

LOS RETOS PARA LA BANCA CENTRAL EN EL DESARROLLO DE UN PROGRAMA DE ESTABILIZACION

José Arista

RESUMEN

El principal objetivo del presente trabajo es reexaminar a la luz de la experiencia de los últimos procesos de estabilización, los principales problemas que tiene que resolver la Banca Central durante la transición de un contexto de alta inflación a otro donde existe mayor estabilidad en los precios.

Nuestra conclusión final es que el desarrollo de una política monetaria, similar al de una economía estable, tiende a generar mecanismos de transferencia de ingreso, altas tasas de interés, inestabilidad en el sistema financiero y ataque especulativo al nivel de reservas, elementos que pueden conllevar a un deterioro de las probabilidades de éxito del programa.

I. Los tres problemas para Latinoamérica

Desde la década de los sesenta hasta los ochenta, los países latinoamericanos se han visto en forma creciente soportando mayores tasas de inflación. En efecto, tal como puede observarse en el Cuadro No. 1, mientras el promedio de la inflación en los sesenta era de 19.13 en los setenta ascendió a 34.81 y finalmente el promedio anual para los ocho primeros años de la última década es de 124.28 por ciento.

Adicional a tal tendencia se observa otro fenómeno, el rango de variación en el cual se ubican los niveles de inflación es cada vez más amplio; esto se puede observar tanto en la diferencia entre las tasas de inflación máxima y mínima, así como en la evolución de la varianza ponderada. Tal vez, este problema inflacionario en Latinoamérica no sería tan importante si es

ABSTRACT

The paper analyzes the main problems that the Central Bank have to deal during the transition period of high to low inflation. In the first part, the core of our discussion is related with the policy of monetary accommodation when the target is a high level of real exchange rate. Then, we present two ways in order to overcome the wealth transfer problem produced by the hangovers of past states of expectations. Finally, we point out the puzzles generated by the usual behavior of the nominal interest rate during the stabilization period.

que los países que sufren este desequilibrio tuviesen una participación mínima dentro de la producción total de la región. Sin embargo, si tomamos en cuenta solamente los resultados de 1988, encontramos que el 47 por ciento de la producción de Latinoamérica se desarrolló en países con tasas de inflación superiores al cien por ciento anuales.

Dado que en los dos últimos años, no se han generado cambios sustanciales a lo observado en 1988, esta distribución aún no pierde vigencia.

Paralelo a este desajuste, también se ha registrado una reducción en la tasa de crecimiento de largo plazo en la producción de la zona. Así por ejemplo, durante el período 1960-1980 el crecimiento promedio fue de 5.96 por ciento anual. Sin embargo, en los últimos ocho años esta tasa se ha reducido a 1.20 por ciento, 4.76 puntos por debajo de la tendencia de las dos décadas anteriores.

Cuadro No. 1
AMERICA LATINA: INFLACION Y
CRECIMIENTO POR PERIODOS
(Porcentajes)

PERIODOS	1960-1970	1971-1980	1981-1988
INFLACION MINIMA	0.58	8.04	4.95
El Salvador	X		
Honduras		X	
Haití			X
INFLACION MAXIMA	43.49	119.39	316.56
Uruguay	X		
Argentina		X	
Bolivia			X
INFLACION PROMEDIO ¹	19.13	34.81	124.28
VARIANZA PROMEDIO ¹	9.63	12.45	240.05
CRECIMIENTO ECO.	5.52	6.41	1.20

(1) Promedios ponderados. La varianza se ha estimado a partir de la inflación promedio de cada país, por períodos, ponderando por el coeficiente de su participación en el PBI de la región.

Resultando una varianza promedio ponderado de corte transversal para los 20 países de la muestra.

Fuente: FMI: IFS 1988 y CEPAL: Balance Preliminar 1989.

Cuadro No. 2
CRECIMIENTO DE PRODUCTO EN PAISES
CON ALTA Y BAJA INFLACION:
1978-1988*
(En porcentajes)

	Inflación	Crecimiento
I. PAISES CON ALTA INFLACION		
Argentina	316	0.5
Bolivia	282	-1.1
Brasil	296	4.0
Perú	173	1.2
II. PAISES CON BAJA INFLACION		
Venezuela	18	0.0
Paraguay	24	4.9
Colombia	28	3.9
Chile	30	3.5

* Estas son cifras promedio anuales del período 1978-1988.

Fuente: FMI: IFS 1988 y CEPAL: Balance preliminar 1989.

Cuando dividimos la muestra en dos grupos, entre países con alta y baja inflación, encontramos que esta reducción de la producción es más marcada para los países más inflacionarios. En el Cuadro No. 2 mostramos estos resultados para el período 1978-1988.

Con respecto a los resultados de 1989, notamos que el crecimiento promedio del grupo de países con alta inflación (Argentina, Brasil y Perú), fue de sólo 0.6 por ciento, tasa que es menor tanto al del promedio de los ocho primeros años (1.2 por ciento) como al del grupo de países con tasas de inflación menores a 100 por ciento durante 1989.

No pretendemos buscar una causalidad entre inflación y recesión. Sin embargo, es innegable que la inflación condiciona fuertemente la actividad económica, pues genera incertidumbre y distorsión en los precios relativos, elementos que condicionan la toma de decisiones o firma de contratos que van a durar un determinado número de períodos, como es el caso de los contratos laborales, contratos financieros o decisiones de inversión en capital fijo.

En un contexto como el que acabamos de describir, en el cual existe recesión, deterioro en la tasa de crecimiento de largo plazo y un agudo proceso inflacionario, es pertinente preguntarse de qué manera la política monetaria puede contribuir a eliminar estos problemas. Al respecto, se puede diseñar tres estrategias:

i. La política monetaria en el corto plazo debería asignarse directamente a contribuir al pleno empleo.

ii. Promover el crecimiento mediante una política de "dinero barato" y bajas tasas de interés real, y

iii. Concentrar la política monetaria al mantenimiento de precios estables.

La experiencia de los países latinoamericanos y los últimos análisis teóricos basados en la teoría de juegos y expectativas racionales, como el de Barro y Gordon (1983, a, b), han demostrado que las primeras dos estrategias no son posibles, pues el público rápidamente diseña funciones de reacción óptimas para responder a estas estrategias impidiendo que la meta

inicial sea lograda. Es decir, la política monetaria no es un instrumento efectivo para el logro, ya sea del pleno empleo o para incrementar la tasa de crecimiento económico. En este sentido, ahora existe un consenso en la literatura económica que el objetivo de largo plazo de la política monetaria debe ser únicamente la estabilidad en los precios. Esto implica que los bancos centrales deben conducir políticas monetarias menos acomodadizas a las presiones domésticas de financiamiento fiscal o metas de crecimiento.

Otra razón por la cual se justifica este planteamiento, al margen de la efectividad de la política monetaria, es que existen otros instrumentos económicos para el logro de objetivos sociales ajenos a la inflación, pero sólo se puede contar con la autoridad monetaria para defender el valor del dinero.

Después de encontrar que más del 40 por ciento de la producción en Latinoamérica se lleva a cabo en países cuya tasa de inflación supera el 100 por ciento, y dado que estos países muestran un deterioro en el crecimiento tanto de corto como de largo plazo, observaciones que se añaden al hecho de que la política monetaria siempre debe orientarse a estabilizar el nivel de precios, queda evidente que en estos países es prioritario el desarrollo de programas de estabilización de tal modo que garanticen tasas de inflación bajas y sostenibles.

El objetivo de este trabajo es reexaminar a la luz de la experiencia de los últimos procesos de estabilización, los principales problemas que tiene que resolver la banca central durante la transición de un contexto de alta inflación a otro donde exista mayor estabilidad en los precios. Para ello, en primer lugar reseñamos brevemente los puntos que caracterizan un buen manejo de la banca central en una economía estable. Enseguida, analizamos la validez de estos conceptos durante el proceso de estabilización. Nuestra conclusión final es que si se desarrolla una política monetaria similar al de una economía estable, las metas iniciales pueden verse severamente deterioradas.

II. Rol de los bancos centrales en economías estables

M. Friedman, en su conocido artículo "Política monetaria, teoría y práctica" (1985) se pregunta: ¿cuáles son los indicadores de base a ser utilizados como meta para la política monetaria: la tasa de interés o algún agregado monetario? Aquí la experiencia, más que la teoría, ha demostrado que no es posible para la autoridad monetaria usar la tasa de interés de mercado como meta ni como instrumento (Rogoff, 1985). Si la meta es algún agregado monetario, ésta puede ser lograda a través de dos mecanismos: variando algún componente del multiplicador o cambiando la base monetaria. El problema con el primer punto es que demanda un conocimiento profundo del comportamiento del mercado; más aún, tal como lo indica González (1985), mientras más baja es la tasa de encaje mayor es la variabilidad del multiplicador monetario. Es por ello que ahora es totalmente compartida la opinión de que la estrategia de corto plazo es expresar una meta en términos de agregados monetarios y utilizar como instrumento la base monetaria.

Los enfoques monetaristas mencionan cuatro puntos para el manejo acertado de la Banca Central:

- i. La meta debería ser el crecimiento en algún agregado monetario;
- ii. Las autoridades monetarias deben adoptar metas para el crecimiento monetario de tal modo que éstas sean consistentes con una inflación cero en el largo plazo;
- iii. Las tasas presentes de crecimiento de los agregados monetarios deben ser modificadas para lograr la meta de largo plazo en forma gradual, sistemática y preanunciada;
- iv. Las autoridades monetarias deben evitar manipular ya sea el tipo de cambio o la tasa de interés.

En una economía estable, casi todos estamos de acuerdo en los tres primeros puntos; con referencia al cuarto punto, todavía hay bastante controversia. Adams y Gros (1987), argumentan que si se fija

una meta para el tipo de cambio real, entonces la oferta monetaria se endogeniza automáticamente debido a la monetización del flujo externo de recursos; en esta línea es interesante mencionar el trabajo de Francisco Gil y Raúl Tercero: "Leciones desde México" (1988).

Ellos encuentran que en un régimen de tipo de cambio fijo, después de una fuerte devaluación nominal, el tipo de cambio real tiende a disminuir con el tiempo. Más aún, cuando se dividió la muestra entre países con alta y baja inflación se encontró que el período de duración del tipo de cambio real alto es mayor mientras más baja es la inflación, pero en ambos casos en el largo plazo mantener un tipo de cambio real por encima de su equilibrio es simplemente insostenible. Este es un efecto similar al de la curva de Phillips; en el corto plazo es posible mantener el nivel de empleo por encima de la tasa natural de desempleo; sin embargo, intentar que este equilibrio coyuntural sea mantenido en el largo plazo es insostenible, porque ello demanda una creciente inflación.

Este mismo mecanismo de autocorrección también ocurre cuando se insiste en mantener la tasa de interés por debajo o por encima de su valor de equilibrio, pues no sólo se producen grandes procesos de transferencia de recursos, sino que el desequilibrio que se produce en el mercado monetario se corrige a través de la balanza de capitales.

Sin embargo, es útil analizar estos puntos en el contexto de una economía que está enfrentando tasas de inflación de más de dos dígitos y que requiere de un programa de estabilización.

III. Banca central y estabilización

En lo que sigue, discutiremos brevemente la validez de cada uno de estos puntos en un proceso de estabilización, el mismo que definimos como la reducción de la tasa de inflación anual a niveles por debajo de 30 por ciento, margen que a pesar de ser arbitrario es considerado como aceptable.

Sobre el punto uno, existe consenso que en vez de poner como meta el creci-

miento de algún agregado monetario es mejor utilizar la base monetaria, pues así se da cierto margen para que el sector financiero ajuste su cartera de activos, elemento que cobra mayor importancia cuando los depósitos y las colocaciones son tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y paralelamente existen tasas de encaje diferenciadas.

El segundo punto está fuera de toda discusión. Tal vez es útil hacer una digresión sobre el precio de los bienes durables. El precio de estos bienes no sólo dependen de la cantidad ofertada y demandada en un determinado período. El precio también depende de la evolución de la oferta en los períodos futuros, y dado que el dinero es un bien durable, la misma regla se aplica para la determinación de su precio. Si de pronto la cantidad de dinero esperada aumenta, obviamente que eso afectará al nivel de precios corrientes. En ese sentido, para garantizar la estabilidad de precios en cada período es necesario que el público confíe en que el instituto emisor va a seguir una rígida disciplina monetaria en todos los períodos futuros.

Esto en parte explica por qué en los períodos pre-electorales, en general se observa un incremento en las tasas de inflación, pues en la medida en que no existe una marcada independencia institucional del Banco Central se cree que las próximas autoridades políticas podrían cambiar la función de respuesta del banco (Alesina 1988, a,b). En este sentido, es imperativo establecer mecanismos a través de los cuales se conceda independencia al Banco Central a fin de que pueda lograr su objetivo, evitando que los cambios en los regímenes políticos entorpezcan el equilibrio monetario.

Otro punto importante de esta observación es que tradicionalmente se pretende elaborar modelos econométricos en los cuales la cantidad de dinero existente juega un rol preponderante en la explicación de la tasa de inflación. Cuando se ensaya un proceso de estabilización, hacer pronósticos o ensayar posibles resultados frente a diversos niveles del stock nominal de dinero es totalmente errado, ya que implícitamente asume que el mismo régimen

monetario que hasta ahora existe va a seguir en el futuro. Sin embargo, estabilizar, en parte implica cambiar de régimen monetario, hecho que al mismo tiempo implica un cambio en la cantidad de dinero esperado en los períodos futuros. Diseñar el rol del cambio en el régimen monetario sobre la cantidad esperada de dinero es omitir una variable importante en el proceso de determinación de precios. Es por ello que utilizar modelos econométricos para pronosticar el comportamiento de la inflación durante el proceso de estabilización es altamente riesgoso y usualmente nos guía a conclusiones totalmente erradas.

El tercer punto enfatiza que las tasas de crecimiento de los agregados monetarios deben ser modificados para lograr la meta de largo plazo en forma gradual, sistemática y preanunciada. La aplicación de esta regla en los procesos de estabilización puede catalogarse como un proceso de ajuste gradual. Sin embargo, los últimos experimentos realizados exitosamente en Israel, Bolivia y México demuestran que los ajustes instantáneos, apoyados con políticas de ingreso: Fijación de salarios, tipo de cambio y nivel de precios, incorporan importantes elementos que resultan claves en el proceso (ver Bruno, Dittella, Dornbusch y Fischer, 1988). Obviamente, el éxito final dependerá de la dirección de las medidas complementarias y el plazo considerado para el cumplimiento de las metas.

En el aspecto monetario, esta forma de estabilización demanda un incremento inicial fuerte en la cantidad de dinero, y luego una reducción al mínimo posible de su respectiva tasa de crecimiento. El hecho de que esta política sea preanunciada con cierta antelación, elimina la posibilidad de fuertes procesos redistributivos. En efecto, imaginemos que el shock estabilizador no es anunciado, entonces muchos contratos laborales y financieros en el momento de su pacto implícitamente asumen que el proceso inflacionario continuará hasta que el contrato caduque. Las letras de descuento estarán expuestas a una alta tasa de descuento y los contratos

laborales que tienen salario nominal fijo y que pretenden mantener un determinado salario real medio pedirán un salario mayor mientras más alta sea la inflación.

Si de pronto, y en forma repentina, la inflación se hace cero, estos contratos posibilitarían un fuerte proceso de transferencia de empresas a trabajadores a través de un mayor salario real medio, y de deudores a acreedores mediante altas tasas de interés real. Problemas que potencialmente pueden desestabilizar al sistema financiero y deteriorar al sector productivo.

¿De qué forma se puede evitar este problema?

La primera forma es anunciando por adelantado la ejecución del programa. De este modo los agentes incorporan esta información al momento de tomar decisiones y suscribir contratos que comprenden períodos posteriores al shock estabilizador. Otra forma de subsanar este problema es seguir la sugerencia de A. Leinohuvjud (1984), creando una nueva moneda y permitiendo que la antigua moneda se deprecie con respecto a la nueva a una determinada tasa en cada período. Por ejemplo, si la tasa de depreciación elegida es 20 por ciento, inicialmente la relación entre ambas monedas será de uno a uno. Al iniciarse el segundo período, 83 centavos de la vieja moneda serán equivalentes a una de la nueva. El tercer período se iniciará con una relación de 70 a uno, es decir 13 centavos menos.

Cuando la tasa de inflación de los últimos períodos ha sido constante, lo aconsejable es tomar este número como la tasa de descuento relevante. Ese fue el caso de Argentina en 1985. Sin embargo, cuando la inflación de los últimos meses tiene una varianza no despreciable, este mecanismo no ayuda mucho.

Aquí aparece el primer reto para la banca central, el diseñar mecanismos a través de los cuales se evite que el proceso de estabilización genere una redistribución del ingreso. Mientras más neutra es en términos redistributivos, el proceso de estabilización es más deseable por parte de los agentes económicos. Por otro lado, si un proceso de estabilización carece de esta

propiedad, los grupos perjudicados tratarán de impedir que se llegue a derrotar la inflación.

En otros términos, vemos que el proceso de transición demanda consenso, pero éste sólo puede ser logrado cuando la estabilización es neutra en términos redistributivos; una de las tareas para los bancos centrales es diseñar mecanismos para que se cumpla esta condición.

Finalmente, analicemos el último punto, el de evitar manipular tanto el tipo de cambio como las tasas de interés. Habíamos mencionado que aun en economías estables, este punto no tiene consenso. En economías que están en proceso de estabilización, la discusión todavía es mayor, aunque en este caso la experiencia sugiere que lo ideal, cuando existe cierto nivel sostenible de reservas, es mantener un tipo de cambio fijo, variable que funciona como "ancla" nominal.

Obviamente, si el nivel de reservas existente es reducido y se fija el tipo de cambio, todos serán conscientes de que las reservas se agotarán. En ese sentido, todo el mundo tratará de adelantarse a los demás en hacer su compra al tipo de cambio fijo. Este afán por evitar "ser el último" dará lugar a un ataque especulativo sobre las reservas (Flood y Garber, 1982 y Krugman 1979). El resultado de este tipo de conducta es que obligan a la autoridad monetaria a devaluar antes de lo inicialmente programado o a imponer una serie de controles cambiarios, los cuales no son justificables bajo ningún contexto. El mensaje de ambas políticas es que el programa se está resquebrajando y éste comienza a perder credibilidad, iniciándose pugnas de los diferentes sectores de la economía por subir sus precios.

Finalmente, con respecto a la tasa de interés, la discusión es mayor y más confusa, tanto que algunos teóricos que antes recomendaban dejar libre la tasa de interés en el proceso de estabilización, ahora insisten que eso es un grueso error y lo mejor es bajarla con la ayuda de una tablita.

El problema no es fácil, pues tan pronto como se reduce la inflación a niveles bajos, la tasa de interés nominal se que-

da suspendida a niveles anteriores al proceso de estabilización; ésa fue la experiencia de Israel, Bolivia, Argentina y Brasil. La gran confusión aparece al momento de descifrar el mensaje de esta elevada tasa de interés nominal. Dado que la tasa de interés nominal es equivalente a la suma de la tasa de interés real con la inflación esperada, y además, puesto que no hay razón para creer que la tasa de interés real cambie abruptamente, entonces las altas tasas de interés se explican por el elevado nivel de la inflación esperada. Es decir, a pesar de que momentáneamente se logró controlar la inflación, el mensaje de este resultado es que el proceso no es creíble, el público sigue creyendo que en los períodos futuros la inflación volverá a ser tan elevada como antes, en ese sentido lo mejor es hacer contratos financieros en base a estos niveles esperados de inflación.

Interpretar de esta forma el problema, inmediatamente nos obliga a reestudiar el programa monetario inicialmente diseñado, pues parece evidente que si no existe una retracción en la liquidez la baja inflación es imposible de sostenerse por muchos períodos.

Sin embargo, otros expertos, entre ellos Dornbusch y Simonsen (1987), indican que las tasas de interés nominales permanecen altas porque al bajar la tasa de inflación también baja la tasa del impuesto inflación; consecuentemente, la demanda por saldos reales en moneda nacional se expande abruptamente. En la medida en que la oferta monetaria no se incrementa proporcionalmente, la única manera de lograr un equilibrio en el mercado monetario es a través de altas tasas de interés nominales, a pesar de que la inflación esperada sea baja. Por lo tanto, reducir estas altas tasas de interés real, de acuerdo a esta interpretación, implica expandir la oferta monetaria.

Finalmente, otros expertos indican que la tasa de interés se mantiene alta básicamente por inercia, porque no existe ningún agente que oriente este precio a los niveles sostenibles con un sano equilibrio. Es decir, ningún banco, actuando en forma individual, quiere ser el único en adoptar una estrategia de disminuir la tasa de inte-

rés, pues teme perder depósitos; sin embargo, estos temores se disiparían si es que todos los bancos en forma concertada adoptan una estrategia de acomodo a la nueva coyuntura. En este caso, lo mejor que se puede hacer es una "tablita" de las tasas de interés prevalecientes para los próximos períodos.

Como se ve, el mismo fenómeno está sujeto a diferentes interpretaciones y curiosamente cada una indica diferentes soluciones, pero lo paradójico de este problema es que las soluciones son opuestas. En efecto, si uno se inclina a creer que el problema es la inflación esperada, la solución es contraer más la expansión monetaria, pero si el problema es de equilibrio monetario, la sugerencia es incrementar la oferta. ¿Qué hacemos?, expandimos o reducimos, o establecemos una "tablita". Estos son retos que tiene que enfrentar la banca central durante este proceso y, dependiendo de lo correcto del diagnóstico, posibilitará el éxito o el fracaso de los programas.

Adicionalmente, durante este proceso ocurre una reestructuración de cartera por parte del público, los depósitos a plazo tienden a sustituir a los depósitos de alta liquidez. En la medida en que los diferentes depósitos tienen diferentes tasas de encaje, entonces también se observará una variación en el multiplicador.

Muchas veces es más complicado intuir la dirección del cambio en el multiplicador, pues resulta que se acostumbra no sólo a poner encajes marginales decrecientes por tipo de depósito sino también se diferencia por tipo de bancos o, incluso más complicado, por regiones. El descuido de este punto puede dar más de una sorpresa en el movimiento del multiplicador.

Si la tasa de encaje efectiva es relativamente alta, lo cual es usual en economías inflacionarias, es posible que una parte importante de la oferta monetaria sea endógena. En efecto, si suponemos que la remuneración es por período vencido, como usualmente lo es en todos los países, entonces parte de la oferta monetaria, posterior al momento del shock, está determinada por el producto de la tasa de interés

relevante con el monto de los encajes existentes en el período de alta inflación.

Para el Perú, estudios preliminares muestran que de reducirse la inflación a cero sería necesario un incremento inmediato de la cantidad de dinero en aproximadamente 3 ó 4 por ciento del PBI (Arista, 1990) y después reducir la tasa de crecimiento de la oferta monetaria a cero. Si la oferta endógena arriba mencionada supera estos montos, es evidente que podría constituir en una fuerza desestabilizadora que debe tomarse en cuenta en el diseño del programa monetario.

Por último, durante los primeros períodos de estabilización es de vital importancia tener mucho cuidado con la estabilidad del sistema financiero, pues es sabido que en épocas inflacionarias no sólo los bancos obtienen parte del impuesto inflacionario sino que la información sobre la cual se hacía las evaluaciones y el seguimiento de los créditos está afectada por la inflación. Basta recordar que reestructurando en forma adecuada los ingresos y los desembolsos, una empresa puede obtener ganancias. Sin embargo, cuando la inflación se baja a cero no es posible obtener ganancias en base a estos movimientos.

Si a ello añadimos el hecho de que muchas empresas se ven enfrentadas a altas tasas de interés real expost, entonces hay buena probabilidad de que el monto de la cartera pesada de los bancos se incremente peligrosamente. Más aún, la experiencia de las estabilizaciones exitosas muestra que para los bancos comerciales que tenían la cantidad de personal óptimo para la coyuntura inflacionaria, éste resulta excesivo cuando la inflación desaparece. Como consecuencia de ello, el costo variable que enfrentan estas instituciones también es elevado y mayor al nivel óptimo. En este contexto, es de suponer que la inercia a la baja de la tasa de interés por parte de los bancos, mencionada anteriormente, también se explica por el hecho de que tienen que financiar una situación administrativa-laboral que no es óptima con la nueva coyuntura.

Ahora, imaginemos que inadvertidos de este problema se programa la re-

ducción de la tasa de interés nominal. Ello da lugar a dos efectos interesantes: por un lado, la probabilidad de pago de las empresas endeudadas se incrementa, pero por el otro, los bancos cobran menos por cada unidad de crédito. ¿Cuál efecto es mayor?, ¿cuál es la tasa de interés a la cual estos efectos se anulan? Si la alternativa es usar la "tablita", ¿hasta qué nivel se puede reducir la tasa de interés nominal en el corto plazo sin poner en peligro el sistema financiero? Son preguntas difíciles de contestar.

Todo esto indica que a pesar de que existen ciertas pautas para la correcta administración de los bancos centrales con economías estables, estas normas no siempre resultan las más útiles en los procesos de estabilización, pues muchas veces hay que salirse de las normas pre-establecidas y solucionar la coyuntura con una combinación de arte, tecnicismo e información adecuada.

Finalmente, hay algo que hemos aprendido en esta última década de inflación: es que el Banco Central no debe regatear esfuerzos por mantener tasas de inflación bajas. La tentación por salirse de este patrón es grande; siempre existe la presión por parte del sector fiscal o de grupos de interés por una mayor emisión, ya sea con fines de expansión del gasto público o con propósitos redistributivos. Sin embargo, algo que nunca se debe olvidar es que siempre hay más de un método para lograr estos objetivos, pero para mantener la inflación baja sólo uno y éste es disciplina monetaria.

IV. Comentarios finales

Desde los sesenta, los países de Latinoamérica han enfrentado tasas de inflación cada vez mayores. Paralelamente se ha observado una reducción en la tasa de crecimiento de largo plazo. Así por ejemplo, durante el período 1960-1980 el crecimiento promedio fue de 6.96 por ciento anual; sin embargo, en los últimos ocho años esta tasa se ha reducido a 1.2 por ciento.

Con respecto a 1989, el crecimiento promedio del grupo de países con alta inflación fue de sólo 0.6 por ciento, que es menor tanto al promedio de los ocho primeros años como al del grupo de países con tasas de inflación menores a 100 por ciento durante 1989. En este contexto, se observa una necesidad imperiosa de desarrollar programas económicos tendentes a estabilizar el nivel de precios.

Una de las instituciones económicas que juega un rol preponderante durante el proceso de transición es la banca central; en ese sentido, el objetivo del presente trabajo es señalar los principales problemas que usualmente aparecen durante estos procesos e indicar de qué manera la intervención del Banco Central puede ser decisiva al evitar transferencias espúreas de recursos, quiebra del sistema financiero o un ataque especulativo al nivel de reservas, fenómenos que en su conjunto tienden a disminuir las probabilidades de éxito del programa de estabilización.

M. Friedman plantea cuatro principios para la buena administración de los bancos centrales en una economía estable; a la luz de los fenómenos poco usuales que aparecen en los procesos de estabilización, encontramos que algunas de estas reglas deben ser reconsideradas y desarrolladas de acuerdo a la coyuntura económica del país en cuestión.

Así por ejemplo, la banca central debe priorizar el diseño de mecanismos que impidan la redistribución de riqueza generado por los cambios de los términos reales de los contratos vigentes. Otro punto importante adicional al de establecer el equilibrio monetario, lo cual implica dar señales claras con respecto a los montos futuros de emisión, es buscar un manejo adecuado de la tasa de interés; punto que es extremadamente complicado tanto por el diagnóstico del problema como por los peligros que genera, ya sea para el aparato productivo o la estabilidad del sistema financiero.

BIBLIOGRAFIA

- ADAMS, C. y GROS, D. (1987). "The consequences of real exchange rate rules for inflation". En: *Staff Papers*, febrero.
- ALESINA, A. (1988a). *Macroeconomics and Politics*. Mimeo.
- . (1988b). *Inflation, unemployment and Politics in Industrial Democracies*. Mimeo.
- ARISTA, J. (1990). *Efectos de la credibilidad en el proceso de estatización*. Mimeo.
- BARRO, R. y GORDON, D. (1983a). "Positive theory of monetary policy in a natural rate model". En: *Journal of Political Economy*, agosto 1983.
- . (1983b). "Rules inflation and reputation in a model of monetary policy". En: *Journal of Political Economy*, Vol. 12, julio 1983.
- BRUNO, M. (1988). "Estabilización en Israel" En: M. Bruno, G. Ditella, R. Dornbusch, S. Fischer (Comp.) *Inflación y estabilización, la experiencia de Israel, Argentina Brasil, Bolivia y México*.
- DORNBUSCH, R. y SIMONSEN, E. (1987). "Estabilización de la inflación con apoyo de una política de ingresos, la experiencia de Argentina, Brasil e Israel". En: *Trimestre Económico*, abril.
- FLOOD, R. y GARBER, P. "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples". En: *Journal of International Economics*, agosto.
- FRIEDMAN, C. (1985). "Monetary Policy: Theory and Practice". En: *Journal of Monetary Credit and Banking*, febrero.
- GIL, F. y TERCERO, R. (1988). "Lecciones desde México". En: M. Bruno, G. Ditella, R. Dornbusch, S. Fischer (Comp.) *Inflación y estabilización, la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*.
- GONZALEZ, C. (1985) "Efectos del encaje marginal nulo sobre el multiplicador bancario". En: *Revista Estudios Económicos* No. 1, Vol. 1.
- KRUGMAN, P. (1979). "A Model of Balance of Payment Crisis", En: *Journal of Money Credit and Banking*, agosto.
- LEIJONHUFVUD, A. (1984). "Inflation and economic performance" En: Barry N. Siegel (Ed.) *Money in crisis*, Cambridge, Mass; Ballinger.
- ROGOFF, K. (1985). "On the optimal degree of commitment to an intermediate monetary target: inflation gains versus stabilization costs". En: *Quarterly Journal of Economics*.