agentes económicos una política creíble, de manera que sus expectativas se ajusten a esto y contribuyan a mantener una estabilidad de precios.

Si bien es considerada como parte de la solución a la problemática de inconsistencia temporal –entendida como la imposición de una regla a la autoridad bancaria- una de las ventajas de la IT es que de todas formas permite un cierto grado de discreción para poder hacer frente a shocks no anticipados. A pesar de esto, esta discreción permitida continúa siendo lo suficientemente restrictiva como para centrarse en los objetivos de largo plazo, sirviendo la IT de ancla nominal para la política monetaria.

En este esquema de política macroeconómica la política monetaria tiene un rol central, considerada como un instrumento flexible para alcanzar objetivos estabilizadores de mediano plazo, dado que puede ajustarse rápidamente a los vaivenes macroeconómicos. A largo plazo, se supone que la tasa de inflación es la única variable macroeconómica que la política monetaria puede determinar, dado que la teoría asume la neutralidad monetaria, definida por Sargent (1987, p.46) como:

“Un sistema posee la propiedad de neutralidad si se puede escribir de forma que cada ecuación contenga únicamente magnitudes medidas en unidades ‘reales’. Así pues, si dondequiera que aparezca una magnitud medida en dólares (como la cantidad de dinero o de bonos o el salario) la dividimos por otra variable medida en dólares (como el precio o el salario), el modelo describiría relaciones entre magnitudes reales. Si esto es cierto, doblar o triplicar las magnitudes nominales no puede tener efecto alguno sobre los valores de equilibrio de las variables reales.”

Básicamente la neutralidad consiste en que las variables reales solo se modifican ante cambios por otras variables reales, y no se ven afectadas por algún cambio en la política monetaria (Giraldo, 2006). De esta manera, cuando se aplican políticas expansivas son los precios los que absorben todo el peso de la medida, manteniéndose el nivel de empleo en su tasa natural.

Para que la condición de neutralidad pueda cumplirse, las perturbaciones que la demanda agregada sufra deben ser anticipadas o anunciadas, de manera de permitirle a los agentes acomodarse a la política monetaria, anticipándola. Si la perturbación no fuera anunciada ni esperada, entonces el dinero sí podría violar su neutralidad y provocar efectos reales, aunque solamente en el corto plazo. Solo se generarían entonces ganancias temporales, dado que en el largo plazo la economía retornaría a su nivel natural de equilibrio, pero con un mayor nivel de precios.

Para poder cumplir con la neutralidad, además, se supone que los agentes poseen expectativas racionales, o sea que conocen cómo se comporta tanto la economía como las autoridades económicas.

En consecuencia, el modelo supone que existe una separación entre el lado monetario de la economía y el real, diferencia que permite asignar políticas separadas, la monetaria aplicada hacia la inflación y políticas de oferta destinadas al sector real.

Relegada dentro de este esquema, la efectividad de la política fiscal es altamente cuestionada. Pasó a un segundo plano, con un rol mucho más pasivo y alineada a la política monetaria, de manera de restringir las capacidades de incurrir en un déficit por

parte de las autoridades públicas y con esto facilitar el control de la inflación. En palabras de Mishkin (2000, p.4) "la política monetaria se mueve primero y domina, obligando a la política fiscal a alinearse con la política monetaria".

La regla de política monetaria que refleja el esquema de metas de inflación es la Regla de Taylor, que a su vez se desprende del marco teórico general del nuevo consenso macroeconómico. En lo que sigue describiremos en rasgos generales el modelo, siguiendo a Arestis & Sawyers (2008).

Como ya se mencionó previamente, los objetivos de dicha política monetaria están centrados en reducir la tasa de inflación, formalmente representados por una función de pérdida cuadrática de la inflación y la diferencia entre el producto real y el potencial (output gap). Esto hace que alcanzar una meta de inflación constante en el largo plazo resulte una tarea extremadamente difícil, ya que es necesario que el producto alcance su nivel potencial.

Además de este fundamento teórico, se apoya fuertemente en la curva de Phillips, asumiendo a la inflación en función del nivel de actividad económica y de las expectativas inflacionarias.

Para una caracterización más detallada del Nuevo Consenso Macroeconómico se toma de Arestis & Sawyers (2003) el sistema de 3 ecuaciones para una economía cerrada:

$$(1) Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1$$

$$(2) p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2$$

$$(3) R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^t)] + c_3 R_{t-1}$$

Donde: $b_2 + b_3 = 1$, Y^g es la brecha del producto, R es la tasa de interés nominal, p es la tasa de inflación, p^t es la meta de inflación, RR^* es la tasa de interés real en el equilibrio, s_1 y s_2 representan shocks estocásticos, y E_t son las expectativas en el momento t .

La ecuación (1) describe entonces la demanda agregada, con el output gap determinado por el pasado y por las expectativas futuras tanto del producto como de la tasa de interés real. (2) es la curva de Phillips con una inflación en función de la brecha del producto

del mismo período y de las inflaciones del período anterior y del próximo. La ecuación (3) es una regla de política monetaria comúnmente conocida como la Regla de Taylor.

Podemos ver que la regla (3) es un ajuste sistemático de la propia economía y no un proceso exógeno. La tasa nominal de interés va a estar determinada por la tasa de interés real de equilibrio, junto con la inflación esperada, la brecha del producto y la desviación de la inflación respecto del objetivo. Que la tasa nominal de interés esté en función de la inflación y de la tasa real constituye la principal herramienta de una política de metas de inflación. La inflación por encima del objetivo va a requerir una tasa de interés más alta para controlarla, y viceversa. En este punto la predicción de la inflación futura se vuelve central en el modelo, con los obvios inconvenientes que ello acarrea.

La ecuación (1) se asemeja a una típica ecuación IS donde las decisiones de gasto se basan en una optimización intertemporal de la función de utilidad. El modelo permite tanto la rigidez de los precios como su total flexibilidad en el largo plazo. Al mirar la ecuación (2) podemos ver como el término $E_t(p_{t+1})$ expresa de alguna manera la credibilidad que posea el banco central para los agentes económicos. A mayor credibilidad la expectativa inflacionaria será menor, influyendo negativamente en la tasa de inflación. Esto indicaría que se podría reducir la inflación de manera muy sencilla y sin tener grandes costos en términos reales.

Al estar suponiendo la neutralidad monetaria, la inflación en el modelo queda determinada solamente por la política monetaria y las variables reales en equilibrio independientes de la oferta de dinero. De hecho, el mismo stock monetario no cumple ningún rol en el análisis.

Aunque a efectos prácticos concernientes a este trabajo, el modelo de 3 ecuaciones para una economía cerrada resulta suficiente, cabe mencionar que existe también una ampliación, para una economía abierta con ciertas diferencias, donde la Regla de Taylor incluye shocks estocásticos por ejemplo, que no analizaremos pero que se encuentra disponible en Arestis & Sawyers (2008).

2.3 Evidencia empírica

Numerosos trabajos se han llevado a cabo con el objeto de testear la validez del postulado. Si bien la mayoría de la academia económica se ha sesgado en intentar

probar una causalidad en la relación promulgada entre la independencia del banco central y tasas de inflación baja, nos interesa también la relación entre el postulado y la economía real. En este apartado nos referimos a estudios de distintos autores en estos sentidos

Comenzamos por los trabajos de Alesina y Summers (1993) y Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), los cuales se encuentran en esta minoría de estudios que se interesa por conocer las consecuencias reales del postulado. A pesar de las dificultades para medir la independencia de los bancos centrales en los distintos países, Alesina & Summers (1993), tomando el criterio de Bade y Parkin (1982), y teniendo en cuenta los 4 países agregados por Alesina (1988), definen la independencia política dependiendo de la relación institucional existente entre el banco central y el poder ejecutivo, la frecuencia con la que interactúan, el procedimiento para nominar o remover la directiva del banco y el rol de los emisarios del gobierno en el directorio del banco central. El resultado se evidencia en una escala de independencia que va del 1 al 4, donde un índice mayor indica una mayor independencia.

Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) realizan un análisis ampliado, midiendo no solo la independencia política de los bancos centrales, sino también la independencia económica. Esta última entendida como la capacidad de usar instrumentos de política monetaria sin restricciones. Básicamente miden qué tan fácil resulta para el gobierno financiar sus déficits a través de acceso directo a créditos del banco central. Con la independencia política toman casi los mismos criterios que Bade y Parkin (1982), teniendo en especial consideración si la estabilidad de precios constituye un objetivo explícito en el estatuto de la entidad.

Los índices de estos estudios presentan resultados similares, ubicando por ejemplo a Alemania y Suiza con el mayor puntaje, seguidos por los Estados Unidos y Japón. En los últimos puestos se ubican países como España y Nueva Zelanda.

Para el análisis utilizaron medidas del rendimiento económico de los países para el período 1955-1988, comparándolas con la medida de independencia de cada banco central. Obteniendo los siguientes resultados: una correlación negativa casi perfecta entre la inflación y la independencia de los bancos centrales, además de una esperable relación negativa entre la variabilidad de la inflación y la CBI.

Con respecto al precepto y su relación con el nivel o variabilidad del crecimiento económico, no han arribado a ninguna conclusión certera. Por ejemplo Suiza, cuyo banco central es considerado extremadamente independiente, muestra un crecimiento menor que el promedio de los países de la muestra. Alemania y Holanda, por el contrario, muestran un buen desempeño económico y un alto grado de independencia de sus bancos centrales. Países como España y Francia, con bancos centrales relativamente dependientes, evidencian un buen crecimiento económico. Al considerar el PBI per cápita los resultados no difieren de lo anterior. Tampoco se encuentra una relación entre la tasa de desempleo y el grado de independencia.

En suma, pudieron encontrar un apoyo estadísticamente significativo para la relación inversa existente entre la independencia de un banco central y las tasas de inflación para países desarrollados. Si bien la teoría subyacente al postulado promulga que tasas de inflación baja lograrán una mejora económica real per se, no han podido encontrar ninguna correlación entre la CBI y la performance económica real de un país.

Concluyen que existen dudas sobre los beneficios teóricamente planteados sobre la CBI. Gobernar el banco central bajo una regla óptima que lo aisle del control político solo parece permitir evitar un problema inflacionario. Los resultados del estudio sugieren que los países podrían mostrar un buen panorama económico aún sin suscribir al postulado, aunque sí es cierto que con una regla en vez de discrecionalidad sería más sencillo lograr una política estabilizadora.

Evaluar los efectos de la CBI no es para nada sencillo, sobre todo por la dificultad de medirla en la práctica, por lo que los índices de independencia difieren dependiendo del trabajo. Eijffinger y Schalling (1993) proponen para esto un análisis que incluya cómo es elegido el directorio del banco, cuán largo son los mandatos de sus directores y los canales formales que existan entre el banco y el gobierno. Si bien Cukierman, Webb y Neyapti (1992) intentan dotar de realidad al indicador al incluir la duración real de los mandatos como variable que afecta la independencia, la validez de estos índices siempre presenta suspicacias. Para Carvalho (1995) la caracterización de una independencia formal no es un reflejo preciso de los mecanismos de poder que operan en el banco realmente.

Entre los resultados del trabajo de Cukierman et al. (1992) se destacan algunos ambiguos, como por ejemplo la imposibilidad de atribuirle una causa a la larga duración de un mandato. Frente a esto, el autor duda si se debe a que el banco central se encuentra protegido del poder del gobierno o, todo lo contrario, a que el directorio se encuentra tan subsumido frente al poder del gobierno que este no tiene ningún interés en particular en reemplazarlo.

En lo que a los mecanismos formales entre banco y gobierno respecta, Eijffinger y Schalling (1993) estudian 12 países industriales donde el gobierno tiene como facultad poder intervenir en la autoridad monetaria a discreción de así necesitarlo. Los datos reflejan que ninguno de esos 12 gobiernos ha usado alguna vez este poder. Esto último arroja las mismas dudas que el estudio de Cukierman et al. (1992), no es posible determinar si esto se da por la fortaleza del banco central independiente o por la complicidad existente entre ambas instituciones, por la cual el banco nunca entra en conflicto con el gobierno.

A las dudas sobre la existencia de una relación causal entre el postulado y un nivel bajo de inflación se suma el testimonio de Schlesinger (1983), quien fuera además presidente del Bundesbank (Alemania). El exbanquero central resalta que el verdadero éxito en las metas inflacionarias en este país se debe al consenso social en torno a la estabilidad de precios, además del trabajo coordinado que realiza el banco con el gobierno, desmitificando que el interés del gobierno en la política monetaria lleve a altas tasas de inflación de manera automática. Sumado a esto, Holtfrerich (1988) presenta casos donde, en presencia de conflictos entre el Bundesbank y el gobierno alemán, fue la voluntad de este último la que se impuso, sin que ello altere el nivel de precios.

Un estudio de Crowe & Meade (2007) continúa con la línea de aquel de Cukierman et al. (1992) realizado para una muestra de 72 países para el período 1980-89. La metodología del trabajo consistía en calificar distintas características legales de los bancos entre 0 y 1 (cuanto más alto más independencia aporta esa característica) y luego ponderarlas para tener una medida de independencia general.

De esta forma, las características relacionadas con el procedimiento para nombrar o remover a los directivos del banco consistía un 20% del puntaje del índice. Las

características correspondientes al proceso de formular las políticas aportaban un 15% del resultado del índice, al igual que aquellas ligadas a la fijación de objetivos. Esta última recibía la más alta calificación si en su estatuto se especificaba como objetivo único la estabilidad de precios, una calificación menor si incluía este objetivo pero era parte de una lista mayor, y obviamente aún menor si no lo incluía. Por último, las limitaciones que existieran para la realización de créditos del banco central al gobierno consistían la parte más importante del índice, aportando un 50% del valor del mismo. Mientras más fácil le resultara al gobierno tomar prestado para financiar su déficit, menor sería la calificación.

La evidencia recogida por los autores muestra como dato a destacar que los bancos centrales se han vuelto más independientes con el correr de los años, tanto en economías desarrolladas como emergentes. El 85% de los bancos de la muestra obtuvieron un puntaje por encima del 0.4, mientras que en la década del '80 ese porcentaje era de 38%. Por supuesto que una parte de esto está explicado en la inclusión de un mayor número de países, sin embargo al analizar solamente los países considerados en el estudio de 1992 puede verse un gran aumento de independencia también.

Al igual que Cukierman et al. (1992), no encontraron evidencia significativa que sostuviera una relación inversa entre la CBI y la inflación. Los mismos resultados se obtienen aún cuando se hace la distinción entre países desarrollados y en vías de desarrollo, siendo los países de Europa central el único grupo donde esta relación tiene validez.

Los autores justifican estos resultados por el contexto inflacionario del período de estudio, donde la proliferación de los bancos centrales independientes se dio en paralelo con una disminución generalizada de la media inflacionaria.

“Quizá las características institucionales de los bancos centrales sean menos críticas cuando las presiones inflacionistas globales son moderadas.”(Crowe & Meade, 2007, p.75)

No descartan que estos resultados puedan deberse a que la medición de la independencia legal del banco no es representativa de su independencia real, aunque

también podría ser que la independencia no resulte de importancia para disminuir la inflación. Sin embargo aclaran que en un mundo donde los bancos centrales aumentan su independencia y la inflación disminuye habría que tener cautela antes de afirmar algo así. También podría ser que los países con baja inflación no hayan cambiado la gobernanza de sus bancos centrales, mientras que los que experimentaban una inflación alta sí, resultando en un contexto donde la inflación es baja en la mayoría de los países.

Concluyen su estudio remarcando que si bien no encontraron una correlación entre la CBI y la tasa de inflación (al igual que en el estudio para el período 1980-1989 que tomaron de referencia) sí pudieron ver una relación negativa significativa entre la inflación y la transparencia del banco. Una política comprometida con la estabilidad de precios, bien comunicada y que genere confianza en los agentes económicos pareciera ser la base para controlar sus expectativas y así mantener un nivel inflacionario bajo.

En resumen, estos trabajos demuestran que la validez del precepto no resulta tan obvia como la teoría la presenta. Si bien el de Alesina & Summers (1993) presenta evidencia significativa para sostener que existe una correlación negativa entre la inflación y la CBI, falla en probar relaciones entre esta última y otras variables clave como el crecimiento económico. Crowe y Meade (2007), a diferencia de estos, ni siquiera pudieron probar esta relación entre el precepto y la disminución del nivel general de precios.

Para De Carvalho (1995) tanto teórica como empíricamente, la conexión entre la CBI y la estabilidad de precios parece sumamente débil, dependiente de algunos supuestos bastante fuertes y sesgados sobre cómo funciona la economía y qué rol debería jugar el banco central en ella. Sumado a esto, cree que la validez de la teoría contiene un componente circular. Si en la propia definición de independencia ya se está hablando de estabilidad del nivel de precios, nadie debería sorprenderse si se encuentra una correlación en este sentido.

Por último, para Mas (1995) las pruebas que intentan demostrar la validez de la CBI están signadas por problemas de simultaneidad, causalidad inversa, variables faltantes y errores de medición. Considerando que no todas las pruebas llegan a probar una correlación existente entre independencia e inflación, las que sí arriban a este resultado

no garantizan la validez del precepto. Una simple correlación no es suficiente para demostrar causalidad, los resultados bien podrían ser consistentes con otras explicaciones.

No queda del todo clara entonces la validez empírica del postulado, la cual parece estar bastante alejada de la que la teoría le adjudica. Los resultados nos dejan más preguntas que respuestas, cuestión que resulta extraña para una teoría tan fuertemente difundida y defendida. Uno esperaría extraer de los datos resultados mucho más favorables de un precepto que se presenta como la “salvación” para alcanzar la estabilidad macroeconómica y de precios.

3. Críticas teóricas

En esta sección –que sin dudas es la más importante del trabajo- nos concentraremos en exponer las principales críticas que surgen, tanto contra el postulado mismo como contra la fundamentación económica bajo la cual se halla desarrollado.

Empezaremos por presentar las posturas de John Maynard Keynes y Milton Friedman, dos de los economistas más importantes de la historia económica, con el objeto de presentar la visión de quienes de algún modo marcaron el rumbo de la ciencia económica en el siglo pasado.

Luego continuamos con un análisis crítico de la teoría monetaria subyacente al postulado. En este apartado comenzamos exponiendo las necesidades de suscribir a una teoría del dinero endógena como punto de partida en el desarrollo teórico monetario. Además se presentan una serie de dudas sobre la validez teórica en la que se sustenta el Nuevo Consenso Macroeconómico, donde se analizan punto por punto las falencias de este marco teórico.

Se prosigue con una discusión sobre la independencia real que el banco experimenta en la práctica. Aquí se analizan las distintas presiones que la entidad pueda sufrir en la realidad, de las cuales ningún banco central se encuentra exento sin importar cuán remarcado se encuentre en su carta orgánica que se trata de una institución independiente. Consideramos oportuno incorporar en esta subsección algunos cuestionamientos sobre la capacidad para determinar realmente la tasa de interés de manera independiente.

Por último, se presentan distintas posturas que abordan críticamente el postulado desde un enfoque de la economía política. Se desarrolla en profundidad el modelo de “terreno disputado” de Epstein (1992) para poder tener una perspectiva más amplia de los verdaderos factores que entran en juego a la hora de determinar una política monetaria. Se agregan también otros cuestionamientos desde este punto de vista, que apuntan en su mayoría hacia el carácter antidemocrático que pareciera tener la política monetaria bajo la concepción del CBI.

3.1 La postura de Friedman y Keynes

El debate sobre la independencia de los bancos centrales no ha estado exento de la opinión de los economistas más influyentes de la época. De hecho, quienes fueran sin duda los dos economistas protagonistas del siglo XX, John Maynard Keynes y Milton Friedman, han sentado postura en la temática.

Milton Friedman, máximo exponente del monetarismo, tenía una postura encontrada con el precepto, al contrario de lo que se podría intuir. Si bien estaba de acuerdo con la necesidad de separar la política monetaria de los vaivenes políticos cotidianos, dados los problemas inflacionarios que el uso cortoplacista del banco generaría, no suscribía completamente al postulado.

Centraba su crítica en dos aspectos, el político y el económico. Desde el primer punto de vista, rechazaba la gran concentración de poder. Desde el segundo, estaba en contra de la dispersión que esta práctica podría generar sobre las políticas monetarias y fiscales, además de la falta de rendición de cuentas al Estado. Como en última instancia el banco es siempre un cuerpo dirigido por hombres, creía posible que estos estuvieran tentados a actuar a discreción. Temía que actúen en persecución de objetivos propios, subordinando las políticas monetarias a los intereses de quien se encuentre encargado de direccionarla, abriéndole la posibilidad de tomar decisiones contrarias al bienestar general de la sociedad.

Otra de sus críticas se enfocaba hacia lo expuesto que se encuentran los banqueros frente a presiones ajenas al poder político. Dichas presiones muchas veces resultan más perjudiciales que las impartidas desde el gobierno de turno y son ejercidas por parte de distintos intereses sectoriales -sobre todo del financiero- lo que podría direccionar parcialmente la política, alejándola nuevamente del óptimo social deseado. Más abajo se desarrollará más detenidamente este punto.

De hecho, en la década del '80 mientras se discutía la supresión de la independencia de la FED, analizado críticamente por considerarse el paso previo a una utilización de la entidad por parte del poder político gobernante, Friedman se encontraba a favor. Friedman (1984, p.44) declaró que según su “propia examinación de la historia monetaria, este juzgamiento es correcto pero es un argumento a favor, no en contra, de la eliminación de la independencia del banco central”.

El padre del monetarismo se preocupaba por los efectos reales que podría tener una política monetaria errada. Para él, un banco central con discreción y ajeno al poder político, era igual de peligroso que uno subordinado meramente a las directivas de quienes detentaban el gobierno. Por ello, creía necesario no solo alejar a la política del manejo de la autoridad monetaria, sino también restringir las facultades de las autoridades del banco, de manera de neutralizarlos con una ley monetaria que actúe como fuerza superior. "Una regla monetaria aislaría la política monetaria tanto del poder arbitrario de un pequeño grupo de hombres no sujetos al control del electorado como de las presiones a corto plazo de la política partidista" (Friedman, 1972, p.227).

Generalmente se lo malinterpreta a la hora de tocar este tema, por evidentes cuestiones oportunistas al dar el debate. Los autores neoclásicos comparten su idea de anteponer una regla a la discreción – recordemos que es el origen del debate impulsado por Kydland y Prescott- pero aún así defienden la CBI como medida para acotar la discrecionalidad. Para Friedman, no obstante, adoptar un enfoque de CBI seguía dejando margen para una discrecionalidad por parte de las autoridades monetarias.

Milton Friedman no es el único gran exponente económico que se refirió al tema, Keynes también tenía una postura contraria al postulado. Centró sus críticas en tres pilares fundamentales: los controles democráticos sobre la política monetaria, la necesidad de instrumentar una independencia de instrumentos pero no de objetivos y la no neutralidad del dinero –implicando consecuencias en la economía real por parte de la política monetaria-.

Keynes veía con buenos ojos descentralizar el poder en la toma de decisiones, pero creía que las distintas autoridades encargadas de toda la política económica debían diseñar un trabajo interdependiente y no accionar de manera aislada. La política económica debía tener un objetivo general –delineado por el gobierno- de manera que el Tesoro, el banco central y el resto de las entidades puedan trabajar de forma coordinada para poder alcanzarlo. A estos dos organismos los piensa como los centrales en la política económica de un país, para los cuales creía necesario que se encuentren en la misma escala en términos de poder e importancia dentro de la economía; ninguno debería estar subordinado al otro.

Como veremos en las siguientes dos citas, planteaba la necesidad de que el gobierno dirija la política monetaria para poder dotarla de un signo democrático, a la vez que restringe el poder de este control supeditándolo al Parlamento, respetando las bases fundamentales de toda República donde los poderes del Estado se controlan entre sí.

"La administración del Banco debe estar en última instancia sujeta al Gobierno del día y los nombramientos más altos deben requerir la aprobación del Canciller del Tesoro"(Keynes, [1932] 1982, p.131).

"los principios del sistema monetario, por ejemplo, si el estándar debe ser oro, o si la estabilidad de los precios al por mayor o del costo de vida o de algún otro índice, debe ser su norma, debe ser determinado por el Parlamento "(Keynes, [1932] 1982, p.131).

Si bien él creía que el banco debía ser una herramienta del Estado para facilitar el cumplimiento de sus objetivos, defendía la facultad de la entidad para obrar con cierto grado de independencia (distinto a aquel propuesto por la teoría), por las necesidades técnicas propias de la política monetaria. Esta independencia (lo que hoy se conoce como independencia de instrumentos) debía ser velada y resguardada por el congreso, fiel representante del arco plural de los ciudadanos, quien se encargaría de definir cuestiones de la política monetaria. La mejor manera de adoptar una política consistente y democrática sería entonces a través del debate entre los representantes del electorado. En definitiva, serían los ciudadanos quienes indirectamente definieran el tipo de política deseada a través de su voto.

En la siguiente cita se muestra como Keynes sostiene la necesidad de mantener lo público por sobre lo privado.

"El Banco debe ser expresamente reconocido como una institución nacional de la cual se excluyen por completo las ganancias privadas y el interés privado. La dirección debe ser seleccionada por razones públicas y no debe ser para el interés de la City más que para otros intereses nacionales" (Keynes [1932] 1982, p.131)

Si bien no fue contemporáneo a este debate, deja en claro que el tipo de independencia que él desea para la autoridad monetaria no se corresponde con el propuesto por la teoría actual del NCM. Le otorga expresa responsabilidad al poder público para dirigir la entidad, velando por una separación de los intereses del banco con aquellos del sector privado.

De todas formas, Keynes no rechazaba la CBI por completo, sino que creía podía traer sus beneficios, pero en un grado particular y diferente al planteado por el marco teórico que sustenta la CBI. Él basaba la independencia en controles y equilibrios de manera de poder limitar tanto las presiones del gobierno sobre la autoridad monetaria como las discrecionalidades en que los técnicos a cargo de esta pudieran incurrir, subordinándolas a un control democrático indirecto.

Con respecto a la neutralidad del dinero, si bien nos referiremos a ella más detenidamente en la próxima sección cabe destacar que Keynes fue uno de los primeros en rechazar este supuesto adoptado por la teoría. Para Keynes (1936), en situaciones donde la economía se encuentre por debajo del pleno empleo, una política monetaria temporal y expansiva permitiría alcanzarlo de manera permanente.

3.2 Críticas referidas a la teoría monetaria que sustenta la recomendación de independencia de los bancos centrales.

Las críticas que apuntan contra la prescripción del postulado de CBI pueden diferenciarse por su carácter de directas o indirectas. Podríamos ubicar entonces en las directas aquellas que se refieren de manera explícita a los fundamentos emanados de la adopción de la independencia del banco central, mientras que las críticas indirectas son aquellas que cuestionan la base teórica sobre la que este postulado es construido. En este apartado nos referiremos al segundo tipo de críticas.

- Endogeneidad de la política monetaria

Si bien es cierto que el NCM no incorpora de manera teórica formal al dinero como un elemento exógeno -incluso la misma Regla de Taylor tiene por instrumento la tasa de

interés y no la cantidad de dinero- siguiendo a De Lucchi (2012) podemos plantear que tampoco desarrolla formalmente una endogeneidad del dinero. Sí adopta en la práctica un análisis y accionar basado en esto, pero probablemente guiado más por una cuestión pragmática de la efectividad de la política monetaria que por un reconocimiento teórico. A pesar de que el NCM se apoya en la teoría de los fondos prestables wickselliana, donde la cantidad de dinero es una variable endógena y la tasa de interés una variable exógena determinada por el banco central o los bancos en conjunto; sus conclusiones se direccionan en el mismo sentido que la teoría cuantitativa del dinero, donde el nivel de precios es determinado por la cantidad de dinero-crédito. También se adopta una tasa natural de interés, donde desviaciones de la tasa monetaria con respecto a ésta generarán un aumento o caída del nivel de precios, dependiendo si la tasa monetaria se encuentra por debajo o por encima de la natural, respectivamente. Mediante esto, De Lucchi (2012) reconoce que si bien el NCM logra cierto avance con la incorporación del dinero endógeno y la tasa de interés exógena, no aporta demasiado ya que esto deriva en la conclusión que el dinero sigue siendo neutral en el largo plazo, al igual que en la economía neoclásica.

Por la importancia que remite construir una base teórica sólida alrededor de la endogeneidad del dinero, en este apartado nos concentramos a resaltar los canales por los cuales la política monetaria se vuelve endógena y que deberían ser tenidos en cuenta en una teoría como esta. En primer lugar, el enfoque de dinero endógeno difiere en tres puntos centrales, supone: que el dinero no es neutral en el largo plazo, la inexistencia de una tasa natural de interés y la inexistencia de un producto potencial exógeno. Para este enfoque la tasa de interés monetaria resulta exógena y es la que determina el ajuste del producto potencial a la demanda efectiva, mientras que la cantidad de dinero se ajusta al nivel de precios, en sentido inverso a como se plantea por la teoría neoclásica.

Otra diferencia fundamental resaltada por Gigliani (2005) reside en que para la teoría exógena el proceso de creación monetaria va desde las reservas (que constituyen la base monetaria y que determinan los préstamos) hacia la oferta de dinero. Mientras que para la teoría endógena esta relación causal se da en sentido inverso, donde el crédito determina la base monetaria. Esto se da porque los préstamos no se consideran restringidos por el nivel de depósitos ni de reservas sino que los bancos poseen diversos medios para constituir encajes.

Según la concepción teórica que fundamenta la recomendación de la CBI, el BC tiene un control sobre los agregados monetarios, que ejerce a través de la manipulación de la tasa de interés. Pero esta formulación supone ignorar un conjunto de movimientos de la base y oferta monetaria que suceden sin una intervención directa del BC. Para Gigliani (2005) el monetarismo y la síntesis neoclásica-keynesiana incurren en un error al concebir al gobierno como capaz de controlar totalmente la cantidad de dinero.

El problema que parece presentar la literatura defensora de la independencia de los bancos centrales es que no tienen en cuenta que al banco central no le resulta sencillo controlar exactamente la oferta de dinero, porque está influida por distintos factores que escapan de su alcance. Esta institución no controla directamente variables clave como el stock de reservas internacionales, ni los préstamos de los bancos al sector privado, las cuales influyen en la oferta de dinero. Los canales de endogeneidad que nos interesan analizar en este apartado son tres: el sector público, el sector privado (bancario y no bancario) y las variaciones del multiplicador monetario. Los cambios en el stock de reservas internacionales también constituyen un análisis enriquecedor en la temática, pero continuamos el lineamiento metodológico de la sección anterior y nos concentramos en una economía cerrada.

- Sector público

El primer problema reside en que la política monetaria y la fiscal se encuentran estrechamente relacionadas. Para Wray (2007) el objetivo de la política monetaria consiste en alcanzar una tasa de interés a corto plazo, para regular los mercados financieros. A su vez, la política fiscal resulta la herramienta a través de la cual se aumenta la estabilidad en el valor de la moneda local, por medio del control de la cantidad de dinero que emita el gobierno. El autor plantea que el Estado no controla realmente la cantidad de dinero emitido utilizando la política monetaria, sino que lo hace a través de la política fiscal.

Para tener en cuenta cómo funcionan estos mecanismos, los cambios en la base monetaria presentan una relación positiva con respecto a la política fiscal, vinculadas a través del déficit gubernamental. En cambio, la base se relaciona negativamente con respecto a las variaciones que observe el flujo de créditos del sector privado hacia el

Estado. Con respecto a la política monetaria, se relacionan de manera positiva a través de los préstamos que el banco central otorga al sector privado.

Teniendo en cuenta la posibilidad de que el gobierno incurra en déficit, este puede ser financiado a través de tres herramientas, la emisión de dinero, la de bonos o el cobro de impuestos. De estos tres casos, solo la emisión de dinero afecta la base monetaria, por lo que es el único que nos interesa. El mecanismo por el cual el gobierno se financia consiste en emitir bonos para que el banco central, que es quien da la orden de emitir dinero, se los compre. Esta financiación a través de creación de dinero es llamada “monetización del déficit presupuestario”.

Entonces la base monetaria no es verdaderamente exógena, dado que aumenta cuando aumenta el déficit fiscal. Esta relación se entrevé en los fundamentos iniciales del debate sobre inconsistencia temporal, con la idea de no continuar permitiendo que un gobierno financie su déficit con la utilización del banco.

Aún si consideramos el caso donde el gobierno no incurre en déficit, el sector público puede impulsar cambios en la oferta monetaria a través de la política fiscal. Este canal se efectiviza porque suponemos cierta elasticidad de la oferta monetaria con respecto a la tasa de interés, lo que afecta el mecanismo de impacto de las políticas monetarias y fiscales. Por ejemplo, si la oferta de dinero fuera perfectamente inelástica, una política fiscal expansiva solo generaría un aumento en la tasa de interés, manteniendo constante la cantidad real de dinero en la economía (como la teoría exógena sugiere). Sin embargo, con la presencia de elasticidad, el efecto de una política de este estilo provocaría un aumento de la tasa de interés pero en menor medida (relacionándose inversamente con el grado de elasticidad), acompañado por un aumento en la oferta real de dinero.

La propia política monetaria se ve afectada por la presencia de esta elasticidad entre la oferta monetaria y la tasa de interés. Un aumento de la base monetaria, considerando que la oferta fuese exógena, provocaría un aumento en la misma proporción de la oferta real de dinero, disminuyendo la tasa de interés. Cuando se considera la presencia de elasticidad, este aumento de la base monetaria tendría efectos apaciguados, es decir que tanto el incremento en la oferta real de dinero como la disminución en la tasa de interés serían menores. Pasando en limpio: a mayor elasticidad de la oferta de dinero respecto a la tasa de interés, menores los efectos que la política monetaria produce.

- Sector privado (bancario y no bancario)

Si bien la relación con el sector público permite ver que la política monetaria posee carácter endógeno, este no es el único caso en el que la base se ve afectada, también aumenta cuando los préstamos del Banco Central al sector privado aumentan, así como cuando se reducen los préstamos de este último sector para con el gobierno.

Además de las variaciones de la base monetaria, los cambios en la oferta monetaria van a depender también de la reacción de los bancos comerciales y el sector privado no bancario frente a medidas del banco central. Para De Lucchi (2012) la creación de dinero, impulsada por la demanda de crédito y determinada por los bancos privados, constituye el principal canal de endogeneidad del dinero. Si bien los bancos privados no cuentan con el poder monopólico de emitir dinero (el que le corresponde al banco central) determinan la cantidad de depósitos a la vista dado que se ajustan a la demanda solvente de créditos y con ello, determinan de manera parcial la base monetaria. El mecanismo se encuentra estrechamente ligado con el multiplicador bancario, al que analizaremos más adelante.

Cuando la tasa de descuento aumenta las reservas libres tienden a aumentar. Esto sucede porque los bancos demandan menos préstamos al banco central, aumentando sus reservas excedentes para evitar pedir nuevos préstamos. En cambio, cuando las tasas de interés en el mercado aumentan, los bancos tienden a pedir más préstamos al banco central y a reducir sus reservas excedentes. Con esto, los bancos comerciales aumentarían la cantidad de préstamos otorgados, lo que dota de mayor liquidez a la economía. Es decir que por medio de las operaciones entre el banco central y los bancos privados, denominadas de redescuento, la política monetaria se ve determinada. Para De Lucchi (2012) en la concepción endógena las reservas no determinan el crédito, sino que la relación causal se da a la inversa, el crédito va a determinar la variación de las reservas y la base monetaria.

Siguiendo a Serrano (2002), en las posturas ortodoxas que adoptan la endogeneidad del dinero el banco central establece una meta para la tasa de interés con el objetivo de evitar que la inestabilidad de la demanda de dinero se traslade a la tasa. Esta postura concibe al dinero como exógeno en un primer momento, el cual se vuelve endógeno por

la decisión del banco central de adoptar una política que se acomode a los cambios de la demanda de dinero.

La oferta monetaria está determinada en parte por componentes endógenos así como por propias acciones del banco central, quien opera a través de operaciones de mercado abierto, la tasa de descuento y la tasa de encaje de los depósitos (tanto a la vista como a plazos). Es decir que si bien existen variables que el propio banco central no puede controlar y que van a determinar en última instancia a la oferta monetaria, esta entidad también tiene la capacidad de influir sobre ella. Entonces el BC determina de manera parcial la base monetaria porque, para una tasa de interés dada, son en definitiva los agentes económicos quienes deciden la composición de su cartera de activos. El banco central no puede forzar a los individuos a tomar préstamos ni mucho menos a los bancos a aumentarlos.

Como mencionamos al inicio del apartado, la oferta de dinero se ve determinada tanto por las acciones de los bancos comerciales como por las del sector privado no financiero. Por el lado del sector privado no financiero, como este responde ante variaciones de la tasa de encaje de depósitos a plazo con ajustes en su tenencia de dinero, títulos y depósitos también podemos ver que influye sobre la oferta monetaria. Este mecanismo se da, al igual que cuando analizamos la política fiscal, por el supuesto de elasticidad parcial de la oferta monetaria con respecto a la tasa de interés. Así podemos analizar a las decisiones del sector privado no financiero que aumenten el producto, y con ello la demanda de dinero, de la misma forma que lo hicimos con el caso de una política fiscal expansiva.

- Las variaciones del multiplicador bancario

Similar al caso de las tasas de redescuento mencionado arriba, se puede analizar qué ocurre en el multiplicador frente a un aumento de la tasa de interés. Cabe aclarar primero que, de acuerdo con Gigliani (2005), el multiplicador se encuentra sujeto a dos factores fundamentales. Las decisiones de los bancos, quienes generalmente reaccionan ante las acciones del banco central con el objetivo de neutralizarlas total o parcialmente, y las decisiones de los particulares, con respecto al circulante y los depósitos, influyen sobre el multiplicador y nos permiten pensar que su naturaleza es endógena.

La relación inversa que presenta la tasa de interés con los ratios circulantes/depósitos, excedentes de reservas/depósito y reservas requeridas/depósitos, generan que la oferta monetaria no sea realmente exógena, sino que se comporte en el mismo sentido que la tasa. El aumento de la tasa de interés conlleva una disminución de los ratios mencionados, debido principalmente a que se incrementan el tamaño de los depósitos (denominador) porque estos pasan a ser más rentables. Al tener más depósitos disponibles, los bancos tienen más capacidad para prestar dinero, produciendo un efecto multiplicador en la economía. Esto ocurre porque los ratios mencionados impactan de manera negativa en el multiplicador bancario, generando que este sea una función directa de la tasa de interés. Entonces, el movimiento de la tasa de interés y el multiplicador se dan en el mismo sentido.

En consonancia con Gigliani, Tobin (1971) cree que el banco central es incapaz de controlar completamente la estabilidad del multiplicador monetario ya que este va a depender en última instancia de decisiones discrecionales de los bancos privados y de los agentes económicos en general.

Los distintos argumentos presentados arriba permiten concluir que el banco central no tiene realmente la facultad de controlar de manera absoluta la oferta monetaria. Aún si supusiéramos un caso ideal donde el gobierno no incurriera en déficits fiscales, la política monetaria se vería afectada por otros factores como las operaciones de redescuento o el grado de elasticidad entre la tasa de interés y la oferta monetaria, quitándole el carácter eficaz que la literatura le adjudica.

- Naturaleza de la función de pérdida

La importancia del Nuevo Consenso Macroeconómico en el régimen de Metas de Inflación, resaltada en la primera parte del trabajo, nos obliga a analizar su validez de manera más profunda. Dentro de las críticas que realizan Arestis & Sawyers (2008) al NCM podemos distinguir tres principales: la naturaleza de la función de pérdida, la curva de Phillips y la dicotomía clásica.

En primer lugar, en cuanto a la naturaleza de la función de pérdida se trata, encuentran necesario realizar un análisis minucioso sobre su determinación, dado que en ella se basa luego la política monetaria. Cualquier inconveniente que la función presente

implicaría que la política se construya basándose en una concepción errónea, vaticinando seguramente su fracaso.

Recordemos que la literatura califica a una política monetaria como aceptable cuando esta logra un valor esperado bajo de la función de pérdida descontada. Las pérdidas se calculan como un promedio ponderado de términos cuadráticos de la diferencia entre la tasa de inflación real y la tasa objetivo, así como de la producción real con la potencial. Es decir que esta función posee dos elementos centrales: la inflación y la brecha del producto.

Resulta difícil poder definir cuál sería la tasa de inflación óptima a la que debería apuntarse. Muchos bancos centrales la ubican entre el 1 y el 4% anual, sin ofrecer una justificación teórica para suponer óptima esa cifra. Además, la forma funcional cuadrática indica que en diferentes niveles de inflación las pérdidas se comportarían de maneras totalmente distintas. Por ejemplo, pasar de una inflación del 10 al 20% anual traería mayores inconvenientes que dar un salto del 40 al 50%, en cuanto a pérdida de producto se trata, según el trabajo de Ghosh y Phillips (1998). Además, en el mismo estudio encuentran que una tasa baja (entre el 2 y 3% anual) se relaciona positivamente con el crecimiento de la economía. Tampoco queda muy claro si las pérdidas causadas por la inflación realmente se comportan de una manera cuadrática.

Por el lado de la brecha del producto, como ya dijimos, se supone que la fuerza de la demanda no tiene ninguna incidencia en el futuro de la economía, lo que se complejiza en el momento en el que las tasas de interés comienzan a afectar en las decisiones de inversión, dado que terminan impactando en el producto futuro a través del capital acumulado. Al usar una función de pérdida cuadrática, las consecuencias entre un producto real por encima del potencial y uno por debajo de este pero a la misma distancia que el anterior, serían igual de dañinas para la economía. Solo un output gap nulo no generaría pérdidas.

Además, al desarrollarse teóricamente sobre el supuesto de competencia perfecta, no queda claro que en mercados con imperfecciones se produzcan los mismos resultados. Quizás en estos tipos de mercados el producto óptimo no coincida con aquel de equilibrio. Lo mismo pasaría con la tasa de empleo, podrían no estar en coincidencia y

encontrarnos en una situación donde el producto alcance su “óptimo” pero el desempleo continúe siendo un problema.

- La crítica a la curva de Phillips y una NAIRU estable

Otro de los supuestos sobre los que se basa esta literatura es la existencia de una tasa natural de desempleo, a la cual se supone tiende una economía que se dirige hacia el equilibrio. Aquí quienes se encuentran sin trabajo están en esa situación por voluntad propia, al no querer trabajar al salario de mercado. Según la teoría, las “distorsiones” en la economía -como los sindicatos- son las causantes de que la tasa de desempleo difiera de la tasa natural, lo que consideran una aberración en sí misma. Los gobiernos deben concentrarse en mantener una tasa de inflación lo menor posible, y no en intentar disminuir la tasa de desempleo ya que esta debería llegar solamente a la natural, amparados en el mecanismo subyacente a la curva de Phillips.

Este mecanismo resulta fundamental a la hora de defender la independencia de los bancos centrales, por cómo plantea un trade off entre inflación y desempleo en el corto plazo y cómo esta relación desaparece en el largo. La explicación académica no se interesa por quienes no se encuentran empleados, dado que considera que están en equilibrio al elegir voluntariamente no trabajar. La postura ortodoxa privilegia entonces una inflación baja sin importar la cantidad de gente que se encuentre desempleada, mientras otras posturas heterodoxas prefieren una política monetaria activa para que más personas puedan obtener un trabajo remunerado.

De estos postulados teóricos se desprenden varias discrepancias y cuestionamientos; un ejemplo es el de McCallum (1995, 1997) donde se cuestiona por qué si el banco central conservador entiende que no existe posibilidad de disminuir la tasa de desocupación de manera real a largo plazo, éste se conforma con una tasa de inflación baja pero positiva, en lugar de perseguir una tasa cero.

A esta crítica conceptual de la curva de Phillips neokeynesiana se le suman algunas críticas fundadas en su construcción. La misma se basa en decisiones de precios tomadas mirando el futuro, donde cada empresa tiene expectativas de que los precios sean soportados por otros en períodos posteriores. Esto ocurre porque los cambios de precios se producen a la Calvo (1983) donde solo una proporción de las compañías los cambian en un momento determinado.

Es criticado por Arestis & Sawyers (2008) el hecho de que la curva se construya solamente en función de los precios y el producto, sin ocupar ningún rol protagónico los salarios ni el desempleo, que eran centrales en la curva de Phillips original. La nueva curva plantea una inflación dependiente de la inflación esperada y de los costos marginales reales (determinados por los salarios y la productividad del trabajo), enfocándose en una relación positiva entre el producto y el costo marginal real. Esta relación ha sido cuestionada principalmente porque bajo competencia monopolística es probable que las empresas operen con costos marginales decrecientes. Por ejemplo, autores como Rowthorn (1999) fallan en probar empíricamente la relación sostenida por el NCM, a quien se le suma Downward (1999) cuyo estudio encuentra que para la mayoría de las empresas inglesas los costos decrecen a medida que el producto crece.

En su trabajo, Arestis & Sawyers (2008) recopilan distintos autores que sostienen que la principal falla que la curva presenta es que no se verifica empíricamente, como son los trabajos de Mankiw (2001), Chadah y Nolan (2004) o Galí y Gertler (1999).

Sin dudas la Curva de Phillips constituye un pilar fundamental del marco teórico del NCM, por lo que las dudas tanto teóricas como empíricas que fueron presentadas nos permiten cuestionarnos las conclusiones que se derivan de ella.

- La neutralidad del dinero o dicotomía clásica

El tercer punto a resaltar a la hora de mencionar las críticas hacia el NCM es la adopción del supuesto de dicotomía clásica, donde se supone la existencia de una separación entre la parte real de la economía y la parte monetaria, el cual se fundamenta en la neutralidad del dinero. A raíz de esto se separan las decisiones de política económica, aplicando políticas monetarias solamente para afectar variables nominales (en especial para atacar la inflación) e impulsando políticas de oferta para influir únicamente en el sector real. La literatura defiende la idea de que las políticas monetarias son incapaces de afectar a la economía real, por lo que las medidas que se tomen en ella solo tendrán un impacto en el nivel de precios. Las principales críticas apuntadas hacia este fundamento teórico vienen dadas por parte de la corriente postkeynesiana quienes, como ya vimos arriba, continúan el lineamiento del mismo Keynes.

Para la teoría, una política monetaria expansiva será efectiva solo en el muy corto plazo, cuando los agentes se vean sorprendidos por su implementación, en el largo (tal y como la curva de Phillips vertical lo representa) el nivel del producto y del empleo se mantendrá y lo único que percibirá un cambio será la tasa inflacionaria, aumentando. Como la literatura suscribe a un enfoque de expectativas racionales, donde los individuos conocen la información y se comportan de manera tal de no “caer en la mentira” de una política inflacionaria, bajo este mecanismo resulta imposible disminuir la tasa de desempleo por debajo de la NAIRU (que podría ser de una cifra considerable) en el largo plazo. Los intentos en este sentido serían en vano, resultando siempre en un aumento del nivel de precios. Solo las políticas de oferta se consideran capaces de generar mejoras en la economía real.

Los postkeynesianos rechazan fuertemente el supuesto de neutralidad monetaria. Suscriben a la posibilidad de alcanzar el pleno empleo de manera permanente, a través de una política monetaria temporal. Esto se da porque conciben el objetivo de una política discrecional como el logro de situaciones de estabilidad en momentos donde la economía no lo esté, y no el de allanar el terreno para poder practicar una política sorpresiva aislada que desvíe a la economía de su equilibrio, como suponen los defensores de la imposición de reglas para vencer la problemática de la inconsistencia temporal.

En este sentido, autores como Carvalho (1995-96) no suscriben a la idea de la neutralidad monetaria, aunque entienden que la política monetaria por sí sola no es realmente efectiva sino que es necesario su coordinación con otros tipos de políticas. "Una vez que se rechaza la hipótesis de la tasa natural, la propuesta de independencia del banco central para establecer sus propios objetivos y perseguirlos a discreción carece de sentido" (Carvalho, 1995-96, p.172).

Rymes (1995-96) es otro de los que centralizan las críticas alrededor de la neutralidad monetaria. En su trabajo explica que una vez que se deja de lado este supuesto el banco central pasa a tener un rol mucho más activo, no limitándose solamente a la imposición de algún tipo de regla sino que, conociendo sus posibles consecuencias sobre la economía real, tiene la capacidad y el deber de obrar en ella. Rymes (1995-96) coincide con Carvalho (1995-96) al concluir que, al no cumplirse este supuesto en la realidad, el enfoque en la independencia de los bancos centrales carece de sentido.

Bartel (1995-96) en su estudio enfocado a la Reserva Federal de los Estados Unidos también apunta su crítica hacia la adopción de este supuesto por parte de la literatura. Expone que las políticas antiinflacionarias de la Reserva afectan a la distribución del ingreso y la riqueza de la misma manera que una política fiscal aplicada por el gobierno, con la leve diferencia de que estas políticas fiscales deben superar un arduo camino burocrático, mientras que la Reserva Federal obra a discreción sin ningún tipo de control.

La creencia en la neutralidad de la política monetaria en el *mainstream* es la cuestión central de toda la fundamentación teórica, mientras que para los postkeynesianos es el error de concepción que le quita validez a sus conclusiones. Para estos últimos, un enfoque exclusivo hacia la estabilidad de precios no tiene sentido si la política monetaria no es neutral en la realidad.

En el modelo del NCM el stock monetario no juega ningún papel central en el largo plazo, reduciendo la política monetaria a la tasa de interés. Para Arestis & Sawyers (2008) no está tan claro que la política monetaria no tenga ningún tipo de influencia en el sector real de la economía. Se preguntan también si la demanda repercute en la potencial oferta. De ser así, las políticas fiscales y monetarias estarían indirectamente condicionando el producto futuro de la economía.

Al manejar la tasa de interés para influir sobre la demanda agregada, se afecta una variable clave y sensible en la economía, las decisiones de inversión. Las sucesiones de inversiones explican el stock de capital de una economía por lo que afectarlas genera claras consecuencias en el producto y desarrollo posterior.

El problema parece residir en que la relación entre la inflación y la actividad económica es muy compleja, donde una mayor actividad podría inducir mayores niveles de precios en el futuro, así como niveles de actividad bajos podrían provocar un producto también bajo en períodos posteriores, padeciendo una peor problemática que la inflacionaria. La relación positiva entre el nivel actual de actividad económica y las tasas de inflación futuras termina siendo la base de los argumentos a favor de sortear la inconsistencia temporal, así como de promover la independencia de los bancos centrales.

Si bien estos tres ejes son los principales a la hora de plantear las críticas al Nuevo Consenso Macroeconómico, podemos dilucidar otras cuestiones que cabría revisar en este marco teórico. Un ejemplo es la curva IS del modelo, la cual Arestis y Sawyers (2008) consideran que se asienta sobre supuestos poco realistas. Los autores rechazan la idea de no aceptar la posibilidad de que exista una deficiencia sostenida en la demanda agregada; la teoría se escuda en una ley de Say al derivar el análisis de una optimización intertemporal en un contexto de mercado de capitales perfecto. Además no están incorporados los efectos del mercado de crédito en el análisis, la política monetaria solo se ve en la tasa de interés. Sumado a esto, la política fiscal no juega ningún rol de relevancia en el enfoque, ya que este está fundado en una forma de equivalencia ricardiana.

También se plantea la gran duda de la eficacia de la tasa de interés para poder cumplir con los objetivos de la política monetaria. Si bien se la presenta como la herramienta fundamental de los policy makers que suscriben al modelo, no queda claro qué tanto afecta a las variables de interés de la economía, y qué tanto sirve su manipulación para lograr las metas fijadas.

Por último, dudan de la validez de los datos que se utilizan en el modelo. Tanto de la designación de una inflación objetivo, donde su efectividad queda supeditada al índice que se tome como referencia, como a la medición de la brecha del producto y de su nivel normal o de tendencia. Dos variables fundamentales en el modelo, a tal punto que si se las conciben erróneamente los resultados podrían no ser los buscados.

“La conclusión general es que hay muchos asuntos problemáticos con la NCM, específicamente en su defensa de la dependencia de la política monetaria. El argumento es que las cuestiones problemáticas identificadas aquí hacen inseguro reposar la política macroeconómica sobre estos fundamentos” (Arestis & Sawyers, 2008, p.776).

3.3 La independencia en la práctica.

La literatura crítica del postulado presenta muchas dudas sobre la independencia real del banco en la práctica. Si bien Friedman hace referencia a las posibles presiones ajenas a la política que pudieran afectar la labor del banco, es Posen (1993) quien introduce formalmente al debate los intereses que el sector financiero tiene en la estabilidad de

precios, y con ello en la CBI. Hasta la Segunda Guerra Mundial, el rol de los bancos centrales consistía en salvaguardar la estabilidad financiera como prestamistas de última instancia y, a través de medidas preventivas, en primera instancia. Luego del conflicto bélico, la política monetaria moderna comenzó a ser directamente controlada por el poder político, lo que naturalmente generó tensiones en la relación existente entre el banco central y otras entidades financieras. La pérdida de poder relativo sobre la política monetaria que estas entidades sufrieron en el período de postguerra llevó a que se constituyan en férreos defensores de la CBI. Para ellas es necesario alejar al poder político de la cúpula del banco central, para poder ejercer sus influencias y manejar ellas mismas a la entidad.

Además, junto con Goodman (1991) sostienen que los bancos son los más propensos a bregar por una baja inflación, dado que la estructura de su hoja de balance los hace particularmente vulnerables a ella. Por la cantidad de información que manejan sobre las cuestiones monetarias, tienen una cuota de poder político que aplican para presionar por un contexto antiinflacionario y por un banco central independiente. Esta oposición a la inflación allana el terreno para una inflación baja y para la adopción de la CBI, aunque Mas (1995) aclara que esto se da sin que tengan realmente una relación causal entre sí.

Wray (2007) plantea la imposibilidad de independizarse realmente del poder político. Definiendo la efectividad como la capacidad de alcanzar una tasa de interés objetivo en el corto plazo; vincula las funciones del banco con el tesoro. El hecho de que el tesoro pueda financiarse en el sector privado, aún si se le prohibiera al banco central prestarle, lo hace capaz de incurrir en déficits de todas formas, aumentando las reservas bancarias. Entonces es necesario que tanto el banco como el tesoro cooperen para asegurar que los bancos privados obtengan sus reservas requeridas y poder alcanzar realmente la tasa de interés objetivo. Es decir que de todas formas el accionar del banco central queda supeditado a las decisiones de gasto del tesoro, el que podría generar inflación al incurrir en déficits aún si el banco central no le prestara, dado que el sector privado lo haría.

Su “independencia” no viene coartada solamente por este lado, el autor también critica la inocente concepción de una entidad políticamente independiente. Creer que el banco

puede obrar carente de ideología por encima del mundo político de un país, tomando decisiones de amplia relevancia, libremente y sin que nadie intente influenciarlo en beneficio propio, parece algo infantil. Sin embargo la teoría lo considera como natural. Aún más, los miembros de los directorios de los bancos centrales son, por lo general, designados de manera política por el Poder Ejecutivo o Legislativo del país, por lo que sin dudas acarrean una ideología a la hora de comenzar su gestión, sumado a que naturalmente mantienen un vínculo con quien los designó en ese lugar. Siguiendo a Galbraith (1994), el banco central es en última instancia “una criatura del congreso” (o del Poder que le dé nacimiento/lo regule) por lo que siempre responderá a él al final de cuentas.

Forder (1996) critica también la concepción inocente que se tiene del banco central. Expone que si es verdad que los gobiernos usan políticas inflacionarias en aras de ganar una elección, un banco central adverso a la inflación podría usar la política monetaria para influir en procesos electorales también, con el objetivo de ayudar en la victoria del candidato más afín.

Se plantea entonces una puja de poder: por un lado se encuentra el poder político, concentrado en el Estado, y por el otro el financiero, con el banco central independiente a la cabeza. Este último aumenta su concentración de poder a medida que se aumenta su independencia. A esta altura del trabajo es natural hacerse una pregunta totalmente intuitiva, ¿debería el banco central tener más poder que aquellos que fueron elegidos por el pueblo para tomar realmente las decisiones?

A diferencia de Galbraith (1994), Bibow (2010) considera a esta institución como una “criatura del sistema financiero”, que opera inevitablemente conforme su carácter de banco, rigiendo esto el rango, tipo y forma de sus operaciones. Además resalta las presiones a las que el banco se encuentra expuesto, ejercidas acorde a los intereses de los capitalistas industriales y comerciales. Estos dos sectores se verían favorecidos en un marco económico donde se aplique la CBI, dado que su poder para influir podría permitirles una competitividad internacional a través del manejo del tipo de cambio.

En resumidas cuentas, el banco central no está ajeno a ningún tipo de presiones. Librarlo de los vínculos con los gobernantes de turno no impide que otros sectores

intenten influenciar su participación en la economía para sacar provecho. Una entidad de esta envergadura en el sistema económico de un país es objeto de presiones por casi todo grupo de poder e influencia.

A estas dudas sobre la independencia real respecto a distintos intereses sectoriales, Wray (2007) agrega que la facultad que tiene el banco central para fijar la tasa de interés independientemente es en realidad ilusoria. Dado que al elegir un objetivo se está eligiendo indirectamente un resultado deseado, la elección de esta meta vendrá dada por las instituciones, la estructura financiera, las reglas del juego subyacentes a la economía, sumados a la capacidad de acción de cada banco para poder enfrentar estos resultados que se esperan. Entonces, el banco obra en un contexto mucho mayor sobre el que no tiene demasiada influencia pero el cual va a determinar sus facultades a la hora de actuar, lo que constituye para el autor un grado menor de independencia que el que supone la teoría.

Sumado a estos condicionantes de política monetaria, Wray (2006a; 2006b) sostiene que en última instancia el control de la tasa de interés de corto plazo depende del régimen de tipo de cambio que impere en el país. Critica la idea de CBI en un contexto de tipo de cambio fijo por proponer la adopción de este régimen, sabiendo que genera una pérdida de independencia en la toma de decisiones tanto sobre la política monetaria como sobre la política fiscal. Esto ocurre dado que las economías se encuentran casi completamente abiertas al intercambio y los mercados financieros están sujetos a los movimientos de capitales de corto plazo. Si bien durante Bretton Woods se dio el caso en que un régimen de tipo de cambio fijo permitía de todas formas tener libertad al aplicar políticas económicas, esto sucedía porque las economías no se encontraban abiertas de la manera en que lo están hoy en día. El problema parece residir en la conjunción de ambos factores, la apertura económica y el tipo de cambio fijo (Wray, 2007). Por supuesto que la independencia se ve aún más coartada cuando un país es parte de algún acuerdo regional o unión monetaria.

Obviamente, el banco central fija la tasa de interés aún cuando se encuentre obrando en un régimen de tipo de cambio fijo. El problema recae sobre la necesidad de definirla en base a mantener el tipo de cambio frente a los vaivenes que presenta la coyuntura, impidiendo su determinación de acuerdo al nivel de precios objetivo. En contrapartida, la independencia de política, definida por Wray (2007) como la habilidad para elegir

exógena y discrecionalmente la tasa de interés, solo podrá lograrse en un régimen de tipo de cambio flexible.

- El enfoque de la economía política

En este apartado nos referiremos a distintas críticas al postulado, desde un punto de vista de la economía política y la identificación de sectores sociales con intereses antagónicos que se ponen en juego alrededor del concepto de CBI. Comenzando por Epstein (1992) quien vincula la aparición de los bancos centrales independientes –y el importante rol que juegan en las decisiones de política macroeconómica- con la proliferación de mercados financieros especulativos. En su trabajo presenta un modelo de “terreno disputado” del banco central donde intenta analizar de manera integral el accionar de la entidad desarrollado bajo las diferentes características del capitalismo.

Básicamente el modelo analiza primero el Estado –incluyendo al banco central- como un terreno donde se da tanto una lucha de clases como una lucha interna de clase, para después analizar la política económica limitada por distintos factores estructurales: las estructuras del mercado de capitales y de trabajo, la posición de la economía doméstica en la mundial y las dinámicas y contradicciones propias de la acumulación capitalista. Así, en la decisión de política monetaria (disputada a través del manejo del banco central) estarían entrando en juego una multiplicidad de factores y sectores que puján por su propio interés, pero que tienen mayor o menor suerte dependiendo de su cuota de poder.

A grandes rasgos, muchas de las críticas al precepto tildan al banco de defender los intereses del capital industrial, o bien de actuar a voluntad del sector financiero. Sin embargo, la concepción del terreno disputado concibe a la política aplicada como producto de la puja entre los distintos poderes relativos que posean tres sectores en la economía: el financiero, la industria y el trabajo. Si bien coincide con aquellos autores que reconocen el poder que tienen tanto el capital industrial como el sector financiero, se cree que estos dominarán la política monetaria solo bajo condiciones particulares. En el modelo planteado se muestra cómo estos tres sectores, en conjunto con cuatro características de la economía –la estructura de los mercados de trabajo, las conexiones

entre sector financiero e industrial, el lugar que ocupa la economía en el mundo y el lugar que ocupa el banco central en el Estado- determinan la política monetaria.

Dentro de los supuestos realizados en el modelo tanto el capital industrial como el financiero pujan por una política monetaria que maximice sus beneficios, mientras que los trabajadores abogan por una política que maximice su salario. La política monetaria de corto plazo se basa en el manejo de la tasa de interés y no se suscribe a una tasa natural del desempleo. En su lugar, se plantean dos escenarios distintos, el primero desde un enfoque marxista: el uso de la capacidad de producción de la economía presenta una relación negativa respecto a la participación de los beneficios en el ingreso. El segundo desde un enfoque postkeynesiano: esta relación es no negativa, es decir que la participación de los beneficios puede aumentar en conjunto con el uso de la capacidad instalada, o al menos mantenerse constante. Entonces, la determinación del nivel de empleo no va a estar atado a una condición estructural de la economía sino que va a depender de la estructura del mercado de trabajo y de las decisiones de política que se tomen allí, por ejemplo en un mercado del tipo marxista los capitalistas industriales se rehusarán a aumentar el uso de la capacidad en desmedro de sus beneficios.

El modelo plantea a la tasa de interés real como el instrumento capaz de redistribuir el ingreso entre los tres sectores, el financiero, el industrial y el factor trabajo. La efectividad de la tasa de interés en el reparto de los beneficios va a depender de la estructura de los mercados financieros y de cómo se relacionen la industria y las finanzas en la economía.

Esta relación se supone puede ser de dos tipos, conflictiva o cooperativa. En el escenario conflictivo, también llamado de finanzas especulativas, se plantea una separación entre los intereses del sector financiero y del sector industrial, por lo que cambios en la tasa de interés van a generar una redistribución mayor. Si la relación es cooperativa, llamada de finanzas empresariales (donde se privilegia la inversión en la economía real), los intereses del sector financiero y del industrial se encuentran estrechamente vinculados. En este escenario los intereses son coincidentes porque se supone que existe una conexión fluida entre ambos sectores, donde el sector financiero también participa de los beneficios del sector industrial, por lo que cambios en la tasa real de interés no van a generar redistribuciones entre ellos.

La relación sector financiero-industrial va a afectar la política monetaria adoptada por el banco central. Si suponemos cualquiera de los dos esquemas de capital trabajo y lo mantenemos constante, en las finanzas especulativas el sector financiero prefiere una tasa de interés real más elevada, mientras que la industria no. En el caso cooperativo, los dos sectores apoyan un nivel de tasa de interés que les maximice los beneficios en conjunto.

En el modelo de Epstein (1992) el banco central maximiza un promedio ponderado de los beneficios de los sectores industrial y financiero y del salario de los trabajadores, dependiendo la ponderación del poder relativo de cada grupo sobre la autoridad bancaria. La política quedará determinada acorde a los deseos de las clases/sectores y de su influencia dada la estructura política tanto del Estado como de la economía

Además, se supone que los bancos centrales independientes no reciben presiones del factor trabajo, pero sí están influenciados por el sector industrial y el financiero, dependiendo como se relacionen. En el enfoque conflictivo domina el sector financiero, mientras que en el cooperativo los intereses son los mismos por lo que ninguno domina. Se podría concluir, dentro del modelo, que en realidad la política monetaria responde a los intereses rentistas del sector financiero y que, en el caso cooperativo, es una casualidad que se beneficie a la industria también, por coincidir sus intereses con los de las finanzas.

Para el marco, otra relación fundamental a la hora de definir la política monetaria es aquella entre el Estado y el banco central. Si bien presenta distintos matices, los casos más extremos son aquellos donde el banco es independiente o donde se encuentra totalmente integrado a la estructura estatal. Aunque esta relación influye en la definición de la política, se considera irrelevante en cuanto a los resultados macroeconómicos observados en la práctica (en particular si el banco es independiente). El control del capital sobre las finanzas e inversiones le permite vetar las políticas que no deseen, manejando directa o indirectamente la política ejecutada; la independencia o integración del banco al Estado no hacen realmente la diferencia.

Epstein (1992) finaliza el trabajo testeando su modelo empíricamente. Para el período que va de 1970 a 1983 analiza los output gaps (calculados por la OECD) para 8 países

industriales –en los que se incluyen Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, Japón, Suecia, Canadá y Estados Unidos- y los vincula al grado de independencia de sus bancos centrales. De los resultados extrae que los países con mayor independencia de su banco central presentan a la vez un mayor output gap. Este output gap resulta menor en los casos en que el país se encuentre en un contexto cercano a lo que el modelo denomina como finanzas empresariales. Cabe aclarar que la muestra es bastante pequeña, con los problemas que ello presenta en un análisis empírico.

Concluye también que a mayor desregulación financiera y a mayor integración y expansión financiera internacional, es menos posible para el trabajo o el capital industrial influir en la política monetaria. Para favorecer al trabajo hacen falta bancos centrales integrados al gobierno y mercados especulativos de bajo poder. Una sola de estas condiciones no alcanza.

A fin de cuentas, las presiones de los distintos sectores de la economía y el poder que estos posean (dadas las características del sistema económico) serán las que definan realmente la política a aplicar. Será el sector financiero el más determinante en esta pugna, abogando siempre por aumentar sus rentas en desmedro del bienestar de los asalariados (y de los beneficios del capital industrial si estuvieran encontrados). Lo que sí es claro es que para una economía “la independencia de los bancos centrales y los mercados especulativos seguramente sean una combinación mortífera” (Epstein, 1992, p.22).

La intromisión del sistema financiero en la política monetaria fue anticipada ya por Keynes, quien entendía que este sector se veía beneficiado de una tasa de interés alta. Según él, una tasa de interés alta atentaba contra la realización de proyectos productivos, mientras que una baja lo alentaba. Insistía en abandonar un accionar que le generaba ganancias a quienes prestaban dinero, sin incurrir en ningún sacrificio, interpretando que se estaba premiando al rentista por un comportamiento en contra del bienestar social (Wray, 2007). Por ello planteaba la necesidad de una eutanasia del rentista en la economía, la cual especulaba tardaría aproximadamente dos generaciones. Wray (2007) analiza 3 generaciones más tarde si se cumplió el sueño de Keynes, para descubrir que el camino hacia donde se ha avanzado ha sido diametralmente opuesto. El autor concluye que en la actualidad la valoración del rentista se ha exaltado, destinando

cada vez más recursos a la “inversión improductiva”, aplicando políticas que solo han servido para fomentar aún más la desigualdad y favorecer el ahorro con ventajas impositivas, así como la obtención de ingresos de rentas.

- El conflicto entre CBI e instituciones democráticas.

Siempre basándose en la exposición de las autoridades a la competencia electoral en períodos de corto plazo, la literatura a favor de la CBI concluye que el bienestar social se maximizará cuando un planificador monetario se encargue de la oferta de dinero en la economía. Partiendo de las modificaciones a la Regla de Taylor, la política monetaria bajo este enfoque puede orientarse a corregir tanto el output gap, como la apreciación cambiaria o a mantener una estabilidad monetaria y del nivel de precios, experimentando en la práctica un mayor enfoque hacia este último objetivo.

Bibow (2010) critica este enfoque por considerarlo demasiado acotado. Explica que, al concentrarse el banco en sus funciones monetarias solamente, se están dejando de lado aspectos clave del mismo en el funcionamiento una sociedad democrática. Tales son, por ejemplo, el rol histórico de los bancos centrales como bancos de gobierno y prestamistas de última instancia del sistema financiero.

Otra de las críticas fundadas desde un punto de vista político consiste en que, como ya se ha visto en el apartado dedicado a las críticas de Keynes, el postulado genera rechazo entre quienes velan por una sociedad plenamente democrática. A él se le suman numerosos autores que, con sus distintos matices, apuntan en esta dirección a la hora de evaluar la independencia de los bancos centrales.

La teoría propone subordinar a la sociedad a un “dictador benevolente” que se encargue de la política monetaria, confiando en que esta autoridad -que funciona de manera omnisciente y omnipotente- logrará alcanzar un bienestar social óptimo, mientras que – curiosamente- desconfía del poder monopólico que ejerza quien se encuentre en las funciones de gobernar el Estado. Reemplaza una figura coercitiva electa por los ciudadanos por otra, no sujeta a elección y dirigida de manera tecnócrata.

Esto podría considerarse una concepción antidemocrática, no solo de la política monetaria sino de la economía en general. Por discriminación ideológica se considera a la sociedad incapaz de decidir una política monetaria de manera consciente y de acuerdo a sus propios intereses. En lugar de confiar su diseño y ejecución a la participación democrática de quienes ven sus vidas directamente afectada por esta, se la confían a una pequeña elite que tiene la “facultad” de poder accionar en contra de los intereses inmediatos de la población porque “su alto grado de excelencia técnica” les impide someterse ante las presiones (aunque más arriba vimos que esto podría no ser cierto).

Levy (1995-96) en consonancia con esto, plantea que la independencia de los bancos centrales, en conjunto con un objetivo sesgado hacia la estabilidad de precios, atenta contra la democracia de un país. Para él, un sistema democrático requiere que la independencia de los bancos centrales sea limitada, de manera que los banqueros de dichas entidades no se alejen de las necesidades de la gente, expresadas a través del voto a sus representantes, por lo que coincide con la línea de pensamiento Carvalho (1995-96) y Rymes (1995-1996), que se mencionará más abajo. Levy (1995-96) considera además que los banqueros centrales deberían juzgarse responsables no solamente de la estabilidad de precios sino también de todos los efectos que la política monetaria tenga sobre la economía.

Rymes (1995-1996) concibe al gobierno como el responsable por las consecuencias que tuviera la política monetaria, ya que es quien debe trazar sus objetivos. El banco central es visto por el autor solamente como el brazo ejecutor de las herramientas técnicas para poder alcanzar estos objetivos, responsable únicamente de cumplir con la tarea que le encomendaran, sea de estabilidad de precios o cualquier otra finalidad.

Carvalho (1995) ve como una fachada la “independización” del banco, para concentrarlo en mantener una estabilidad de precios. El autor concibe la independencia aceptable en el sentido de que esta prohíba al gobierno utilizar al banco central para cubrir sin límites sus déficits fiscales. Es decir que la política monetaria no debe estar subordinada a los desequilibrios fiscales del gobierno central, pero no por esto el banco está librado a accionar a discreción. Al contrario, condena la posibilidad de que este tome decisiones que no se correspondan con las disposiciones y las prioridades de quienes fueron electos por el pueblo. Cree que la política económica debería ser

abordada de manera integral, existiendo coordinación entre todas las aristas que la conforman.

Bibow (2010) cree que el argumento de mantener una tasa de inflación irrestrictamente baja para favorecer en un futuro la formulación de una política inflacionaria sorpresiva y sus efectos no es más que una mera excusa que, además, solamente funcionaría bajo los supuestos neoclásicos. “Es fácil ver que los banqueros centrales independientes del mundo real, en caso de que se dejen guiar por ideas neoclásicas tan falaces, podrían convertirse en una seria amenaza para el desempeño económico y el bienestar, así como para la democracia.” (Bibow, 2010, p.15).

Sumado a esto, McCallum (1995, 1997) nos permite desconfiar de la intencionalidad del postulado. Si al ejercer el poder monopólico sobre la creación de dinero el Estado estaría potenciando la inflación, por qué la literatura pretende que este sea reemplazado por un dictador benevolente y omnisciente en vez de apoyar un mercado libre de dinero, como la teoría austríaca del *free banking*.

Para finalizar, Itoh & Lapavistas (1999) creen que en realidad la doctrina, al plantear una separación entre gobierno y banco central, está de algún modo eximiendo de responsabilidad a los políticos electos. Para ellos, el descontento social que pueda ser causado por una tasa de desempleo alta o por problemas en la economía real será atribuido a las autoridades monetarias no electas, aliviando las tensiones sociales a las que se encuentren sometidos los representantes políticos. De esta manera, podrían no soportar costos por alguna política monetaria aplicada cuando en realidad son los verdaderos responsables de velar por el bienestar social.

4. Resumen y discusión

En la teoría económica, la discusión que pone en el centro de la escena a la CBI es aquella que se refiere a la problemática de la inconsistencia temporal y la necesidad de optar entre reglas y discreción, originada por Kydland y Prescott (1977) y adoptada en términos de política monetaria por Barro y Gordon (1983). Para Bibow (2010) esta discusión se da en un contexto favorable para que la prescripción de CBI sea rápidamente adoptada. En la época de su proliferación, la estabilidad de precios consistía uno de los objetivos principales de la política monetaria. Sumado a esto, en el contexto económico internacional las tasas de inflación se encontraban a la baja, lo que facilitó su “verificación”.

En la literatura originaria, el *trade off* entre desempleo e inflación se hace presente y es en definitiva la causa por la cual los políticos podrían querer desviarse de una política óptima impuesta por reglas. Estos podrían estar tentados a aplicar una política que les permita disminuir el desempleo por debajo de la tasa natural, alcanzando equilibrios subóptimos y con consecuencias inflacionarias, pero con efectos positivos en el plano electoral.

El marco teórico económico donde se sustenta la CBI en la actualidad es el denominado Nuevo Consenso Macroeconómico. Dentro de este, el banco central se concentra en el cumplimiento de una Regla de Taylor, como herramienta para dotar de credibilidad a la política monetaria y resolver así la problemática de la inconsistencia temporal. El objetivo de la regla es alcanzar la estabilidad de precios y el pleno empleo reduciendo la incertidumbre y aumentando la credibilidad del banco.

Arestis y Sawyers (2003) ubican a la regla como una de las características centrales del NCM. A pesar de que es cierto que sus objetivos no están compuestos solamente por la estabilidad del nivel de precios, sino que también se enfoca en el producto, la estrecha relación que el precepto posee con el control de la inflación como objetivo central es innegable. La política fiscal queda relegada bajo este enfoque, con un rol más pasivo y alineado a la política monetaria.

Si bien sabemos que la realización de un estudio empírico presenta dificultades, sobre todo a la hora de medir la independencia del banco central (Carvalho (1995) cree que una medición formal no es suficiente para extraer conclusiones), se presentaron varios

estudios que arrojan dudas sobre la validez del postulado. Tanto Alesina y Summers (1993) como Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) pudieron encontrar una relación inversa y estadísticamente significativa entre la independencia del banco y las tasas de inflación para países desarrollados, pero no pudieron confirmar ningún vínculo entre la independencia y el nivel de actividad económica. En sus estudios se sugiere que en los países que no suscriban al postulado la adopción de una política estabilizadora no será sencilla, pero esto no impide que puedan alcanzar una buena situación económica de todas formas.

Otros trabajos, como el de Cukierman et al. (1992) o el de Crowe y Meade (2007) han fallado en encontrar evidencia significativa para sostener la existencia de una relación inversa entre el nivel de independencia del banco y la tasa de inflación, aunque sí lograron encontrar una relación negativa entre esta última y el nivel de transparencia de la entidad.

Las posturas críticas a la independencia de los bancos centrales no provienen de pensadores extremistas ni radicales, de hecho dos economistas de la talla de Milton Friedman y John Maynard Keynes se mostraban escépticos al precepto.

Si bien el primero estaba de acuerdo en aislar a la política monetaria de cualquier presión política que una elección pueda generar, no suscribía plenamente al postulado. Rechazaba la gran concentración de poder que generaba en una sola entidad, además de resaltar que los mismos directores son seres humanos que podrían estar tentados a actuar con un interés personal, sin importar que el banco fuera denominado como independiente. Reconocía las presiones a las que estos podían encontrarse sometidos, al margen del gobierno, donde distintos intereses sectoriales como el financiero podían operar fuertemente. Para Friedman, el enfoque de la CBI da lugar a un margen de discreción peligroso por parte de las autoridades monetarias, por lo que creía necesario restringir sus facultades.

Por el lado de Keynes, sus diferencias con el postulado se concentraban en 3 puntos: los controles democráticos sobre la política monetaria, la necesidad de instrumentar una independencia de instrumentos pero no de objetivos y la no neutralidad del dinero en la concepción teórica. Sin embargo, no lo rechazaba por completo dado que lo veía como potencialmente beneficioso si se lo aplicaba desde otro enfoque. Este consistía en

garantizar la independencia de manera tal que se evitaran las acciones discrecionales de los técnicos que se encontraban a cargo de la política monetaria, subordinándolos a un control democrático indirecto, además de evitar las presiones que el gobierno pudiera ejercer,

Otras críticas al postulado apuntan hacia el marco teórico en el cual se sostiene la CBI. En el trabajo mencionamos la necesidad de concebir una teoría del dinero endógena cuando nos enfrentamos a debates que incluyen la política monetaria. Para De Lucchi (2012) el NCM de alguna manera avanza al concebir al dinero como endógeno y a la tasa de interés como exógena pero termina concluyendo que el dinero es neutral en el largo plazo (como en la concepción neoclásica) por lo que este avance no es suficiente.

La importancia de incorporar la teoría endógena del dinero consiste en que, siguiendo a Gigliani (2005), al no hacerlo el marco teórico está cometiendo un grave error al considerar al gobierno como capaz de controlar totalmente la cantidad de dinero. Cabe aclarar que el banco central determina de todas formas la base monetaria de manera parcial, a pesar de no poder controlar ciertas variables que la afectan.

Continuando con aquellas debilidades encontradas en el marco teórico de la CBI, de Arestis & Sawyers (2009) surgen tres puntos centrales: la naturaleza de la función de pérdida, la curva de Phillips (y la suposición de una NAIRU estable) y la dicotomía clásica. Los autores justifican sus críticas argumentando que, al ser conceptos claves en la adopción de la CBI, concebirlo erróneamente lleva a que las conclusiones que de allí se emanan sean erróneas también.

La adopción del supuesto de neutralidad de la política monetaria en el largo plazo es donde recae toda la fundamentación teórica del precepto de CBI. Los postkeynesianos centran sus críticas hacia este punto, argumentando que es inútil enfocarse hacia la estabilidad de precios si la política monetaria es no neutral en la práctica, lo que quitaría validez a las conclusiones de la literatura propulsora de la CBI.

Es innegable que un uso cortoplacista del banco por parte de los políticos electos puede generar malestares económicos en el largo plazo. Modelos básicos de *political economy* donde se supone que los políticos obtienen utilidad del simple hecho de ocupar el cargo de poder nos muestran que, en estos casos donde el individuo tiene una cuota de

egoísmo, sería claro que pudiera aprovecharse de la entidad bancaria para mantenerse en su silla, con las posibles consecuencias inflacionarias que ello podría generar. Lo suele omitirse en el debate académico es la posibilidad de que otros sectores sean los que estén pujando por una política monetaria que los beneficie, en desmedro del bienestar social.

En Posen (1993) podemos reconocer las presiones sectoriales a las que está sometido el banco, sobre todo del sector financiero, levemente mencionadas por Friedman en un principio. A esto, Goodman (1991) agrega que los bancos son los agentes económicos que más conformes se encuentran con el postulado, dado que se ven directamente beneficiados. Además, para Bibow (2010), el banco central es considerado una “criatura del sistema financiero”, en respuesta a Galbraith (1994) quien lo denomina “una criatura del congreso”.

Esta última caracterización tiene que ver con que los directores son designados por el parlamento generalmente, por lo que en última instancia van a responder a esos legisladores que les aseguraron su trabajo, sin importar el grado de independencia que se adopte en el banco. Autores como Forder (1996) apuntan contra la concepción inocente que se tiene del banco en la teoría, donde no se tiene en cuenta la influencia que puede tener la entidad en el juego político.

En resumen, el banco central no está ajeno a ningún tipo de presiones. Asegurar que el gobierno de turno no influya en las decisiones de política monetaria no impide que otros sectores apliquen su cuota de poder relativo, teniendo por objetivo extraer un beneficio propio. Una entidad de esta envergadura en el sistema económico de un país es objeto de presiones por casi todo grupo de poder e influencia.

Es por esto que analizamos el modelo de terreno disputado de Epstein (1992), donde se concibe a la política aplicada como producto de la puja entre los distintos poderes relativos que posean tres sectores en la economía: el financiero, la industria y el trabajo. De esta forma, el banco central tomará sus decisiones a raíz de la maximización de un promedio ponderado de las utilidades de estos tres sectores. Dicha ponderación va a depender del poder relativo que cada grupo de interés sea capaz de aplicar sobre la autoridad bancaria. El modelo nos permite ver que entran todo tipo de variables en

juego a la hora de determinar la política monetaria, y que no alcanza con analizar sólo el rol del gobierno.

Dentro del análisis de Epstein, la política aplicada va a ser el resultado de los deseos de los tres sectores –acorde a su poder de influencia- dada la estructura de la economía y del Estado. El financiero será el sector más determinante en esta puja, imponiéndose por sobre las necesidades de los asalariados y los beneficios del capital industrial (si estos no coincidieran).

Por último, pero no menos importante, es necesario resaltar la naturaleza antidemocrática del postulado, al reemplazar una figura sin dudas coercitiva (el gobierno) pero electa por los ciudadanos, por otra, no sujeta a elección y dirigida tecnocráticamente. Autores como Levy (1995-96), Carvalho (1995-96), Rymes (1995-96) y Bibow (2010) apuntan en este sentido –con distintos matices- hacia las consecuencias que el precepto tiene para la democracia. Otros, como Itoh y Lapavistas (1999), creen que el postulado les quita responsabilidad a los gobernantes de turno. Estos deberían ser responsables de las consecuencias que una política monetaria errónea pudiera traer, pero mediante la independencia del banco central solo se juzgaría a sus directores, eximiéndolos del costo político.

La literatura económica *mainstream* pregona los beneficios de asegurar la independencia de los bancos centrales como una verdad absoluta. El objetivo de esta tesina de grado no es otro que el de plantear una postura diferente, que genere ruido en el lector y lo acerque a un análisis más profundo e integral del tema.

Si bien mencionamos que puede ser cierto que políticos oportunistas abusen de las facultades del banco, es dudoso que esto alcance para aseverar tan seguramente que la adopción del postulado es la solución a problemas inflacionarios. Vimos además que esto último tampoco está del todo comprobado y que es necesario concebir todos los intereses que entran en juego cuando hablamos de decisiones de política, para entender su mecánica e implicancias. Con todas estas herramientas, queda como tarea del lector ahora sacar sus propias conclusiones y adoptar una postura formada sobre la discusión, habiendo analizado realmente los distintos puntos de vista.

5. Bibliografía

- Abeles, M., & Borzel, M. (2004). Metas de inflación: implicancias para el desarrollo, 1–10.
- Alesina, A. (1988) Macroeconomics and politics, in: S. Fisher (Ed.) NBER Macroeconomics Annual, pp. 13–52 (Cambridge: MIT Press).
- Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Arestis, P., and M. Sawyer. 1997. “The problematic nature of independent central banks.” in A.J. Cohen, H. Hagemann, and J. Smithin (eds.), *Money, Financial Institutions, and Macroeconomics*. Amsterdam: Kluwer Academic Publishers.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2003). *Inflation Targeting : A Critical Appraisal*.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2008). A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. *Cambridge Journal of Economics*, 32(5), 761-779.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in A Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, 101–121.
- Bartel, R.D. 1995–96. “Federal Reserve independence and the people’s quest for full employment and price stability.” *Journal of Post Keynesian Economics* 18(2): 231–49.
- Bibow, J. (2010). A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence : A Dubious Success Story in *Monetary Economics*, (625), 32.
- Calvo, G. A. 1983. Staggered prices in a utility maximising framework, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, no. 3, 383–98
- Chadha, J. and Nolan, C. 2004. Output, inflation and the New Keynesian Phillips’ curve, *International Review of Applied Economics*, vol. 18, no. 3, 271–88
- Crowe, C., & Meade, E. E. (2007). The Evolution of Central Bank Governance around the World, *21*(4), 69–90.

- Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti. (1992). "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes." *The World Bank Economic Review*, September, 6(3): 353–98
- DeBelle, G., and S. Fischer. (1995). "How independent should a central bank be?" in J.C. Fuhrer (ed.), *Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 38*.
- De Carvalho, F.J.C. (1995–96). "The independence of central banks: a critical assessment of the arguments." *Journal of Post Keynesian Economics* 18(2): 159–75.
- De Lucchi, J. (2012). El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. Reflexiones sobre la convertibilidad y la pos-convertibilidad argentina. *Cefidar, documento de trabajo*, (44).
- Downard, P. (1999). *Pricing Theory in Post Keynesian Economics: A Realist Approach*, Aldershot, Edward Elgar
- Eijffinger, S.C.W. and Schaling, E. 1993. "Central bank independence: Theory and evidence", Discussion Paper 9325. Tilburg, Netherlands: Center for Economic Reform, Tilburg University.
- Epstein, G. (1992). Political economy and comparative central banking. *Review of Radical Political Economics*, 24(1), 1-30.
- Forder, J. (1996). On the assessment and implementation of "institutional" remedies, 48, 39–51.
- Friedman, Benjamin (2002): "The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility, and Transparency", NBER, Working Paper Series No. 8972.
- Friedman, M. (1972). "The case for a monetary rule." *Newsweek*, February 7.
- Friedman, M. (1984). "Monetary policy for the 1980s." in J.H. Moore (ed.), *To Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the 1980s*. Palo Alto, CA: Hoover Institution Press.
- Galbraith, J. "Self-Fulfilling Inflated Zeal at the Federal Reserve." *American Prophets: Prospect*, Summer 1994, 31-39.

- Galí, J. and Gertler, M. 1999. Inflation dynamics: a structural econometric analysis, *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, no. 2, 195–222
- Gigliani, G. (2005). La oferta de dinero. In *X Jornadas de Economía Monetaria e Internacional (La Plata, 2005)*.
- Giraldo, A. F. (2006). La neutralidad del dinero y la dicotomía clásica en la macroeconomía.
- Goodman, John B.(1991), “The politics of central bank independence,” *Comparative Politics* pp. 329-349.
- Ghosh, A. and Phillips, S. 1998. Warning: inflation may be harmful to your growth, *IMF Staff Papers*, vol. 45, no. 4
- Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini. 1991. “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrialized countries.” *Economic Policy* 13: 341–92.
- Holtfrerich, C. L. (1988). Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: the case of Germany from the 19th century to the present. *Central banks' independence in historical perspective*, 105-59.
- Itoh, M., & Lapavistas, C. (1999). *Political Economy of Money and Finance*.
- Kalecki, M. (1943) Political aspects of full employment, in: *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933–1970*, pp. 138–145 (Cambridge: Cambridge University Press, 1971).
- Keynes, J.M. 1982 [1932]. “The Monetary Policy of the Labour Party.” Reprinted in D. Moggridge (ed.), *Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume 21. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1936). “The General Theory of Employment, Interest and Money.”
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*.
- Lastra, R. (1996). *Central Banking and Banking Regulation*. London: Financial Markets Group, London School of Economics.
- Levy, A.D. (1995–96). “Does an independent central bank violate democracy?” *Journal of Post Keynesian Economics* 18(2): 189–210.

- Mankiw, N. G. 2001. The inexorable and mysterious tradeoff between inflation and unemployment, *Economic Journal*, vol. 111, no. 2, C45–61
- Mas, I. (1995). Central bank independence: A critical view from a developing country perspective. *World Development*, 23(10), 1639–1652.
- McCallum, B.T. (1995). “Two fallacies concerning central-bank independence.” *American Economic Review Papers and Proceedings* 85(2): 207–11.
- McCallum, B.T. (1997). “Issues in the design of monetary policy rules.” Working Paper 6016. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER).
- Mishkin, F. S. and A. S. Posen. (1997). “Inflation Targeting Lessons from Four Countries.” *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 3(1): 9-117.
- Nordhaus, W. (1975) The political business cycle, *Review of Economic Studies*, 42, pp. 169–190.
- Parkin, M., & Bade, R. (1982). Central bank laws and monetary policy. *unpublished, University of Western Ontario*.
- Posen, A.S. (1993). “Why central bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics.” in R. O’Brian (ed.), *Finance and the International Economy*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Rowthorn, R. E. 1999. Unemployment, wage bargaining and capital-labour substitution, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 23, no. 4, 413–26
- Rymes, T.K. (1995–96). “Autonomous and accountable.” *Journal of Post Keynesian Economics* 18(2): 177–88.
- Sargent, T. J. (1987). *Macroeconomic theory* (Vol. 2). New York: Academic Press.
- Schlesinger, H. (1983). The setting of monetary objectives in Germany. *Central Bank Views on Monetary Targeting*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Serrano, F. (2002) “A política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena”, IE-UFRJ.
- Svensson, L. 1997. “Optimal inflation targets, conservative central banks, and linear inflation contracts.” Working Paper 5251. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER).

- Taylor, J. B. (1993, December). Discretion versus policy rules in practice. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy*(Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.
- Tobin, J. (1971) "Friedman's theoretical Framework", Yale University.
- Vernengo, M. (2008). The political economy of monetary institutions in Brazil: the limits of the inflation-targeting strategy, 1999–2005. *Review of Political Economy*, 20(1), 95-110.
- Wray, L.R. (2006a). "To Fix or to Float: Theoretical and Pragmatic Considerations." In L.-P. Rochon and S. Rossi (eds.), *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 210-231.
- Wray, L.R. (2006b). "When Are Interest Rates Exogenous?" In M. Setterfield (ed.), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 271-289.
- Wray, L.R. (2007). "A Post-Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules-versus-discretion debate." Working Paper 510. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.