

## CAPÍTULO 5

# Independencia de los bancos centrales e inflación en América Latina: una mirada histórica

---

*Luis I. Jácome  
Samuel Pienknagura\**

### 5.1 INTRODUCCIÓN

La mayoría de los bancos centrales de América Latina son instituciones consolidadas. En una región azotada históricamente por inflación crónica e incluso hiperinflación, un gran número de bancos centrales conquistaron la estabilidad de precios a principios de la primera década de 2000, con el apoyo de buenas políticas fiscales. A este resultado exitoso contribuyó la independencia política otorgada a los bancos centrales de la región en los años noventa. La solidez institucional de los bancos centrales y la credibilidad de su política monetaria han sido puestas a prueba en los últimos quince años. Con el respaldo de fundamentos macroeconómicos más sólidos y dada la confianza

\* Agradecemos a Gustavo Adler, Yan Carrière-Swallow, Eduardo Cavallo, Arturo Galindo, Bertrand Gruss, Nicolás Magud, Eric Parrado, Jorge Roldós, Robin Tietz y a los participantes en el Seminario de la Red de Economistas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y en el Seminario del Grupo de Trabajo de Política Monetaria del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, por sus útiles comentarios. Se aplican los descargos de responsabilidad habituales. Publicado originalmente como Documentos de Trabajo del FMI. Estas publicaciones describen investigaciones en curso del autor o autores y se publican para suscitar comentarios y fomentar el debate. Las opiniones expresadas en los documentos de trabajo del FMI son las de su(s) autor(es) y no representan necesariamente las del FMI, de su Directorio Ejecutivo ni de su Gerencia.

del público en la independencia de los bancos centrales, la política monetaria ha desempeñado un papel fundamental a la hora de amortiguar el efecto de los choques exógenos. Primero, en medio de grandes reversiones de las entradas de capital, y en una clara ruptura con el pasado, los bancos centrales aplicaron una política monetaria anticíclica para frenar los efectos adversos de la gran crisis financiera (GCF) en 2008. Más recientemente, para amortiguar el profundo impacto en la actividad económica de la pandemia del covid-19, los bancos centrales recortaron agresivamente las tasas de interés y, en varios países, proporcionaron amplia liquidez para ayudar a las empresas a seguir operando<sup>1</sup>. En la actualidad, aprovechando su independencia en materia de política monetaria, estas entidades han reaccionado con rapidez, subiendo las tasas de interés para luchar contra la creciente inflación impulsada por una fuerte demanda que se encontraba reprimida durante dicho evento, luego de los de los estímulos monetario y fiscal que se otorgaron, por los efectos de las restricciones en las cadenas de producción generadas por la pandemia, y por el impacto de la guerra en Ucrania.

No obstante estos resultados positivos, es posible que se avencinen tiempos difíciles para la independencia de los bancos centrales en América Latina. Dado que los países se enfrentan a un aumento de la inflación y se espera que la actividad económica se mantenga débil, el riesgo de la influencia de los gobiernos puede resurgir a medida que los bancos centrales se esfuerzan por lograr un delicado equilibrio entre el endurecimiento de la política monetaria para restaurar y preservar la estabilidad de los precios y la aplicación de una política acomodaticia para apoyar la actividad económica. La dominancia fiscal es otro riesgo potencial en varios países. Debido a que la política fiscal se ha visto envuelta en los conflictos políticos que agobian a la mayoría de los países de la región, y no ha sido incapaz de satisfacer las crecientes demandas sociales, en muchos casos exacerbadas por los efectos de la pandemia, los bancos centrales podrían verse obligados a llevar a cabo políticas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) y, por esta vía, financiar el gasto público. Sin embargo,

<sup>1</sup> Canales *et al.* (2010) analizan las políticas desplegadas por los principales bancos centrales latinoamericanos en respuesta a la GCF, y Vegh y Vuletin (2014) analizan el carácter anticíclico de la respuesta de la política monetaria y fiscal. El FMI (2020) describe las medidas de política monetaria adoptadas en la región para hacer frente a la pandemia.

esta política podría erosionar la independencia de los bancos centrales y dañar la credibilidad de la política monetaria en los próximos años<sup>2</sup>.

En este capítulo se discuten los peligros de socavar la independencia de los bancos centrales en América Latina desde una perspectiva histórica. A partir de una base de datos única de medidas históricas de su independencia legal, que abarca cien años, aquí se revisa la evolución de los fundamentos institucionales de la política monetaria. También se realiza una investigación empírica para evaluar el vínculo entre la independencia de los bancos centrales y el comportamiento de la inflación utilizando más de ochenta años de datos.

La discusión de la evolución histórica resalta que la consecución de la independencia de los bancos centrales y la conquista de la estabilidad de precios en América Latina fue un camino largo y difícil. Los primeros bancos centrales se crearon como instituciones independientes de los gobiernos en la década de 1920, apoyados en las restricciones que el respaldo al patrón de cambio oro imponía a la conducción de la política monetaria. Sin embargo, la necesidad de hacer frente a los efectos de la Gran Depresión y luego del abandono del patrón de cambio oro a principios de los años 1930, llevaron a los países a aprobar cambios legales que permitieron una expansión del financiamiento del gasto público a costa de debilitar la independencia de los bancos centrales. Hicieron falta cincuenta años de inestabilidad macroeconómica, la erosión de los ingresos reales y del ahorro de la población, y el creciente descontento social, para conceder a los bancos centrales independencia política y operativa para centrarse en la lucha contra la inflación en la década del noventa.

El vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación en América Latina está respaldado por el análisis econométrico, que señala una fuerte asociación negativa durante los últimos ochenta años. El análisis se basa en una serie temporal de un índice de independencia de los bancos centrales calculado para diecisiete países de la región. Este índice (de aquí en adelante lo llamaremos IBC) se basa en el espíritu del índice de Cukierman *et al.* (1992), que incluye cuatro criterios: el acuerdo de gobierno del banco central, su mandato,

<sup>2</sup> Los riesgos para la independencia de los bancos centrales se han destacado recientemente. Rogoff (2021) sostiene que la expansión cuantitativa puede considerarse una forma de política fiscal, lo que hace más difícil preservar la independencia de los bancos centrales, mientras que Ayres, Neumeyer y Powell (2021) alertan de que los bancos centrales de América Latina pueden enfrentarse a una mayor presión para financiar el gasto fiscal. En general, Adrian *et al.* (2021) recalcan que los gobiernos de los mercados emergentes y las economías en desarrollo pueden haberse acostumbrado a la reciente financiación barata del banco central y presionarlos para que este financiamiento continúe.

la autonomía de la política monetaria y las restricciones legales para prestar al Gobierno. La asociación negativa entre la independencia del banco central y la inflación es robusta a la inclusión de los controles utilizados frecuentemente en la literatura y parece ser más fuerte en los años más recientes. Un análisis detallado de los diferentes componentes del índice IBC muestra que aislar a los bancos centrales de la influencia política y restringir los préstamos de estos a los gobiernos son claves para controlar la inflación. En conjunto, aquí se ponen de manifiesto los peligros de la influencia política en las decisiones de los bancos centrales y de la dominancia fiscal.

Además, se estudia la respuesta dinámica de la inflación a los cambios en la independencia de los bancos centrales (utilizando el modelo de proyección local [*local projection*] propuesto por Jordà, 2005) y se encuentra que una mejora de una desviación estándar en la independencia del banco central tiene una reducción acumulada de los precios de 5 puntos porcentuales en un horizonte de cinco años. El impacto dinámico de las mejoras en la independencia de los bancos centrales sobre la inflación es robusto al periodo de análisis: una mayor independencia conduce a un descenso sostenido de la inflación tanto en el periodo anterior como posterior a 1970 (aproximadamente, el momento en que se abolió el sistema monetario de Bretton Woods, que establecía la convertibilidad internacional del dólar estadounidense por oro), y antes y después de la ola de reformas de los bancos centrales de la década de 1990.

Por último, los resultados aquí expuestos apuntan a la importancia de la independencia del banco central para mitigar los riesgos de una inflación elevada. Para evaluar el papel de aquella en la reducción de la probabilidad de episodios de alta inflación se sigue una estrategia doble. En primer lugar, se estiman regresiones por cuantiles y se muestra que los niveles más altos del índice IBC tienen un mayor impacto en los deciles más altos de la distribución de la inflación. En segundo lugar, se estima un modelo de probabilidad lineal y se encuentra que los niveles más altos del índice IBC reducen la probabilidad de episodios de alta inflación.

Este trabajo contribuye en dos dimensiones a la literatura que estudia la independencia de los bancos centrales y el vínculo de esta con la inflación en América Latina. En primer lugar, el alcance histórico y regional de este escrito va más allá de los estudios anteriores que se centran en la independencia de los bancos centrales en América Latina, que son específicos para periodos históricos o para cada país. En el primer grupo de estudios, Ortiz

(1998) examina la independencia de algunos bancos centrales de la región y su relación con la inflación en la década de 1930; mientras que Jácome y Vázquez (2008) analizan empíricamente el impacto sobre la inflación de la reforma institucional de los bancos centrales de la década del noventa. El segundo grupo de estudios tiene un contenido histórico narrativo específico para cada país, como Avella (2014), y Meisel y Barón (2010) sobre Colombia; Céspedes y Valdés (2006), y De Gregorio (2009) sobre Chile; Turrent Díaz (2005), sobre México; y Orrego (2007), Tuesta (2007) y Jácome (2022), sobre Perú. Este trabajo complementa la reciente colección de estudios de Kehoe y Nicolini (2021), quienes examinan las causas de la inflación en once países de América Latina durante 1960 a 2017, desde una perspectiva de políticas monetaria y, especialmente, fiscal. En segundo lugar, este estudio va más allá de examinar empíricamente la relación media entre la independencia *de jure* del banco central y el comportamiento de la inflación, como es habitual en la literatura (para un resumen completo, véase Masciandaro, Magurno y Tarsia, 2021) y cuantifica el impacto dinámico que los cambios en la independencia del banco central tienen sobre la inflación. Además, estudia el vínculo entre la independencia del banco central y los diferentes momentos en la distribución de la inflación.

El resto del documento se estructura de la siguiente manera. En “La caída y el aumento de la independencia de los bancos centrales” se ofrece una radiografía de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina en los últimos cien años y destaca su caída y aumento, mientras que en “El ascenso y la caída de la inflación” se subraya el aumento y la caída simultáneos de la inflación. A continuación, el documento ofrece una evaluación empírica de la asociación entre la independencia de los bancos centrales y la evolución de la inflación en América Latina desde 1940. La sección “Independencia de los bancos centrales e inflación: una evaluación empírica a través de una mirada histórica” describe los datos y la estrategia empírica seguida en el análisis econométrico. “Resultados” presenta algunos hallazgos, y en la última parte se mencionan las “Conclusiones”.

## **5.2 LA CAÍDA Y EL AUMENTO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**

El camino hacia la independencia de los bancos centrales en América Latina ha sido cuesta arriba. La influencia de los gobiernos –y a veces del sector privado–

modeló la política monetaria durante la mayor parte de la vida de los bancos centrales. La dominancia fiscal fue afianzada por la legislación vigente durante seis décadas, que autorizaba a los bancos centrales a conceder créditos directos o indirectos al Gobierno, e incluso al resto del sector público. El uso de los instrumentos de la política monetaria también solía estar guiado por el Poder Ejecutivo. Solo en la década de 1990 los países llevaron a cabo una reforma institucional que concedió independencia política y operativa a los bancos centrales.

Esta sección destaca los principales aspectos de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina. En primer lugar, explica el contenido del índice IBC y los criterios y subcriterios en los que se basa su cálculo. El análisis histórico que sigue se realiza a lo largo de tres periodos, como sugiere Jácome (2015): i) los *primeros años*, que comienzan en la década de 1920 y llegan hasta el final de la Segunda Guerra Mundial; ii) la *fase desarrollista*, que cubre el periodo de Bretton Woods y los años posteriores a la desaparición de este sistema monetario hasta 1990; y iii) el *periodo dorado*, que abarca todo el nuevo siglo, comenzando con una fase de ajuste que tuvo lugar durante la mayor parte de la década del noventa<sup>3</sup>.

### 5.2.1 EL ÍNDICE IBC

El enfoque de la independencia de los bancos centrales utilizado en este recorrido histórico se basa en Cukierman (1992). Para medir dicha independencia, el índice de Cukierman considera cuatro elementos clave, que sientan las bases para la formulación y aplicación de la política monetaria: i) el mandato legal (objetivo de la política); ii) su estructura de gobierno (gobernanza del banco central); iii) las facultades para controlar la política monetaria frente al Gobierno (formulación de la política); y iv) las condiciones de financiación del gasto público (préstamos del banco central). En el Cuadro 5.1 se presenta una radiografía de la evolución de estas características institucionales a lo largo de los tres periodos identificados anteriormente.

A partir de estos cuatro criterios, se construyó el índice IBC que codifica la legislación histórica de los bancos centrales de diecisiete países latinoamericanos

<sup>3</sup> Una narración exhaustiva de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina va más allá del alcance de este documento. Para un relato histórico completo de este aspecto en América Latina, véase Jácome (s. f.).

en un periodo que abarca cien años. Dado que el índice IBC recurre a información de la legislación de los bancos centrales, es exclusivamente un índice de independencia legal de los bancos centrales. A fin de cuantificar el índice IBC, se usa una versión modificada del ampliamente conocido índice de Cukierman, Webb y Neyapti (CWN), la métrica más comúnmente utilizada en la literatura para medir la independencia de los bancos centrales (Cukierman, Webb y Neyapti, 1992). El índice IBC evalúa los mismos cuatro criterios del índice CWN y se calcula tomando una media ponderada de estos, con las siguientes ponderaciones entre paréntesis: el gobierno del banco central (20%), el mandato legal (15%), la formulación de políticas (15%) y los préstamos del banco central (50%). Estos cuatro criterios se desglosan a su vez en un total de quince subcriterios, como se detalla en el Anexo A5.1.

**CUADRO 5.1**

**CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES A LO LARGO DE CIENTO AÑOS**

	<b>MANDATO/ FUNCIONES</b>	<b>ACUERDO DE GOBIERNO</b>	<b>AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>CRÉDITO AL GOBIERNO</b>
Primeros años	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Emitir la moneda nacional.</li> <li>- Realizar operaciones de redescuento y descuento con los bancos y el público en general.</li> <li>- Suministrar crédito al sector público de forma limitada.</li> <li>- Funcionar como depositario y agente fiscal.</li> <li>- Recibir depósitos de los bancos, del sector público y del público en general.</li> <li>- Compensación de pagos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por personas designadas por los accionistas (bancos), una minoría de representantes del Gobierno y, a veces, de las asociaciones empresariales y del público en general.</li> <li>- El presidente es nombrado por la Junta Directiva.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Antes de la Gran Depresión, la política monetaria estaba restringida por las limitaciones para emitir billetes y, concretamente, para conceder créditos al Gobierno.</li> <li>- A raíz de la Gran Depresión, las restricciones para emitir moneda se relajaron cada vez más y se ampliaron las condiciones para financiar al Gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se permiten, pero en cantidades limitadas, dependiendo de cada país. Los préstamos de los bancos centrales tienen un tope de entre el 10% y 30% del capital pagado y las reservas del banco central.</li> <li>- Estas restricciones se suavizaron en el periodo previo a la Gran Depresión y en los años siguientes. Además, se aprobaron leyes específicas para ampliar el crédito del banco central al Gobierno.</li> </ul>

**CUADRO 5.1 (CONTINUACIÓN)**  
**CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**A LO LARGO DE CIEN AÑOS**

	MANDATO/ FUNCIONES	ACUERDO DE GOBIERNO	AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA	CRÉDITO AL GOBIERNO
Fase desa- rollista	Llevar a cabo políticas monetarias, crediticias y cambiarias con el objetivo de fomentar las condiciones adecuadas para un desarrollo ordenado y rápido de la economía.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por representantes de los bancos, el Gobierno y las asociaciones empresariales.</li> <li>- La mayoría de los miembros pertenecen al poder ejecutivo.</li> <li>- El presidente de la Junta es nombrado por el presidente de la República.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los Gobiernos adquirieron cada vez más influencia en la formulación y aplicación de la política monetaria y cambiaria.</li> <li>- En algunos países, el ministro de Hacienda tenía poder de veto sobre las decisiones de política monetaria.</li> </ul>	Se expandieron los límites para la concesión de crédito. Las restricciones variaban en cada país, hasta una proporción de los ingresos del Gobierno que oscilaba entre el 8% y el 15% del presupuesto del año anterior. El vencimiento del préstamo y el tipo de interés aplicado también variaban.
Periodo de estabi- lización	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Preservar la estabilidad de los precios.</li> <li>- Mantener la estabilidad del sistema bancario.</li> <li>- Promover el funcionamiento normal del sistema de pagos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por tecnócratas propuestos por el Gobierno y nombrados por el Congreso para un período superior al presidencial o de manera escalonada.</li> <li>- La destitución de los miembros de la Junta Directiva debe ser aprobada por el Congreso.</li> </ul>	La Junta Directiva disfrutó de autonomía para formular y ejecutar la política monetaria y cambiaria, incluidos los ajustes de la tasa de interés de política.	Las restricciones para financiar al Gobierno son más estrictas. Los préstamos deben devolverse en el mismo año fiscal y se les aplica una tasa de interés de mercado. En algunos países, el crédito al Gobierno está prohibido.

Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas, y secciones pertinentes de las constituciones de los países.

Si bien el índice IBC se construye sobre la base del índice CWN, introduce modificaciones en los subcriterios subyacentes de este índice. La mayoría de los cambios se incorporan a los subcriterios que caracterizan la gobernanza del banco central. Específicamente, se amplía la evaluación de las normas para el nombramiento y la destitución a todos los miembros de la Junta Directiva del banco central, en lugar de centrarse exclusivamente en el gobernador del banco central, lo cual es relevante, porque las decisiones de política las toma

de forma corporativa la Junta Directiva del banco central. Además, las disposiciones legales para el nombramiento y la duración del mandato del gobernador del banco central difieren de las que se aplican al resto de los miembros de la Junta en varios países de la región a lo largo del tiempo. El criterio para evaluar la duración del mandato del gobernador del banco central –y de otros miembros de la Junta Directiva– también es diferente. El índice IBC tiene en cuenta tanto la duración absoluta de su nombramiento, como también su permanencia en el cargo en relación con el Gobierno. En particular, este índice premia los nombramientos ampliados o escalonados con respecto al mandato del Gobierno, como una forma de reforzar la independencia del banco central con respecto al ciclo político. Un cambio adicional hace hincapié en las restricciones del Poder Ejecutivo para destituir a los miembros de la Junta Directiva, y no solamente al gobernador del banco. Los procedimientos de destitución de los miembros de la Junta Directiva del banco central, incluido su gobernador, reciben un peso adicional, ya que esas disposiciones legales son cruciales para preservar la independencia de la formulación de la política monetaria. Y, a diferencia del CWN, el índice IBC penaliza la presencia de representantes del poder ejecutivo en la Junta Directiva. Dada la importancia en un contexto histórico del análisis, el índice IBC también evalúa la autonomía de la política cambiaria, penalizando la interferencia del Gobierno, ya que aquello podría coartar la efectividad de la política monetaria en las economías pequeñas y abiertas como las de América Latina. Por último, el índice IBC ajusta los subcriterios subyacentes a las condiciones de préstamo al Gobierno, para considerar la amplia gama de disposiciones encontradas en cien años de legislación de bancos centrales en América Latina.

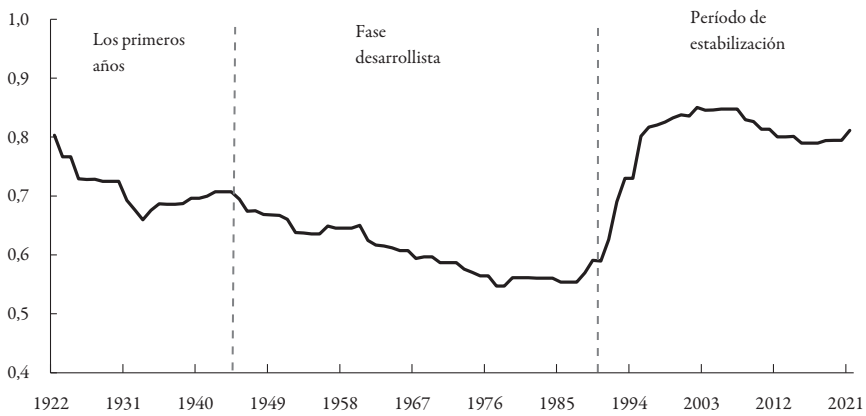
El índice IBC varía en una escala continua de 0 a 1, de modo que cuanto esté más se acerca a 1, mayor es la independencia del banco central y viceversa. Asigna una mayor puntuación a aquellos acuerdos institucionales en los que el Ejecutivo no tiene poder para ejercer control sobre la Junta Directiva del banco central. En concreto, se considera que los bancos centrales son más independientes si el Gobierno tiene poderes limitados para nombrar y destituir al gobernador y a los miembros de la Junta Directiva del banco central, y cuando su mandato es más largo que el del Ejecutivo. La intuición que subyace a este supuesto es que los gobiernos y los bancos centrales no siempre comparten intereses comunes en la formulación de la política monetaria. Los primeros suelen guiarse por consideraciones de corto plazo asociadas a los ciclos políticos, mientras que los segundos trabajan con horizontes a largo plazo para

lograr la eficacia de la política monetaria, ya que esta funciona con rezago. Por otra parte, tener un objetivo único o principal de estabilidad de precios se asocia a una mayor independencia, mientras que los bancos centrales, cuyo mandato incluye objetivos de desarrollo económico, reciben una calificación baja. Además, los bancos centrales deben ser autónomos para formular e implementar la política monetaria y cambiaria en consonancia con su mandato en materia de inflación y, por tanto, la interferencia del Gobierno reduce el índice IBC. Lo que es muy importante, las restricciones para conceder créditos al gobierno –y, en general, al sector público– se ven recompensadas porque ayudan al banco central a mantener el control de la política monetaria y, posiblemente, a mantener la inflación bajo control. El índice IBC no incluye las prácticas de rendición de cuentas, una dimensión clave de la independencia moderna de los bancos centrales, dado que esta característica se convirtió en un componente integral del diseño institucional de la política monetaria solo en la década de 1990, cuando los países introdujeron un sistema de pesos y contrapesos frente a la independencia otorgada a los bancos centrales.

La cuantificación del índice IBC permite retratar la evolución de la independencia de los bancos centrales a lo largo de cien años. Según el Gráfico 5.1, la independencia disminuyó poco después de la creación de los bancos centrales, a principios de los años 1930, y se redujo aún más durante la fase desarrollista, cuando los gobiernos aumentaron su influencia en los bancos centrales. Esta tendencia se revirtió en la década de 1990 con la aprobación de la nueva legislación que confirió independencia a los bancos centrales, aunque el índice IBC ha disminuido en los últimos quince años, principalmente porque Argentina y, sobre todo, Venezuela restringieron la autonomía de la política monetaria.

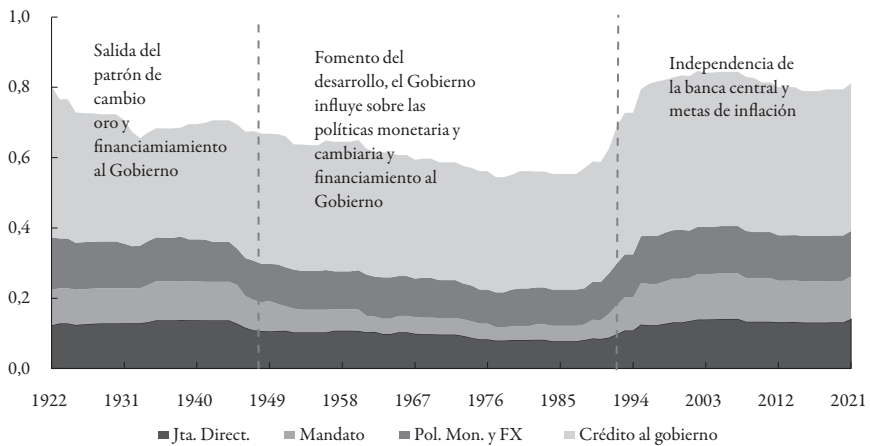
El Gráfico 5.2 muestra la evolución de los subcomponentes del índice IBC. El gráfico corrobora la idea de que el deterioro inicial del índice IBC fue impulsado en gran medida por las reformas legales que autorizaron a los bancos centrales a imprimir dinero para financiar al Gobierno, cuando América Latina se vio afectada por los efectos de la Gran Depresión y decidió abandonar el patrón de cambio oro para frenar el colapso económico y fomentar su recuperación. También muestra que la erosión de la independencia de los bancos centrales se afianzó cuando estos se convirtieron, en la práctica, en bancos de desarrollo, a partir de mediados de la década del cuarenta, cuando recibieron el mandato general de promover el desarrollo económico, fueron facultados para financiar al

**GRÁFICO 5.1**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**PROMEDIO DEL ÍNDICE IBC, 1922-2021. AMÉRICA LATINA, EXCEPTO PANAMÁ**



Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas y las secciones pertinentes de las constituciones de los países.

**GRÁFICO 5.2**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**PROMEDIO SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC, 1922-2021. AMÉRICA LATINA, EXCEPTO PANAMÁ**



Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas y las secciones pertinentes de las constituciones de los países.

Gobierno y la actividad económica, y cuando se guiaron por las normas definidas por el gobierno tanto para la política monetaria como para la cambiaria. Todos los subcomponentes del índice IBC aumentaron notablemente a principios de los años 1990, cuando la mayoría de los países aprobaron nuevas leyes que confirieron independencia a los bancos centrales. La asignación a los bancos centrales del objetivo principal de política de alcanzar y preservar la estabilidad de precios y las restricciones para conceder crédito al gobierno allanaron el camino para la adopción de una estrategia de política monetaria basada en metas de inflación por parte de un número creciente de países de la región. A continuación, se presenta un análisis ampliado de la evolución histórica de la independencia de los bancos centrales en América Latina.

### 5.2.2 LOS PRIMEROS AÑOS DE LOS BANCOS CENTRALES

Cuando se crearon los bancos centrales latinoamericanos en la década de 1920 (*véase* Recuadro 5.1), estos gozaban de un alto grado de independencia legal. La mayoría se crearon siguiendo las recomendaciones de los expertos estadounidenses encabezados por Edwin Kemmerer<sup>4</sup>. El principio fundamental de la visión de Kemmerer era que los bancos centrales debían respaldar el patrón de cambio oro como medio para asegurar la estabilidad interna y externa de sus monedas, y para otorgar independencia política a los bancos centrales. Solía citar el viejo proverbio que dice: “tenemos oro porque no podemos confiar en los gobiernos” (Kemmerer, 1944, p. 181).

Aunque los bancos centrales no tenían un mandato explícito, aquellos que siguieron el modelo recomendado por Kemmerer tenían asignadas responsabilidades específicas que incluían, principalmente, el monopolio de la emisión de la moneda nacional, entre otras funciones (*véase* Recuadro 5.1). El control de los bancos centrales recaía en una junta directiva designada por sus accionistas, que incluía: el Gobierno –aunque sin poder de voto– y los bancos privados nacionales e internacionales. En algunos países, también había representación de las asociaciones empresariales, las organizaciones laborales y los ciudadanos, dando así voz a los principales participantes del mercado en la

<sup>4</sup> Edwin W. Kemmerer era un profesor de la Universidad de Princeton, que ya había colaborado en la creación del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y en otros países fuera del hemisferio occidental.

**RECUADRO 5.1****LA CREACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**

Los bancos centrales de América Latina son instituciones jóvenes en comparación con los de las economías avanzadas. Mientras que la mayoría de los países europeos ya contaban con un banco central con el monopolio de la emisión de moneda a finales del siglo XIX y el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos se creó en 1913, el Banco de la Reserva del Perú, el banco central pionero en América Latina, se creó en 1922. Luego, siguiendo las recomendaciones de la comisión de expertos norteamericanos, dirigida por Edwin Kemmerer, se crearon otros bancos centrales; en Colombia en 1923, en Chile en 1925, en Ecuador en 1927 y en Bolivia en 1928. México también estableció su banco central en 1925 sin unos estatutos tipo Kemmerer. Una misión de Kemmerer también ayudó a establecer el Banco Central de Reserva de Perú en 1931, una reencarnación del Banco de Reserva del Perú. Antes de la creación de estos bancos centrales, los bancos comerciales estatales o semiestatales de Brasil y Uruguay –el Banco do Brasil, fundado en 1808, y el Banco República Oriental del Uruguay, creado en 1894– también tenían poderes de emisión de billetes y actuaban como agentes fiscales del Gobierno. Los bancos centrales se constituyeron por períodos de tiempo específicos: cincuenta años en Bolivia, Chile y Ecuador; treinta años en México y Perú, y veinte años en Colombia. Se crearon, en la mayoría de los casos, como instituciones semipúblicas con diferentes modelos de propiedad (*véase* Cuadro 5.1).

A mediados de la década de 1930, se crearon nuevos bancos centrales en El Salvador y Argentina, y en Venezuela en 1939. Como en el pasado, los asesores extranjeros desempeñaron un papel importante en la creación de estos bancos centrales, ya que aportaron recomendaciones que allanaron el camino para la promulgación de la nueva legislación. El Banco Central de la República Argentina se benefició de las ideas de *sir* Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra, aunque fue el economista argentino Raúl Prebisch quien finalmente sentó las bases institucionales del banco central. Frederick Powell, también del Banco de Inglaterra, dirigió una misión que asesoró en la creación del Banco Central de Reserva de El Salvador, mientras que Hermann Max, del Banco Central de Chile, ayudó en la formación del Banco Central de Venezuela. Después se fundaron bancos centrales en Cuba, República Dominicana y Guatemala en los años 1940, y en Costa Rica, Honduras y Paraguay en la década siguiente. En los años 1960, Nicaragua, Brasil y Uruguay establecieron finalmente bancos centrales sin responsabilidades comerciales.

formulación de las políticas monetaria y crediticia. Por otra parte, el nombramiento de una composición diversificada que representara al sector privado pretendía limitar la influencia de los representantes de la banca.

El apoyo al patrón de cambio oro era la característica de política que definía a los bancos centrales en la década del veinte. Los bancos centrales debían preservar la convertibilidad de sus monedas a un tipo de cambio fijo, y al mismo tiempo mantener la cuenta de capital abierta para permitir que los flujos de capital ajustaran los desequilibrios de la balanza de pagos. Así, por ejemplo, frente a un aumento de la tasa de interés internacional, que ocasionaba una salida de capitales, la tasa de interés doméstica también se ajustaba hacia arriba y, en consecuencia, se detenía y hasta revertía la salida de capitales. En teoría, esto implicaba que los bancos centrales no tenían control de la política monetaria, aunque esto

no era necesariamente cierto en la práctica, como en Chile, donde los ajustes de la tasa de redescuento no seguían los ajustes de la tasa de descuento de la Reserva Federal en Estados Unidos, contemporáneamente y dentro de una ventana de tres meses. Más aún, los ajustes de estas tasas presentaban una correlación negativa (Jácome, s. f.)<sup>5</sup>.

Además, aunque la implementación de la política monetaria estaba restringida porque solo se podían emitir billetes si estaban respaldados por reservas internacionales, principalmente oro<sup>6</sup>, dado que dicho respaldo era amplio, los bancos centrales contaban con un margen importante para expandir las operaciones de redescuento y proporcionar apoyo financiero como prestamista de última instancia cuando fuera necesario. Sin embargo, esta restricción se volvió vinculante en el periodo previo a la Gran Depresión, ya que las salidas de capital se dispararon y, por tanto, las reservas internacionales disminuyeron. Al caer significativamente su respaldo, los billetes en circulación se redujeron y los tipos de interés aumentaron<sup>7</sup>.

Además, los estatutos de los bancos centrales establecían las normas para limitar la concesión de créditos al Gobierno. Los bancos centrales no podían comprar títulos públicos por encima de una fracción determinada, que oscilaba entre 10% y 30% de su capital pagado y sus reservas. La imposición de esta restricción era necesaria para dejar atrás los años en que la emisión de billetes se dirigía a financiar al Gobierno, lo que provocaba inestabilidad cambiaria e inflación. Poner un tope al financiamiento del Gobierno y de otras instituciones del sector público también pretendía dejar espacio para financiar la actividad económica, dadas las limitaciones existentes en los bancos centrales para emitir dinero.

La arquitectura inicial de los bancos centrales latinoamericanos se vio rápidamente sacudida por la llegada de la Gran Depresión. Con el colapso de la

<sup>5</sup> Esto es similar a lo que ocurrió en su momento en varias economías avanzadas. Bordo y MacDonald (2001) realizaron un análisis empírico para comprobar la independencia de la política monetaria en varias economías cuando estaba vigente el patrón de cambio oro, y concluyeron que los tipos de interés a corto plazo podrían haberse utilizado en forma autónoma.

<sup>6</sup> Las disposiciones legales exigían en la mayoría de los países que el 50% de los billetes estuvieran respaldados por reservas de especies, que solían incluir la suma de oro, en bóvedas y en el extranjero, y de dólares estadounidenses y libras esterlinas, que eran convertibles en oro (véase Jácome, s. f.).

<sup>7</sup> Para una explicación del funcionamiento de la política monetaria bajo el patrón de cambio oro en el periodo previo a la Gran Depresión, basada en la experiencia de Chile, véase Jácome (2015).

economía mundial y del comercio global a finales de los años 1920, las exportaciones latinoamericanas se desplomaron y la actividad económica se ralentizó y cayó en depresión<sup>8</sup>. La caída del comercio y de la producción, a su vez, redujeron los ingresos fiscales; por tanto, los países latinoamericanos dejaron de pagar su deuda externa, lo que limitó gravemente el endeudamiento externo de los gobiernos. Dado que la adhesión al patrón de cambio oro imponía restricciones insuperables que impedían a los bancos centrales responder de forma anticíclica a la perturbación externa, y dada la grave situación de las finanzas públicas, los países abandonaron el patrón de cambio oro y dejaron de asegurar la convertibilidad de sus monedas. La mayoría de los países conservaron un tipo de cambio fijo, pero tuvieron libertad para ajustarlo según fuera necesario, lo que, junto con la introducción de controles de capital, dio a los bancos centrales plena discrecionalidad en materia de política monetaria para aplicar políticas expansivas destinadas a financiar al Gobierno y ayudar a las economías a recuperarse.

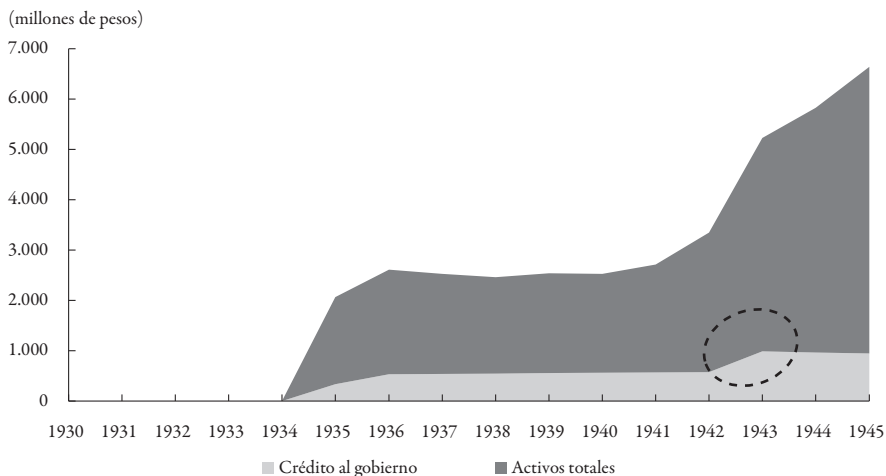
Las políticas implementadas para recuperarse de las secuelas económicas de la Gran Depresión pusieron a prueba la independencia de los bancos centrales. Además de reducir las tasas de interés, el dinero de los bancos centrales tuvo que financiar la política fiscal anticíclica a tasas de interés preferenciales, en medio de las crecientes tensiones entre el Gobierno y las autoridades de política monetaria. Y como las restricciones legales impedían a los bancos centrales conceder créditos al Gobierno a gran escala, en varios países se modificaron las leyes de los bancos centrales o el Congreso aprobó una legislación específica que eludía las restricciones existentes en los estatutos de los bancos centrales. Como resultado, el crédito al Gobierno se disparó y se convirtió en el mayor activo del banco central en 1934; así, alcanzó el 70 % de los activos en Chile, el 60 % en Colombia –incluyendo los préstamos a la banca hipotecaria–, y más del 40 % en Ecuador (Gráfico 5.3). La expansión del crédito al Gobierno también requirió la relajación de las restricciones existentes para la emisión de dinero<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> El valor de las exportaciones se redujo a la mitad entre 1929 y 1932 en Colombia y Ecuador, y en Chile se redujo en más del 85 % durante el mismo periodo (véase Cepal, 1976).

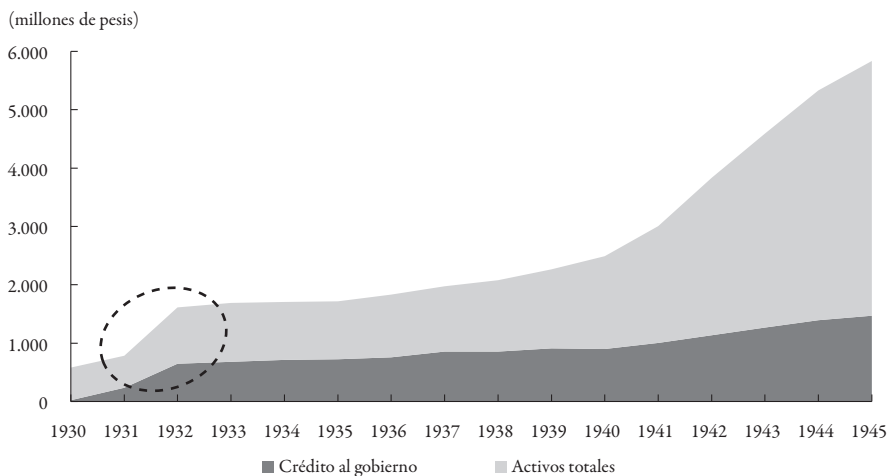
<sup>9</sup> Las reservas legales que respaldaban la emisión de moneda se redujeron a un rango entre el 25 % y el 40 % en la mayoría de los países. Adicionalmente, los límites para financiar al Gobierno –definidos en relación con el capital y las reservas del banco central– aumentaron del 30 % al 80 % en Chile, y del 30 % al 45 % en Colombia, además de autorizar al banco central a conceder créditos al Gobierno hasta el 30 % de sus activos.

**GRÁFICO 5.3**  
**ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES Y CRÉDITO AL GOBIERNO**  
**1930-1945, EXCEPTO PARA ARGENTINA**

**A. ARGENTINA**



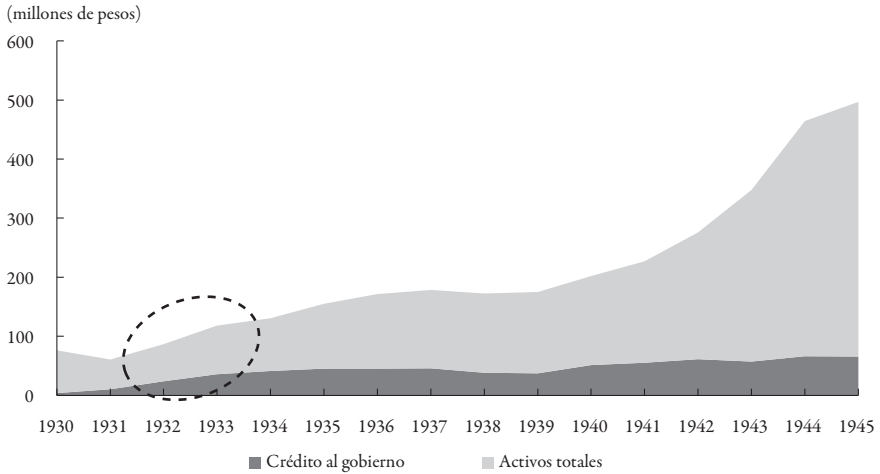
**B. CHILE**



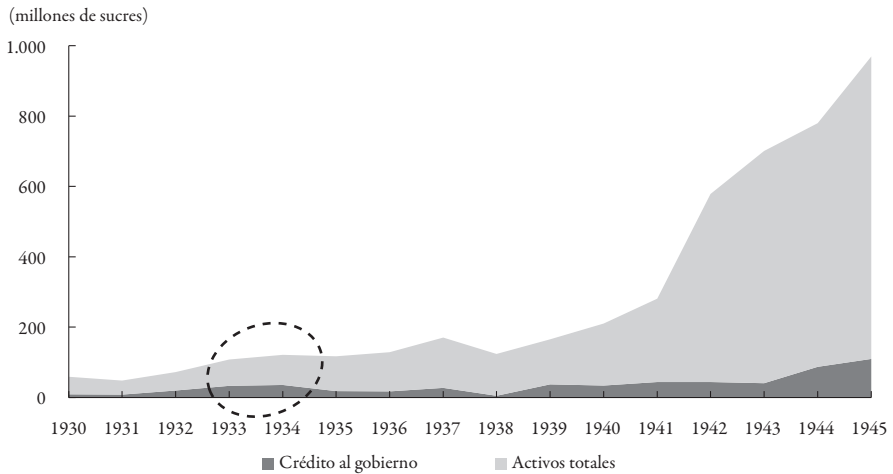
Fuente: Argentina: Banco Central de la República Argentina, Informes anuales; Chile: Banco Central de Chile, Informes anuales; Colombia: *Revista del Banco de la República* (1930-1935) e *Informes del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (1936-1945); Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

**GRÁFICO 5.3 (CONTINUACIÓN)**  
**ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES Y CRÉDITO AL GOBIERNO**  
**1930-1945, EXCEPTO PARA ARGENTINA**

**C. COLOMBIA**



**D. ECUADOR**



Fuente: Argentina: Banco Central de la República Argentina, Informes anuales; Chile: Banco Central de Chile, Informes anuales; Colombia: *Revista del Banco de la República* (1930-1935) e *Informes del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (1936-1945); Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

A mediados de la década del treinta, lo peor de la crisis en América Latina había pasado y la actividad económica empezó a recuperarse. Se crearon nuevos bancos centrales, en El Salvador, Argentina y, hacia el final de la década, en Venezuela, con el mandato de regular la cantidad de dinero y el crédito, dada la ausencia de un ancla monetaria internacional (el patrón de cambio oro) para los precios nacionales e internacionales. El banco central en Argentina también era responsable de acumular suficientes reservas internacionales para moderar los efectos adversos de la volatilidad de las exportaciones y de la inversión extranjera. Además, estaba a cargo de la regulación y supervisión de los bancos. Esto último contrastaba con otros países de la región, donde tales responsabilidades recaían en una entidad diferente. Este acuerdo institucional, en el que la política monetaria y la supervisión bancaria se llevan a cabo bajo un mismo techo, se reprodujo posteriormente cuando se crearon los bancos centrales de Brasil, Paraguay y Uruguay<sup>10</sup>.

Por otra parte, los nuevos bancos centrales fueron investidos con restricciones más estrictas para financiar al Gobierno. Como consecuencia, en Argentina, los activos del banco central fueron impulsados en gran medida por las reservas internacionales hasta 1945 (Gráfico 5.3); los primeros signos de presión del Gobierno aparecieron recién en 1943, cuando el banco central fue obligado por ley a otorgar créditos al Banco Nación, de propiedad estatal, para financiar la compra de la cosecha agrícola de ese año.

En suma, si bien la política monetaria consiguió sacar a las economías latinoamericanas del precipicio empujadas por los efectos de la Gran Depresión, lo hizo a costa de socavar la independencia de los bancos centrales. Y, si bien la presión política sobre los bancos centrales disminuyó a medida que las economías se recuperaban y las finanzas públicas se fortalecían, las reformas introducidas en la legislación de los bancos centrales a principios de la década de 1930 siguieron vigentes.

En general, la independencia de los bancos centrales disminuyó en América Latina. Debido a las reformas de la legislación de los bancos centrales introducidas durante la Gran Depresión, y a pesar de que los nuevos bancos centrales nacieron con una elevada independencia (*véanse* gráficos A5.2.1 y A5.2.2 del Anexo A5.2), el promedio del índice IBC disminuyó de 0,724 a 0,698 entre 1930 y 1945. Y dado que había dos grupos de bancos centrales, con niveles de independencia bajos (los

<sup>10</sup> Debido al patrón geográfico, este arreglo institucional ha sido acuñado como el modelo Atlántico, mientras que el diseño institucional tipo Kemmerer, donde los bancos centrales están a cargo de la política monetaria solamente, ha sido referido como el modelo Pacífico (Jácome, Nier e Imam, 2012).

que ya existían, luego de las reformas legales) y altos (los nuevos bancos centrales), la dispersión del índice IBC –medida por la desviación estándar– aumentó a más del doble, pasando de 0,044 a 0,098 entre 1930 y 1945.

Las políticas monetarias aplicadas en América Latina para hacer frente a los efectos adversos de la Gran Depresión y sus secuelas arrojan una importante lección. No hay duda de que, en ausencia de espacio fiscal, la modificación de la legislación para ampliar los balances de los bancos centrales –principalmente para conceder créditos al Gobierno– fue una medida necesaria para evitar un colapso mayor de la producción y para impulsar la recuperación económica. Sin embargo, al financiar al Gobierno, se sembraron las semillas de una futura dominancia fiscal, ya que esas medidas extraordinarias no se revirtieron una vez que las economías se recuperaron. Esto permitió a los gobiernos seguir recurriendo al financiamiento del banco central, sabiendo que obtendrían financiación en condiciones financieras subvencionadas sin pagar el coste político de subir los impuestos y/o recortar los gastos. El crédito del banco central a tasas subvencionadas se convirtió así en una fuente clave de financiamiento gubernamental durante varias décadas.

### 5.2.3 LA FASE DESARROLLISTA

Cualquier vestigio de independencia de los bancos centrales disminuyó significativamente, en algunos países más que en otros, a partir de mediados de los años 1940. En el contexto de un nuevo orden monetario internacional definido por el Acuerdo de Bretton Woods, y de la adopción de una estrategia de desarrollo orientada hacia adentro (*inward oriented*), por parte de las economías latinoamericanas más grandes, surgió un nuevo paradigma de banca central, en el que la política monetaria estaba supeditada a las prescripciones del Gobierno. El nuevo paradigma significó en la práctica que los bancos centrales se convirtieron en una especie de bancos de desarrollo.

El Acuerdo de Bretton Woods, establecido en la segunda mitad de la década del cuarenta, obligaba a los países adherentes a mantener tasas de cambio fijas, aunque ajustables, y a comprometerse a la convertibilidad de sus monedas frente al dólar estadounidense. No obstante, los bancos centrales podían mantener el control de la política monetaria, gracias al aumento de los controles de capital introducidos en los años 1930. Al mismo tiempo, varios países, en particular las economías del Sur, profundizaron las políticas –introducidas en los años 1930– que promovían

la industrialización sustitutiva de importaciones como una estrategia alternativa de desarrollo<sup>11</sup>. No ocurrió lo mismo con los países centroamericanos cuyo crecimiento siguió impulsado por la exportación de productos agrícolas.

La nueva estrategia de desarrollo estableció un mayor control de la política monetaria por parte del Gobierno. Dado que la legislación monetaria existente se consideraba obsoleta –pues se promulgó para garantizar la convertibilidad de las monedas–, se aprobaron importantes reformas a la ley de bancos centrales<sup>12</sup>. Una primera reforma fundamental consistió en ampliar el mandato de estos para incorporar el objetivo de fomentar el desarrollo económico. Aunque algunas de las nuevas leyes también hacían referencia a la inflación, por ejemplo, exigiendo a los bancos centrales que prevengan las tendencias inflacionistas y deflacionistas”, como en Chile y Ecuador, o que “preserven el valor interno de la moneda”, como en Perú y Venezuela, la promoción del desarrollo económico se convirtió en el objetivo primordial de la política monetaria.

Para alcanzar el nuevo objetivo de política monetaria y su función de desarrollo, las nuevas leyes redefinieron la estructura de gobierno de los bancos centrales. Los cambios legales incluyeron una mayor presencia que en el pasado de representantes del Gobierno en la Junta Directiva de los bancos centrales, aunque el grado de influencia del primero sobre la segunda varió según los países y a lo largo del tiempo<sup>13</sup>. En consecuencia, los gobiernos aumentaron su influencia en la formulación de la política monetaria e incluso en su ejecución.

<sup>11</sup> La justificación para abandonar las políticas de desarrollo orientadas al exterior, vigentes hasta la década de 1930, surgió de la preocupación de que los precios mundiales de las materias primas eran propensos a experimentar grandes oscilaciones, lo que hacía a los países vulnerables a crisis externas recurrentes que perjudicaban el crecimiento económico y el desarrollo.

<sup>12</sup> Argentina, Bolivia, Ecuador, Guatemala y Venezuela cambiaron la legislación del banco central a mediados y finales de los años 1940. Luego, Argentina (una vez más), Chile y Colombia hicieron reformas en la década del cincuenta, mientras que Chile (una vez más), El Salvador, Perú y Venezuela (una vez más) cambiaron la ley del banco central en la década del sesenta.

<sup>13</sup> Por ejemplo, en Argentina, el ministro de Hacienda presidió la junta directiva del banco central entre 1949 y 1957, al igual que en Colombia, a partir de 1963. El ministro de Hacienda también fue miembro del consejo en varios bancos centrales nuevos, como en Costa Rica, República Dominicana, Honduras y Nicaragua, y en otros bancos centrales existentes como en Ecuador y Guatemala. En República Dominicana, Ecuador y Guatemala la Junta Directiva del banco central fue sustituida por una Junta Monetaria, compuesta por representantes del Gobierno y del sector privado, que actuaba como autoridad monetaria suprema, disminuyendo así en la práctica el estatus de banco central. Colombia, en 1963, también estableció una Junta Monetaria que excluía a los representantes del sector privado con el argumento de que su presencia imponía un sesgo inflacionario a las decisiones del banco central (Avella, 2014). En la década siguiente, se creó un Consejo Monetario en Perú en 1970, en Argentina en 1973, y en Chile en 1975, compuesto en su mayoría por miembros del poder ejecutivo, con la responsabilidad de formular las políticas del banco central.

Además, influían en las decisiones de política monetaria, incluso desde fuera del banco central, en diferentes periodos de tiempo<sup>14</sup>.

## RECUADRO 5.2

### EL CONJUNTO DE HERRAMIENTAS DE POLÍTICA MONETARIA EN LA FASE DE DESARROLLO

Para aplicar el nuevo paradigma, los bancos centrales latinoamericanos ajustaron su instrumental de política monetaria y profundizaron la represión financiera con fines de desarrollo. Ampliaron el uso de instrumentos de política monetaria directa, como el control y la asignación del crédito bancario, e intensificaron gradualmente el uso de instrumentos indirectos, como los cambios en la tasa de encaje bancario. Además, introdujeron restricciones cambiarías.

Aunque los bancos centrales siguieron realizando operaciones de redescuento, estas se utilizaron principalmente como mecanismo de asignación del crédito más que como herramienta para controlar los agregados monetarios y la inflación. Sin embargo, el ajuste de la tasa de redescuento fue poco frecuente. En su lugar, los bancos centrales modificaron las condiciones de las operaciones de descuento/redescuento para fomentar la concesión de créditos a determinados sectores económicos en consonancia con la política económica del Gobierno. Además, asignaron cuotas de crédito banco por banco, según su nivel de capital, aplicando diferentes tasas de interés a las distintas actividades económicas. En general, los bancos centrales ampliaron el crédito a los bancos como medio de asignación de recursos a los sectores económicos que se esperaba que impulsaran el crecimiento y el desarrollo. El uso de las operaciones de mercado abierto solo se afianzó en algunos países en la década del sesenta, lo que proporcionó a los bancos centrales una herramienta más flexible para ajustar la oferta monetaria. Las tasas de cambio también se utilizaron como herramienta de asignación de recursos en la mayoría de las economías sudamericanas. Los países implementaron prácticas de tipos de cambio múltiples y depósitos anticipados sobre las importaciones con el objetivo de desalentar las importaciones no esenciales y promover la industrialización por sustitución de importaciones y de apuntalar exportaciones específicas.

Las reformas de la política monetaria también otorgaron a los bancos centrales poderes para ampliar la financiación del gasto fiscal, lo que infligió un daño duradero a la independencia de los bancos centrales. En un entorno de represión financiera prolongada –caracterizada por tasas de interés fijadas a valores menores a la inflación– que hacía poco atractivo para los bancos comerciales

<sup>14</sup> En Argentina, en 1947 se asignó al Consejo Económico Nacional un papel directo en la formulación de las regulaciones crediticias, de manera que, entre 1949 y 1957, el ministro de Hacienda participó directamente en la toma de estas decisiones, y llegó a presidir el directorio del banco central. En Colombia, a partir de 1951, los cambios en los encajes requerían la aprobación del ministro de Hacienda. Esta norma se amplió en la práctica a otros instrumentos de política cuando se creó la Junta Monetaria y el ministro de Hacienda pasó a presidirla. Asimismo, en Chile, a partir de 1953, los cambios en los requerimientos de reservas eran aprobados por el ministro de Hacienda y, en algunos casos, por el presidente de la República. En México, el ministro de Hacienda tenía poder de veto sobre las decisiones adoptadas por el banco central; mientras que en Brasil, cuando se creó el banco central, el Consejo Monetario Nacional –presidido por el ministro de Hacienda e integrado por otros funcionarios del Gobierno– era la máxima autoridad monetaria.

financiar al Gobierno, los bancos centrales tuvieron que financiar los persistentes déficits fiscales derivados del aumento del gasto público y de los subsidios. Al igual que en la década del treinta, esta financiación se materializó ya fuera porque se promulgaron nuevas leyes sobre bancos centrales o se reformaron las existentes, o porque se aprobó una legislación específica para eludir los estatutos de los bancos centrales<sup>15</sup>. Las operaciones de crédito se solían conceder a tasas de interés preferenciales y, sobre todo, a tasas negativas, medidas en términos reales. Además, con frecuencia se aprobaron leyes *ad hoc* para reestructurar las deudas de los gobiernos con el banco central, ampliando su vencimiento y reduciendo la tasa de interés pagada por esas obligaciones. Otra forma de financiación del banco central al Gobierno –aunque más difícil de medir– fue la concesión de créditos a las instituciones financieras estatales, que, a su vez, concedían créditos al Gobierno central, a los gobiernos locales y a otras entidades del sector público. La dominancia fiscal fue así, en gran medida, una característica definitoria de la política monetaria en el periodo desarrollista. Esta política respondió a la necesidad de financiar los persistentes déficits fiscales en toda la región, como se analizó extensamente para once economías latinoamericanas a partir de 1960 por Kehoe y Nicolini (2022).

En los países en los que el crédito al Gobierno y a los bancos comerciales alcanzaba cantidades considerables, los bancos centrales apenas podían manejar su balance. Como había un excedente crónico de liquidez sistémica, al banco central le resultaba difícil drenar suficiente dinero del mercado de reservas bancarias para mantener controlados los agregados monetarios. Esto ocurrió en Argentina y, sobre todo, en Chile, donde el balance del banco central se disparó entre 1945 y 1970, mientras que, en otros países como Colombia y Ecuador, el ritmo de aumento fue más lento (Cuadro 5.2). Esta asimetría se reflejó en el comportamiento de la inflación, ya que la tasa media anual superó el 30 % en Chile y se acercó al 25 % en Argentina en ese periodo, mientras que en Colombia la inflación fue en promedio del 10 % y solo del 5 % en Ecuador.

Excepto en los países del Cono Sur, tras la desaparición del Acuerdo de Bretton Woods a principios de los años 1970, la política monetaria empezó a desempeñar un papel secundario. América Latina, en general, se benefició inicialmente de un auge en el precio de las materias primas que liberó la presión sobre la financiación

<sup>15</sup> Este tipo de crédito del banco central benefició al Gobierno, pero a veces también a algunas instituciones del sector público, como en Chile, Paraguay, Perú y Brasil en la década del sesenta.

**CUADRO 5.2**  
**BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**  
**NÚMEROS ÍNDICE**  
**PAÍSES SELECCIONADOS**  
**1945-1970**

	1945	1950	1955	1960	1965	1970
Argentina	100	677	1.648	3.416	8.323	19.292
Chile	100	314	1.984	13.577	77.316	420.076
Colombia	100	183	190	509	1.519	2.418
Ecuador	100	159	220	330	466	1.396

Fuentes: para Argentina y Chile: *Informes anuales de los bancos centrales*. Para Colombia, *Revista del Banco de la República* (varios números). Para Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

de los bancos centrales al Gobierno. Inmediatamente después, las entradas de capital –que se dispararon a raíz de la crisis del petróleo de 1972-1974– se volcaron a las economías medianas y grandes, financiando un creciente desequilibrio fiscal y externo e impulsando importantes expansiones del crédito interno. Chile y Argentina siguieron un camino diferente. En el primero, entre 1970 y 1973, y en el segundo, entre 1973 y 1976, donde los partidos políticos de izquierda llegaron al poder, la política monetaria fue un componente fundamental de la agenda política de los gobiernos. Al desempeñar la política monetaria un papel subordinado al Gobierno, el balance del banco central se disparó de tal manera que el aumento de los activos alcanzó cerca del 40% del producto interno bruto (PIB) en Argentina en 1976, y el 80% en 1973 en Chile, en ambos casos en respuesta al aumento del crédito al Gobierno, y en Argentina también porque el banco central absorbió el crédito y los depósitos de los bancos comerciales. Una política monetaria tan expansiva pasó factura a la inflación al alcanzar tasas de tres dígitos. Sin embargo, el *populismo macroeconómico*, como lo caracterizan Dornbusch y Edwards (1991), no duró mucho. En ambos países se produjo un golpe de Estado que llevó al poder a gobiernos del extremo opuesto del espectro político. Los nuevos gobiernos cambiaron el énfasis de las políticas económicas hacia la estabilización de la economía y el restablecimiento de las condiciones de mercado para guiar la formación de precios. Y aunque los gobiernos seguían definiendo la dirección de la política monetaria, las presiones para prestar al Gobierno disminuyeron. Los esfuerzos antiinflacionistas se basaron en un ancla de tasa de cambio a futuro, conocida como *tablita*, para guiar las expectativas de inflación. En un ambiente de creciente

estabilidad macroeconómica, Chile y, en menor medida, Argentina empezaron a recibir flujos de capital del exterior. En otros países, como Colombia y Ecuador, la cantidad de crédito al Gobierno fue menor. Sin embargo, el gasto fiscal se financió parcialmente con deuda externa en la mayoría de los países. Además, los flujos de capital transfronterizos alimentaron un auge del crédito bancario.

El persistente aumento de la demanda agregada financiado con entradas de capital resultó insostenible. A principios de la década de 1980, se desencadenó una triple crisis (de deuda, bancaria y cambiaria), como consecuencia del drástico aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y el Reino Unido. La política monetaria se volvió entonces acomodaticia para evitar el hundimiento de los sistemas financieros. Como consecuencia, en el resto de la década, la mayoría de los bancos centrales se vieron sometidos a una combinación de dominancia fiscal y financiera que condujo a un crecimiento explosivo de sus activos –a veces también en respuesta a crecientes pérdidas operativas, que se convirtieron en otra fuente de monetización– que obstaculizó la capacidad de los bancos centrales para manejar la política monetaria. Las pérdidas operativas fueron en su mayoría un legado de la monetización de las crisis bancarias y, en algunos casos, de las políticas distorsionadoras de las tasas de interés y de las tasas de cambio<sup>16</sup>.

Debido a que la influencia del Gobierno en la política monetaria se afianzó a lo largo de la fase desarrollista, el promedio del índice IBC se redujo a 0,54 en 1990 (véanse gráficos A5.3.3 y A5.3.4 del Anexo A5.2), mientras que la desviación estándar siguió creciendo. A nivel de países, en 1990 el nivel de independencia de los bancos centrales había alcanzado mínimos históricos, con excepción de Chile, que en 1989 aprobó una nueva ley del banco central que fue pionera en otorgar independencia a la política monetaria en América Latina.

#### **5.2.4 LA ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA**

Los años 1990 marcaron un punto de inflexión para la independencia de los bancos centrales en América Latina. Dado que la inestabilidad y el estancamiento macroeconómico de la década anterior habían hecho mella en las condiciones de vida y eran una fuente importante de descontento social, los gobiernos

<sup>16</sup> Por ejemplo, en la segunda mitad de los años ochenta, el banco central en Perú aplicó prácticas de tipos de cambio múltiples que provocaron pérdidas recurrentes, ya que las tasas de compra promedio superaron las tasas de venta promedio (véase Jácome, 2022).

decidieron emprender una reforma estructural que confiriera independencia política a los bancos centrales. Así, la gran mayoría de los países de la región aprobaron una nueva legislación para los bancos centrales o aprobaron importantes reformas de los estatutos de los bancos centrales<sup>17</sup>.

El principio fundamental de la reforma institucional de los bancos centrales que, en la mayoría de los países se mantiene vigente, es impedir que se produzcan influencias por motivos políticos en la política monetaria y exigir a los bancos centrales que se concentren en derrotar a la inflación<sup>18</sup>. La independencia se consagra en los estatutos del banco central y, en algunos países –como en Chile, Colombia y México–, en la Constitución, con el fin de dificultar la reversión de esta reforma. Los países también dejaron de promulgar leyes paralelas para financiar al Gobierno, eludiendo las restricciones vigentes en la legislación monetaria. A cambio de conceder la independencia, en la mayoría de los casos, la legislación obliga a los bancos centrales a rendir cuentas.

En concreto, la reforma dota a la mayoría de los bancos centrales de un mandato inequívoco de perseguir la estabilidad de precios. Para ejecutar este mandato, los bancos centrales fueron desvinculados políticamente del gobierno. Las juntas directivas de los bancos centrales, incluido el gobernador, pasaron a ser nombradas ya fuera por un periodo mayor o de forma escalonada con respecto al periodo constitucional presidencial del país, con el fin de evitar

<sup>17</sup> El Salvador (1991), Argentina (1992), Colombia (1992), Nicaragua (1992 y 1999), Venezuela (1992). Ecuador (1992 y 1998), Perú (1993), México (1993), Bolivia (1995), Costa Rica (1995), Uruguay (1995), Paraguay (1995) y Honduras (1996) siguieron el ejemplo. Unos años más tarde, Guatemala y República Dominicana, en 2002, tomaron el mismo camino. Brasil fue el único país de la región que en ese momento no aprobó una legislación otorgando independencia al banco central. Esto solo ocurrió en 2021. Con el tiempo, la reforma institucional de la política monetaria ganó tracción política y, por tanto, fue preservada y respetada en la práctica, excepto en algunos países, donde la independencia del banco central fue revertida, sobre todo en Argentina y Venezuela.

<sup>18</sup> La concesión de independencia a los bancos centrales está arraigada en la teoría económica. Los primeros modelos de inconsistencia temporal de Kydland y Prescott (1977), Calvo (1978) y Barro y Gordon (1981) muestran que los gobiernos que se enfrentan a una disyuntiva entre la inflación y el desempleo se ven tentados a elegir tasas de inflación superiores a las óptimas cuando las consideraciones políticas son relevantes, lo que genera un sesgo inflacionario. Estos modelos favorecían una conducción de la política monetaria basada en reglas y no en la discrecionalidad, como había sugerido Milton Friedman antes. Este enfoque se complementó con la propuesta de Rogoff (1985), que demostró que el sesgo inflacionario puede reducirse delegando la política monetaria a un banquero central independiente y *conservador*, que es más reacio a la inflación que el Gobierno y la sociedad. Los trabajos posteriores de Persson y Tabellini (1993) y de Walsh (1995) sentaron las bases para establecer un sistema de pesos y contrapesos y, por tanto, para exigir rendición de cuentas a los bancos centrales. Estos autores utilizaron un enfoque de agente/principal para demostrar que el banco central (el agente) actúa en interés del principal (la sociedad, representada por el Gobierno), en virtud de un contrato con un objetivo bien definido en términos de una baja inflación.

la subordinación de la política monetaria al ciclo político de los países. La ley también exige en muchos países que el Congreso confirme a los miembros de la Junta Directiva tras los nombramientos del poder ejecutivo. Además, a diferencia del pasado, la Junta Directiva del banco central rara vez incluye a representantes del sector privado. Una característica clave de la independencia política es la eliminación de los miembros del Gobierno de la Junta Directiva, aunque, en algunos países, el ministro de Hacienda sigue siendo miembro, a menudo sin poder de voto<sup>19</sup>. Y para reforzar la independencia política, en muchos países la nueva legislación especifica motivos legales estrictos para destituir a los miembros de la Junta Directiva del banco central y pone la decisión final en manos del poder legislativo o judicial, tras un proceso de diligencia bien establecido.

Esta nueva gobernanza de los bancos centrales los faculta para formular y ejecutar la política monetaria sin interferencia del Gobierno. A partir de los años 1990, la mayoría de los bancos centrales gozan no solo de *independencia de instrumentos*, sino también *de objetivos*<sup>20</sup>. Los bancos centrales tienen autoridad para fijar por sí solos su objetivo de política, normalmente la meta de inflación, excepto en algunos países como Brasil y Colombia, donde el ministro de Hacienda preside el Consejo Monetario Nacional y la Junta Directiva del Banco de la República, respectivamente; estos bancos centrales tienen, por tanto, solo independencia de instrumentos. La independencia de objetivos e instrumentos se consideró necesaria en América Latina, dada la historia de interferencia de los gobiernos en la formulación y ejecución de las políticas y de alta inflación. Sin embargo, en algunos países el banco central no está investido de autoridad para formular de manera autónoma la política cambiaria. En México y Venezuela, el Gobierno conserva la facultad de coparticipar en la formulación de la política cambiaria, lo que podría interferir en la independencia operativa de los bancos centrales. Sin embargo, la relevancia de esta restricción desapareció cuando los países introdujeron flexibilidad cambiaria, como en México.

El pilar de las reformas de la política monetaria fue evitar la dominancia fiscal. En algunos países, la nueva legislación prohíbe la financiación directa o indirecta del banco central al Gobierno. En otros, se autoriza al banco central a conceder

<sup>19</sup> Un caso excepcional es el de Colombia, donde el ministro de Hacienda está facultado para presidir la Junta Directiva del Banco de la República.

<sup>20</sup> En un principio, esta distinción fue propuesta por DeBelle y Fischer (1994), con el fin de caracterizar el grado de independencia de los bancos centrales.

anticipos para ayudar al Gobierno a hacer frente a los déficits estacionales de liquidez. Sin embargo, este financiamiento se concede en cantidades limitadas y en condiciones financieras de mercado, y el gobierno tiene que devolverlo dentro del mismo año fiscal. La prohibición de conceder créditos al Gobierno se elevó en algunos países desde el ámbito constitucional –como en Chile, Guatemala y Perú– para dificultar su reversión. Prohibir o restringir la financiación del déficit fiscal refleja el consenso de que esta política fue históricamente la principal causa de la inflación crónica que afligió a la región (Kehoe y Nicolini, 2022).

Exigir rendición de cuentas a los bancos centrales fue una novedad. Hasta la década del noventa, los bancos centrales de América Latina se limitaban a publicar un informe anual en el que describían los resultados económicos generales del país, las políticas que habían adoptado en el año y sus estados financieros. Sin embargo, esta publicación servía esencialmente como un registro histórico. A partir de las reformas de los años 1990, la rendición de cuentas de los bancos centrales se convirtió en un mecanismo institucional por medio del cual se vigila el cumplimiento de su mandato. Esto es necesario dado que la independencia recibida implica delegar importantes poderes del Estado en una institución gobernada por funcionarios no elegidos directamente por el público. Con el cambio de siglo, la rendición de cuentas se complementó con una política de mayor transparencia, en particular en los países que adoptaron un régimen monetario basado en metas de inflación. En estos países, los bancos centrales no solo dieron a conocer su objetivo de política, sino que empezaron a explicar cómo formulan la política monetaria, el contenido de las decisiones de política y las perspectivas de inflación y crecimiento para orientar las decisiones de los agentes económicos y sus expectativas de inflación. La mayor transparencia asociada a la adopción de una estrategia basada en metas de inflación se tradujo en un mejor anclaje de las expectativas de inflación (*véase* Brito, Carrière-Swallow y Gruss, 2018). La rendición de cuentas y la transparencia también hicieron que los bancos centrales fueran menos propensos a comportarse de forma incoherente desde el punto de vista dinámico, lo que reforzó la credibilidad de los bancos centrales.

Sobre la base de la independencia política y operativa concedida a los bancos centrales, y con el mandato inequívoco de derrotar a la inflación, la política monetaria dio los resultados esperados en la mayoría de los países. Para lograrlo, fue fundamental el apoyo de otras reformas estructurales implementadas durante la segunda mitad de los años ochenta y principios de los

noventa<sup>21</sup>. Asimismo, la eficacia de la política monetaria no habría sido posible sin la aplicación de políticas fiscales más sólidas que en el pasado. El entorno internacional favorable también contribuyó a este resultado satisfactorio, en particular, el aumento de la globalización, que permitió a los países importar bienes más baratos procedentes, sobre todo, de China<sup>22</sup>. Por su parte, los bancos centrales –en un número creciente– a partir de finales de la década de 1990, modernizaron su marco de política monetaria mediante la introducción del régimen de metas de inflación, lo que ayudó a lograr una inflación baja y más estable en los últimos veinte años (*véase* Carrière-Swallow *et al.*, 2016)<sup>23</sup>. La importancia de la independencia del banco central para la efectividad del régimen monetario de metas de inflación ha sido ampliamente reconocida en la literatura como un mecanismo institucional para eliminar el problema de inconsistencia temporal y, por tanto, para infundir credibilidad en la política monetaria (*véase*, por ejemplo, Chari y Kehoe, 2006).

La oleada de reformas aplicadas en la primera mitad de la década de 1990 aumentó considerablemente la independencia de los bancos centrales. La mediana del índice IBC aumentó de 0,54 a cerca de 0,82 entre 1990 y 2020, a pesar de la caída de la autonomía de la política monetaria introducida en un puñado de países, especialmente en Argentina y Venezuela durante la década de 2010.

Si se profundiza en los criterios que explican los diferentes aspectos del índice IBC, se observa que las últimas reformas introdujeron mejoras en todas las áreas consideradas en el índice. Sin embargo, en promedio, los principales avances se produjeron a partir de i) la reorientación del mandato de los bancos centrales hacia la lucha contra la inflación como principal objetivo de política, y ii) la instauración de una estructura de gobierno del banco central desvinculada del

<sup>21</sup> Una notable excepción entre estas reformas, que revirtió momentáneamente la baja de la inflación en varios países, fue la liberalización financiera, en la medida que no se acompañó de una regulación y supervisión prudencial más estricta. Como resultado, los bancos no internalizaron adecuadamente los riesgos financieros asociados a la desregulación, lo que provocó una serie de crisis a finales de los años 1990 y principios de los 2000, y una reversión temporal de la trayectoria descendente de la inflación. Para un análisis detallado de las crisis financieras de la década de 1990 y principios de 2000 en América Latina, *véase* Jácome (2008).

<sup>22</sup> Para un amplio debate sobre el papel que desempeña la globalización en la reducción de la inflación, *véase*, por ejemplo, IMF (2006).

<sup>23</sup> En general, una estrategia basada en metas de inflación es hoy en día el régimen de política monetaria más popular. Se ha extendido por todas las regiones del mundo y ha abarcado diferentes niveles de desarrollo.

Ejecutivo y, por tanto, con autonomía para formular la política monetaria sin prestar atención a las consideraciones del ciclo político (Cuadro 5.3).

**CUADRO 5.3**  
**PROMEDIO DE LOS SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC ANTES Y DESPUÉS DE LA REFORMA DE LOS AÑOS 1990**

	PRERREFORMA	POSREFORMA
<b>Índice IBC (promedio)</b>	<b>0,570</b>	<b>0,852</b>
<b>La Junta Directiva del banco central</b>	<b>0,406</b>	<b>0,704</b>
Duración del mandato del gobernador	0,332	0,509
Quién nombra al gobernador	0,314	0,589
Duración del mandato del resto de la Junta Directiva	0,234	0,686
Quién nombra el resto de la Junta Directiva	0,294	0,706
Representación del Gobierno en la Junta Directiva	0,694	0,906
Destitución de los miembros de la Junta Directiva	0,548	0,844
<b>Objetivo del banco central</b>	<b>0,294</b>	<b>0,863</b>
<b>Formulación de políticas</b>	<b>0,686</b>	<b>0,896</b>
Política monetaria	0,705	0,922
Política cambiaria	0,646	0,844
<b>Crédito del banco central al Gobierno</b>	<b>0,683</b>	<b>0,894</b>
Anticipos	0,691	0,922
Créditos titularizados	0,735	0,971
Beneficiarios de los préstamos del banco central	0,550	0,825
Tasa de interés aplicada	0,574	0,926
Vencimiento de los préstamos	0,706	0,868
En el mercado primario	0,882	0,882

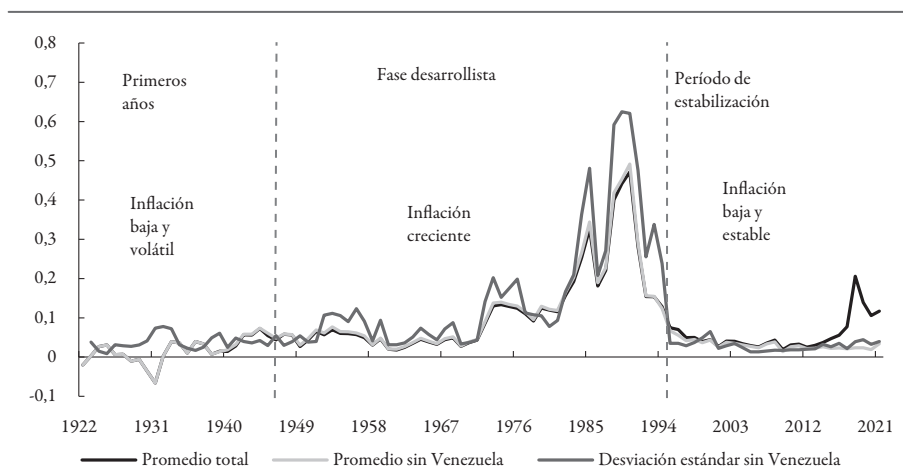
Nota: los cálculos corresponden a los criterios y subcriterios en los que se basa el índice de independencia de los bancos centrales utilizado en este documento, que se encuentran en el Anexo 1.

Fuentes: legislación de bancos centrales que otorgó independencia a los bancos centrales y años de aprobación entre paréntesis: Argentina (2012), Bolivia (2009), Chile (2020), Colombia (1992), Costa Rica (2019), República Dominicana (2002), Ecuador (2021), El Salvador (2012), Guatemala (2002), Honduras (2004), México (1993), Nicaragua (1999), Paraguay (1995), Perú (1993), Uruguay (2008) y Venezuela (2015). Para el período anterior a la reforma, los datos corresponden a la legislación de bancos centrales en vigor en 1988, antes de que Chile aprobara la nueva legislación en 1989. Para el período posterior, las cifras corresponden al año 2002, antes de que algunos países revirtieran la reforma.

### 5.3 EL ASCENSO Y LA CAÍDA DE LA INFLACIÓN

En este contexto de caída y aumento de la independencia de los bancos centrales, la inflación, en cambio, subió y bajó durante los últimos cien años. Esta presentó tres tendencias diferentes a lo largo de este periodo (Gráfico 5.4). Inicialmente fue baja y volátil durante los primeros años de los bancos centrales en América Latina; aumentó significativamente en las siguientes cinco décadas, e incluso se salió de control en algunos países, donde la inflación alcanzó tasas de cuatro dígitos, y fue baja y estable en el nuevo siglo (aparte de los brotes de inflación asociados al impacto de los choques externos), excepto en Argentina y, especialmente, en Venezuela.

**GRÁFICO 5.4**  
**CIENT AÑOS DE INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**1922-2021**  
**1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, CIFRAS ANUALES**



Fuentes: Argentina: Ferreres (2010) y Banco Central de la República Argentina. Chile: Díaz, Lüders y Wagner (2010) y Banco Central de Chile. Brasil: comienza en 1964, Banco Central de Brasil. Colombia: Greco (2001) y Banco de la República de Colombia. Ecuador: Morillo (1996) y Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional (FMI). México: 1922 a 1940, índice general de precios al mayor de la Ciudad de México, Bach y Reyna (1943) y a partir de 1940, Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi). Perú: Banco Central de Reserva del Perú. Para otros países, Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, a partir de 1938.

Durante la década de 1920, cuando las políticas de los bancos centrales respaldaban el patrón de cambio oro, la inflación era baja pero volátil, e incluso alcanzaba valores negativos. Debido a las restricciones a la emisión de billetes impuestas por la legislación del banco central para preservar la convertibilidad de las monedas a un tipo de cambio fijo, la inflación se mantuvo baja. Incluso llegó a ser negativa porque América Latina era una región exportadora de materias primas y, por ende, vulnerable a las perturbaciones de los términos de intercambio, que a menudo producían una caída de los niveles de precios inducida por el impacto adverso sobre la producción. También se produjeron tasas de inflación negativas a principios de la década de 1930, en la época de la Gran Depresión. Sin embargo, una vez que los países abandonaron el patrón de cambio oro y los bancos centrales ampliaron la inyección de dinero con vistas a moderar el colapso económico inducido por los efectos dominantes de la Gran Depresión, la inflación volvió a ser positiva, esta vez por encima de las tasas registradas en la década del veinte.

A medida que el crédito al Gobierno ganaba fuerza en la segunda mitad de los años cuarenta y en los cincuenta, y la política monetaria era expansiva constantemente, la inflación empezó a acelerarse. Esto fue notable en Argentina y Chile, donde la inflación alcanzó tasas de tres dígitos en 1959 en el primer país y más de 80 % en 1955 en el segundo. La inflación siguió aumentando en la década de 1960. Por ejemplo, la inflación se disparó en Brasil hasta superar 90 % en 1964 y alcanzó 120 % en Uruguay en 1967<sup>24</sup>.

Las devaluaciones de la tasa de cambio en estos y otros países reforzaron el vínculo entre dinero e inflación (Jácome, 2015). Aunque en principio los países se comprometieron a mantener una paridad cambiaria con respecto al dólar estadounidense en virtud de las normas de Bretton Woods, la expansión monetaria y fiscal condujo a un desequilibrio externo persistente. Este desbalance dificultó el mantenimiento de la paridad cambiaria; por consiguiente, fueron inevitables las grandes devaluaciones de la moneda, episodios que alimentaron una mayor inflación y la necesidad de ajustar de nuevo la tasa de cambio –un círculo vicioso que tendió a perpetuar la inflación<sup>25</sup>–. La inflación también fue volátil, porque

<sup>24</sup> Véase las estadísticas financieras internacionales del FMI.

<sup>25</sup> Las devaluaciones fueron a menudo el resultado de ajustes en un sistema cambiario complejo, tanto en términos de su estructura –reclasificando los bienes importados y exportados por medio de categorías con diferentes tasas de cambio– como por ajustes al valor de las diferentes tasas de cambio. Esto ocurría sobre todo en los países en los que los gobiernos utilizaban la tasa de cambio como instrumento de desarrollo (véase Jácome, s. f.).

los países empezaron a aplicar políticas de estabilización que solo tuvieron éxito a corto plazo.

En la década de 1970, la inflación comenzó a acelerarse en toda América Latina, y en Argentina y Chile alcanzó máximos históricos en el marco de políticas macroeconómicas populistas, lo que llevó a una inflación anual a más de 400 % en Argentina en 1976 y a cerca de 600 % en Chile en 1974. Debido a que la financiación del banco central al Gobierno se afianzó en un entorno de política fiscal expansiva, y debido al impacto de las crisis simultáneas de la moneda, la deuda soberana y la banca a principios de la década de 1980, la inflación se descontroló en varios países. Con los bancos centrales sometidos a una dominancia fiscal y financiera, la inflación alcanzó más de 3.000 % en 1989 en Argentina, superó 7.500 % en Perú en 1990, y llegó a cerca de 2.500 % en Brasil en 1993. En promedio, la inflación superó 500 % en América Latina en 1990.

Con el nuevo mandato del banco central enfocado en la estabilidad de los precios y las severas restricciones para financiar al Gobierno a las que se aludía en la sección anterior, la inflación comenzó a descender en la mayoría de los países en la década del noventa, con el apoyo de políticas fiscales sólidas, la aplicación de una serie de reformas estructurales y los efectos en precios de la creciente globalización. Sin embargo, muchos países siguieron experimentando una inflación *moderada* durante varios años, en los que los salarios y otros contratos se negociaban inercialmente, es decir, en base a la inflación pasada como legado de décadas de inflación elevada<sup>26</sup>. Los bancos centrales creían entonces que los esfuerzos de estabilización basados en la fijación de objetivos de agregados monetarios no serían eficaces para hacer frente a la inercia de la inflación, que tardarían más tiempo en dar sus frutos y que, inevitablemente, infligirían un alto costo al empleo y a la actividad económica, poniendo en entredicho la sostenibilidad de la estrategia de estabilización. Por tanto, investidos de poderes para formular y ejecutar una política monetaria independiente, los bancos centrales aplicaron inicialmente programas de estabilización basados en el uso de la tasa de cambio como ancla nominal. La justificación de esta estrategia política era que el manejo de la trayectoria de la tasa de cambio, junto con una disciplina

<sup>26</sup> La inflación *moderada* se refiere, en general, a un aumento anual persistente de los precios que oscila entre el 15 % y el 40 %.

fiscal creíble, ayudaría a romper la inercia de la inflación y a orientar las expectativas de inflación hacia objetivos decrecientes<sup>27</sup>.

En el año 2000, la inflación anual en América Latina se había desplomado ya por debajo del 10 %. Con la independencia de los bancos centrales ampliamente aceptada por los políticos y el público en general, un número cada vez mayor de bancos centrales renovó su marco de política monetaria e introdujo una estrategia basada en objetivos de inflación para anclar mejor las expectativas de inflación, como se señala en la sección “La caída y el aumento de la independencia de los bancos centrales”. Como resultado, la mayoría de los países alcanzaron una inflación baja en los últimos veinte años. Fue un logro importante en una región con una historia de inestabilidad macroeconómica endémica. Argentina, que sigue luchando con una inflación de más de 100 %, y Venezuela, que hasta hace poco presentaba niveles de hiperinflación nunca vistos en la región, son excepciones a esta tendencia.

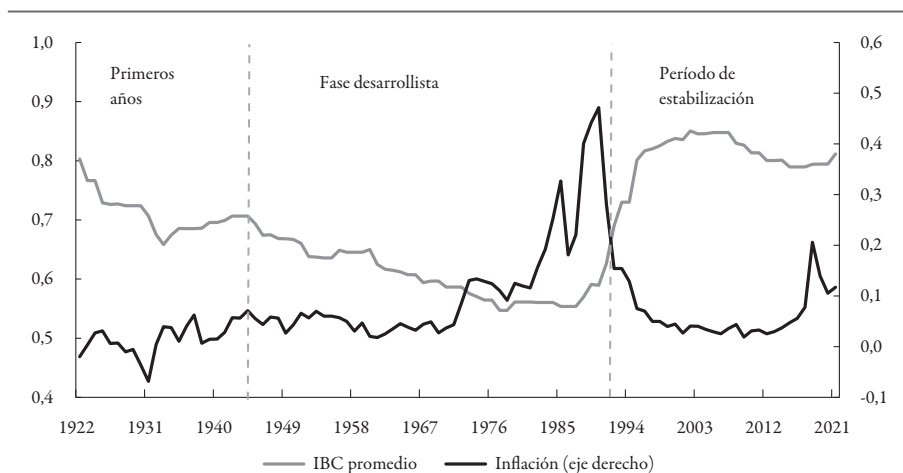
Desde una perspectiva de más de cien años de inflación, aunque la mayoría de los países de América Latina mostraron tendencias similares, hubo diferencias notables en cuanto a los niveles. Argentina, Brasil, Chile y Perú presentaron largos periodos de alta inflación e incluso hiperinflación (Gráfico A5.3.1 del Anexo A5.3), al igual que Bolivia, Nicaragua y, últimamente, Venezuela. La mayoría de los demás países –por ejemplo, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador e, incluso, México– lograron evitar largos periodos de inflación galopante al restringir el crédito al Gobierno y, hasta los años ochenta, al mantener una tasa de cambio fija durante la mayor parte del tiempo (Gráfico A5.3.2 del Anexo A5.3). Entre los países emergentes, Colombia ha sido una excepción según los estándares latinoamericanos, ya que la inflación apenas superó el 30 % interanual en algún momento.

Un hecho digno de mención es que la trayectoria histórica de la inflación en América Latina parece haber evolucionado en la dirección opuesta a la independencia del banco central, como se muestra en el Gráfico 5.5 para el periodo de 1922 a 2021. El gráfico del promedio simple del índice IBC para cada año en diecisiete países de la región –incluida Venezuela– muestra el largo declive de la independencia de los bancos centrales y su gran recuperación, tras la ola de reformas que reforzaron las bases institucionales de la política monetaria en

<sup>27</sup> Para una comparación exhaustiva de la dinámica macroeconómica en la estabilización de la inflación basada en la tasa de cambio frente a la estabilización basada en los agregados monetarios, véase Vegh (1991).

los años noventa. El gráfico también señala una reversión de la trayectoria de la independencia de los bancos centrales en los últimos quince años, aproximadamente. Esto se explica por las posteriores reformas de la legislación de bancos centrales introducidas en Argentina, Bolivia, Ecuador y, especialmente, Venezuela, mientras que el repunte del índice IBC en 2021 recoge el aumento de la independencia de los bancos centrales en Brasil –donde se aprobó una reforma integral de la Ley de 1964– y también en Ecuador.

**GRÁFICO 5.5**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**1922-2021**  
**1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, CIFRAS ANUALES**



Nota: el índice IBC se codifica en base a los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A3.1. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes del banco central, reformas de las leyes y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.

Al desglosar la muestra de países en aquellos con inflación alta y los de menor inflación, se encuentra que la relación inversa entre la independencia del banco central y el comportamiento de la inflación parece estar impulsada principalmente por el primer grupo de países (Gráfico A5.4.1 del Anexo A5.4). En el resto de los países, el promedio de independencia del banco central presenta

una tendencia similar, pero el comportamiento de la inflación fue menor, especialmente durante la fase desarrollista (Gráfico A5.2). En el periodo dorado, Argentina y, especialmente, Venezuela, en el grupo de países con alta inflación, explican la mayor parte de la diferencia entre los dos grupos de países. Ambos erosionaron la independencia del banco central y han soportado una inflación elevada en los últimos años.

#### **5.4 INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN: UNA EVALUACIÓN EMPÍRICA**

Motivado por el relato histórico presentado en las secciones anteriores, el objetivo de esta sección es estudiar sistemáticamente el impacto estático y dinámico que la independencia de los bancos centrales tiene sobre la inflación, y evaluar el papel de esa independencia en la prevención de episodios de alta inflación. Para ello, aquí se describen tanto los datos como el enfoque empírico utilizado para estimar el vínculo entre la independencia del banco central y la inflación.

##### **5.4.1 LOS DATOS**

El análisis econométrico utiliza datos anuales a nivel de país para una muestra de diecisiete países latinoamericanos para el periodo 1940-2019, condicionado a su disponibilidad. Nos basamos en la larga serie temporal de la independencia legal del banco central, codificando la legislación del banco central según los criterios descritos en el Anexo A5.1. Los datos del PIB real provienen del Proyecto Maddison (Bolt y Luiten van Zanden, 2020). Los datos sobre la inflación y los créditos del banco central al Gobierno central proceden de las Estadísticas Financieras Internacionales (*international financial statistics*, IFS) del Fondo Monetario Internacional (FMI). Para la primera parte de la muestra, los datos se obtuvieron de registros escaneados de copias impresas originales del IFS. Estas fuentes se complementan con datos sobre regímenes cambiarios de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019), datos sobre crisis bancarias de Laeven y Valencia (2020), y la base de datos de reformas estructurales del FMI.

Siguiendo la literatura, los datos usados en este estudio excluyen los valores atípicos en ambos extremos de la distribución de la inflación (1,5 % de los

datos en cada cola de la distribución de inflación). El conjunto de datos final contiene entre 1.100 y 1.200 observaciones, dependiendo de la especificación econométrica.

#### 5.4.2 ENFOQUE ECONOMÉTRICO

El estudio analiza el vínculo histórico entre la independencia de los bancos centrales y el comportamiento de la inflación en América Latina mediante varios enfoques empíricos. En primer lugar, se estimaron regresiones de panel en el espíritu de Jácome y Vázquez (2008), Acemoglu *et al.* (2008), y Garriga y Rodríguez (2020). La especificación de referencia adopta la siguiente forma:

$$\pi_{i,t} = \alpha_c + \beta IBC_{i,t} + \delta X_{i,t-1} + \varepsilon_{f,i,t} \quad (\text{ecuación 5.1})$$

Donde,  $\pi_{i,t}$  es la tasa de inflación<sup>28</sup> en el país  $i$  en el momento  $t$ ;  $\alpha_c$  es un efecto fijo del país;  $IBC_{i,t}$  es el índice de la independencia del banco central, y  $X_{i,t-1}$  captura las variables específicas a cada país que están típicamente asociadas a la inflación, incluyendo la brecha de producción, la inflación rezagada, el régimen cambiario<sup>29</sup>, y los créditos netos del banco central frente al Gobierno, normalizados por la base monetaria<sup>30</sup>, todos con rezagos. Esta última variable capta, en gran parte, los vínculos de facto entre la independencia del banco central y el Gobierno.

Este enfoque de panel pretende estimar la respuesta *media* de la inflación con respecto a diferencias en la independencia de los bancos centrales. Además de las variables de referencia, la especificación de la ecuación 5.1 se amplía mediante la inclusión de controles adicionales, como la inflación mundial, aproximada por la inflación en Estados Unidos (o una variable ficticia para cada año), una variable

<sup>28</sup> Al igual que en Jácome y Vázquez (2008) y Acemoglu *et al.* (2008), aquí se utilizó la siguiente transformación de la inflación,  $\pi_{i,t} = (\text{inflación}_{i,t} / (1 + \text{inflación}_{i,t}))$ , que ayuda a tratar los valores atípicos.

<sup>29</sup> En particular, se trabajó la clasificación de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019) para crear tres variables ficticias: tasa de cambio fija (categorías 1-4 en su clasificación fina), tasa de cambio semiflexible (categorías 5-8) y tasa de cambio flexible (categorías 9-13). La categoría excluida en el análisis son los países con tasas de cambio de caída libre y tasas de cambio duales/múltiples.

<sup>30</sup> La brecha de producto se construye con datos anuales y aplicando el filtro de Hodrick-Prescott.

ficticia de crisis bancaria<sup>31</sup>, el régimen cambiario del país y, para un periodo de tiempo más corto, el estado de las reformas estructurales en el país.

El segundo enfoque se centra en la estimación del impacto acumulado dinámico de los cambios en la independencia del banco central sobre la inflación. Para ello, se utiliza el método de proyección local propuesto por Jordà (2005). Este método tiene la ventaja de que no restringe la forma de las funciones de impulso-respuesta y, por tanto, es menos sensible a la mala especificación que las estimaciones de los modelos de vectores autorregresivos (Jordà y Taylor, 2016). El enfoque es similar al seguido por Carrière-Swallow *et al.* (2021) al estudiar el “efecto transmisión” de la tasa de cambio sobre los precios. La especificación de referencia es la siguiente:

$$p_{i,t+h} - p_{i,t-1} = \alpha^h + \beta_c^h IBC_{i,t} + \vartheta^h IBC_{i,t-1} + \sum_{j=1}^2 \delta_j^h X_{i,t-j} + \varepsilon_{f,i,t+h} \quad (\text{ecuación 5.2})$$

Donde, para cada horizonte  $h = \{0,1,2,3,4,5\}$  se estima la ecuación 5.2. El coeficiente de interés será  $\beta^h$ , que captura el impacto acumulado dinámico que distintos valores del índice IBC tienen sobre el cambio acumulado en el nivel de precios. Obsérvese que, además de los controles incluidos en la ecuación 5.1 y los rezagos de estas variables, también se controla por los valores pasados del índice IBC y de la inflación. La inclusión de estos controles adicionales pretende tener en cuenta la dinámica pasada de las variables de interés, que pueden ser determinantes importantes de los valores actuales.

Una característica adicional atractiva del método de proyección local es que permite estudiar de forma parsimoniosa y flexible cómo la respuesta de la variable dependiente a las perturbaciones varía con los niveles de distintas variables (variables de estado). Haciendo uso de esta característica, en algunos de los ejercicios que se presentan a continuación se estudia si el impacto de los cambios en la independencia del banco central sobre la inflación varía con las variables de estado a nivel de país, como el nivel de inflación inicial, y el estado de otras áreas de reforma estructural. Al enfocarse en estos ejercicios, se estima la siguiente proyección local dependiente del estado:

<sup>31</sup> Los datos utilizados son los de Laeven y Valencia (2020) para el periodo posterior a 1970. Se codifica la variable ficticia de la crisis bancaria como cero (0) para el periodo 1940-1970, ya que los países latinoamericanos no experimentaron tales crisis en ese periodo.

$$p_{i,t+h} - p_{i,t-1} = \alpha_c^h + S_{i,t} * \beta^{h,H} IBC_{i,t} + (1 - S_{i,t}) * \beta^{h,L} IBC_{i,t} + \vartheta^h IBC_{i,t-1} + \sum_{j=1}^2 \delta_j^h X_{i,t-j} + \varepsilon_{f,i,t+h}$$

(ecuación 5.3)

Donde,  $S_{i,t}$  representa una variable ficticia que toma el valor de 1 si una característica específica del país se cumple en  $t - 1$  (como se ha descrito anteriormente) y cero en caso contrario. Al igual que en las proyecciones locales de referencia, se limita el horizonte a cinco años.

Además de estudiar los efectos medios y los resultados dinámicos, el documento evalúa el papel que desempeña la IBC en la prevención de eventos extremos de inflación. En particular, se estudia hasta qué punto niveles más altos de independencia del banco central consiguen reducir la cola derecha de la distribución de la inflación y prevenir episodios de alta inflación. El primer objetivo se aborda mediante la estimación de un modelo de regresión cuantílica de panel, como en Gelos *et al.* (2022). El marco de regresión por cuantiles cuantifica el impacto que la independencia del banco central tiene sobre los diferentes cuantiles de la distribución de la inflación. Para estudiar el papel de la independencia del banco central en la reducción de la probabilidad de episodios de alta inflación, se estima un modelo de probabilidad lineal de efectos fijos, que sigue una especificación similar a la de la ecuación 5.1, pero en el que la variable del lado izquierdo es ficticia y toma el valor 1 si la inflación cruza un umbral determinado. Para mayor robustez, se estima dicho modelo para varios umbrales.

## 5.5 RESULTADOS

Esta sección presenta los resultados del impacto estimado de la independencia del banco central sobre la inflación. Como se ha descrito anteriormente, la discusión abarca la respuesta media y dinámica de la inflación a la independencia del banco central, así como el estudio del impacto de ésta en los valores extremos de la inflación.

### 5.5.1 EVIDENCIA DE LAS REGRESIONES DE PANEL

Utilizando la cobertura histórica de diecisiete países latinoamericanos, inicialmente se revisa la evidencia de regresión de panel sobre el vínculo entre la inflación

y el índice IBC (Cuadro 5.4). Los resultados muestran que la inflación está asociada negativamente con niveles más altos de independencia del banco central, y positivamente con niveles de producción por encima del potencial y con aumentos de los créditos netos del banco central frente al Gobierno, lo que pone de manifiesto la importancia de la dominancia fiscal en América Latina (columna 1).

El coeficiente estimado para el índice IBC es significativo desde el punto de vista estadístico y desde el punto de vista económico. El coeficiente sugiere que un aumento del índice IBC de 30 puntos, equivalente a pasar del percentil 25 al 75 de la distribución histórica de la independencia del banco central, haría que la inflación disminuyera de su valor medio histórico al percentil 25 de la distribución histórica. Para contextualizar, un cambio de 30 puntos en el índice IBC es similar en magnitud a lo que se observó en los países de América Latina cuando introdujeron legislación a finales de los años 1980 y principios de los 1990 para reforzar la independencia de los bancos centrales.

El vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación es robusto a la inclusión de controles adicionales. En particular, se encuentra que la magnitud y la significación estadística del coeficiente asociado al índice IBC se mantiene prácticamente inalterada cuando se controla secuencialmente por la inflación internacional (aproximada por la inflación de Estados Unidos, columna 2), el régimen cambiario del país (columna 3), una variable ficticia de crisis bancarias y soberanas (columna 4) y efectos fijos de tiempo (columna 5); aunque esta última especificación reduce visiblemente el valor del coeficiente estimado y reduce su significancia estadística.

Los resultados también sugieren que el vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación no se ve afectado por el periodo de análisis. Para comprobar la estabilidad de este vínculo, el índice IBC interactúa con dos variables ficticias, marcando un periodo anterior y uno posterior. En la columna 6 se compara el periodo anterior y posterior a 1990, una división útil de la muestra, ya que 1990 coincide aproximadamente con la ola de reformas de los bancos centrales que se produjo en América Latina. En la columna 7 se cotejan los periodos anterior y posterior a 1970, lo que equivale a estudiar el periodo anterior y posterior a la cancelación de la convertibilidad del dólar estadounidense por oro. En ambos casos se encuentra que el coeficiente del índice IBC es estadísticamente significativo, tanto para el periodo anterior como para el posterior, y que es de similar magnitud.

A continuación, se estudia la robustez de los resultados a la inclusión de un índice de reformas estructurales y a métodos de estimación alternativos que abordan

ciertos problemas de endogeneidad. Como subrayan Jácome y Vázquez (2008), las reformas estructurales y la independencia del banco central van de la mano; los resultados de referencia pueden estar captando los efectos de las reformas favorables a la competencia de mercado que reducen los precios y, en consecuencia, la inflación. Para estudiar la importancia de la omisión de las reformas estructurales en las regresiones de referencia, se utiliza la base de datos de reformas estructurales del FMI, que abarca las reformas aplicadas durante el periodo 1973-2014 en cuatro grandes áreas: i) finanzas nacionales, ii) comercio, iii) mercado de productos, y iv) mercado laboral (FMI, 2019). Dado que la cobertura de países y el marco temporal cambian cuando incluimos el índice de reforma estructural, comenzamos estimando una especificación similar a la de la columna 4, pero excluyendo los países/años para los que el índice de reforma estructural no está disponible. Como se muestra en la columna 8, el coeficiente estimado para el índice IBC sigue siendo negativo y significativo en la muestra restringida. A continuación, se estima la ecuación de referencia añadiendo el índice de reforma estructural como control (columna 9). Aunque la estimación puntual del índice IBC disminuye (y la significancia estadística cae), se sigue encontrando una asociación negativa entre el índice IBC y la inflación. Por último, la columna 10 muestra los resultados de la estimación de nuestro modelo de referencia utilizando el estimador de Arellano y Bond, que trata los problemas de endogeneidad que surgen en entornos de panel dinámico. Los resultados muestran que el coeficiente estimado para el índice IBC sigue siendo estadísticamente significativo, aunque la magnitud del coeficiente es menor que en la columna 4.

El Cuadro 5.5 detalla la importancia relativa de los distintos componentes de la IBC para explicar la inflación. En particular, muestra los resultados de un ejercicio en el que se estiman dos variaciones de la ecuación (5.1): una en la que se controla por cada subcomponente del índice IBC, y otra en la que controlamos cada subcomponente y un índice agregado de otros subcomponentes<sup>32,33</sup>. La columna 1

<sup>32</sup> Para cada subcomponente, se construye un índice agregado de todos los demás subcomponentes, ponderándolos de nuevo. Por ejemplo, al construir el índice agregado de los subcomponentes, excluyendo la gobernanza del banco central, se pondera de nuevo cada subcomponente distinto de la gobernanza del banco central, dividiendo el peso original en el índice agregado de la IBC por el peso que tiene la gobernanza del banco central en el índice. De este modo, el subcomponente en el que se centra el análisis y el índice agregado de todos los demás subcomponentes se miden en las mismas unidades y sus coeficientes son comparables.

<sup>33</sup> Garriga y Rodríguez (2020) realizan un análisis similar. Sin embargo, su estimación solo controla cada subcomponente individualmente y no controla el nivel de otros subcomponentes.

muestra que un valor más alto del componente de gobernanza del banco central, que puede interpretarse como que los bancos centrales están menos expuestos a la influencia política, está asociado a una menor inflación. Este resultado se mantiene incluso cuando se controla el índice de todos los demás subcomponentes (columna 2). Los valores más altos de los componentes del objetivo de la política y de la formulación de la política también se asocian a niveles más bajos de inflación (columnas 3 y 5, respectivamente), pero su importancia estadística desaparece cuando se controla el índice agregado de otros subcomponentes (columnas 4 y 6). El subcomponente que capta el grado en que los bancos centrales pueden prestar al Gobierno central aparece como un importante determinante de la inflación. La columna 7 indica que los valores más altos del índice (es decir, más límites a los préstamos del banco central al gobierno) están asociados a una menor inflación, y la estimación puntual es sustancialmente mayor que para otros subcomponentes. El coeficiente de los préstamos del banco central sigue siendo estadísticamente significativo cuando se incluye el índice de otros subcomponentes (columna 8) y, como se esperaba, su magnitud aumenta cuando se omite la medida de los préstamos de facto (columna 9).

### 5.5.2 EVIDENCIA DE LAS PROYECCIONES LOCALES

Hasta ahora se han presentado pruebas de la relación media entre el índice IBC y la inflación. Sin embargo, la inflación puede ser persistente y los cambios institucionales pueden tardar en materializarse, lo que significa que los beneficios de un banco central más independiente, en términos de reducción de la inflación, pueden tardar en materializarse.

El Gráfico 5.6 ilustra el impacto dinámico de las mejoras en la independencia de los bancos centrales sobre la inflación en América Latina. Las proyecciones locales estimadas sugieren que un aumento de una desviación estándar en el índice IBC se asocia con una reducción de la inflación de aproximadamente 1 punto porcentual y produce una reducción acumulada de los precios de aproximadamente 5 puntos porcentuales después de cinco años.

La respuesta dinámica de los precios a los cambios en el índice IBC no parece haberse visto afectada por las amplias reformas de la década de 1990. Según el Gráfico 5.7, panel A, el impacto dinámico estimado del índice IBC es aproximadamente el mismo en el periodo anterior y posterior a 1990. El Gráfico 5.7, panel B, señala una capacidad de respuesta ligeramente mayor en el periodo anterior

**CUADRO 5.4**  
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN**

VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN	(1)	(2)	(3)
Índice de la independencia de los bancos centrales (IBC)	-0,157*** (0,0333)	-0,150*** (0,0333)	-0,128*** (0,0310)
Inflación (t-1)	0,712*** (0,0357)	0,708*** (0,0364)	0,554*** (0,0464)
Activos netos del banco central frente al gobierno central (% de la base monetaria, t-1)	0,0174*** (0,00428)	0,0174*** (0,00423)	0,0254*** (0,00443)
Brecha de producción (t-1)	0,606*** (0,162)	0,588*** (0,168)	0,619*** (0,162)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)			-11,95*** (1,718)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)			-10,22*** (1,801)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)			-9,279*** (1,754)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)			
Inflación Estados Unidos (t-1)		0,116 (0,105)	0,240** (0,0943)
IBC*año>=1990			
IBC*año<1990			
IBC*año>=1970			
IBC*año<1970			
Índice de reforma estructural (t-1)			
Inflación (t-2)			
Constante	14,47*** (2,513)	13,58*** (2,533)	22,73*** (3,266)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos del año	No	No	No
Observaciones	1.169	1.169	1.132
R-cuadrado	0,676	0,677	0,712
Número de países en la muestra	17	17	17

Errores estándar robustos entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Fuente: estimación de los autores.

(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
-0,128***	-0,139**			-0,217***	-0,131**	-0,118***
(0,0310)	(0,0556)			(0,0495)	(0,0490)	(0,0206)
0,553***	0,560***	0,548***	0,530***	0,492***	0,433***	0,626***
(0,0461)	(0,0504)	(0,0481)	(0,0454)	(0,0663)	(0,0446)	(0,0308)
0,0251***	0,0348***	0,0255***	0,0285***	0,0333***	0,0377***	-0,0230
(0,00466)	(0,00699)	(0,00479)	(0,00471)	(0,00686)	(0,00505)	(0,0171)
0,622***	0,703***	0,620***	0,609***	0,331	0,269	0,569***
(0,165)	(0,166)	(0,164)	(0,162)	(0,214)	(0,201)	(0,0929)
-11,95***	-10,40***	-11,88***	-11,18***	-13,15***	-11,97***	-11,29***
(1,722)	(1,608)	(1,693)	(1,783)	(2,990)	(2,112)	(1,014)
-10,23***	-9,075***	-10,35***	-10,29***	-10,27***	-7,736***	-9,120***
(1,798)	(1,716)	(1,865)	(1,772)	(2,388)	(1,523)	(1,023)
-9,283***	-8,776***	-9,318***	-9,215***	-11,50***	-9,462***	-8,623***
(1,757)	(1,611)	(1,778)	(1,748)	(2,209)	(1,805)	(0,986)
0,269	-0,953	0,248	-0,0696	-2,121	-1,850	1,389
(1,502)	(1,635)	(1,509)	(1,542)	(2,120)	(1,889)	(0,979)
0,240**		0,249**	0,144	-0,0269	-0,414**	0,106
(0,0943)		(0,0939)	(0,112)	(0,173)	(0,146)	(0,0839)
		-0,141***				
		(0,0435)				
		-0,150**				
		(0,0558)				
			-0,165***			
			(0,0401)			
			-0,204***			
			(0,0502)			
					-9,045***	
					(2,682)	
						-0,0358
						(0,0260)
22,78***	21,53***	24,02***	26,59***	32,96***	21,90***	21,30***
(3,244)	(5,386)	(4,532)	(3,882)	(5,800)	(6,129)	(1,791)
Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
No	Sí	No	No	No	No	No
1,132	1,132	1,132	1,132	505	504	1,110
0,712	0,752	0,712	0,717	0,788	0,806	
17	17	17	17	16	16	17

**CUADRO 5.5**  
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN, POR SUBCOMPONENTE**

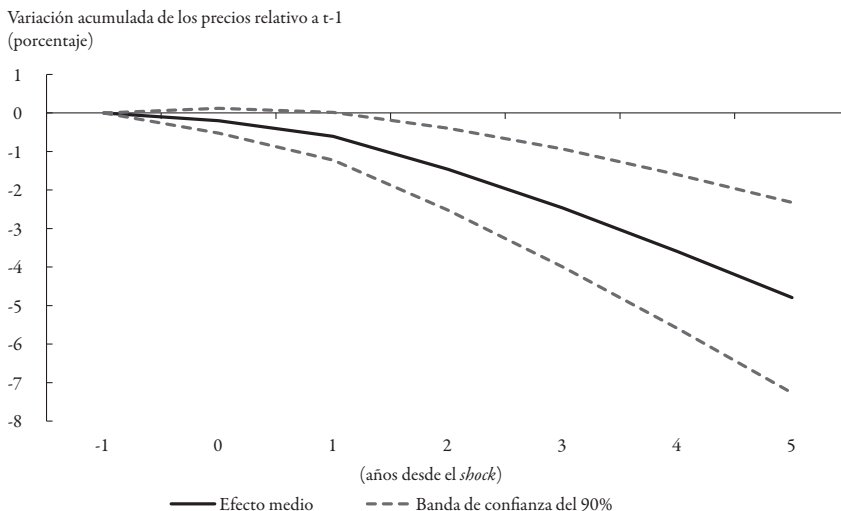
VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN	(1)	(2)	(3)
Gobierno del banco central (GBC)	-0,0392*** (0,0118)	-0,0245** (0,00993)	
IBC excepto GBC		-0,104*** (0,0263)	
Objetivo político del banco central (OPBC)			-0,0320** (0,0110)
IBC excepto OPBC			
Formulación de la política del banco central (FPBC)			
IBC excepto FPBC			
Préstamos del banco central (PBC)			
IBC excepto PBC			
Inflación (t-1)	0,571*** (0,0465)	0,553*** (0,0461)	0,571*** (0,0458)
Activos netos del banco central frente al gobierno central (% de la base monetaria, t-1)	0,0221*** (0,00455)	0,0251*** (0,00467)	0,0209*** (0,00438)
Brecha de producción (t-1)	0,598*** (0,164)	0,622*** (0,165)	0,604*** (0,164)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	0,351*** (0,0977)	0,240** (0,0935)	0,322*** (0,0991)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-12,31*** (1,806)	-11,95*** (1,728)	-12,40*** (1,836)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-10,98*** (1,775)	-10,23*** (1,802)	-10,87*** (1,808)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	-9,901*** (1,791)	-9,281*** (1,756)	-9,819*** (1,797)
Inflación Estados Unidos (t-1)	-0,612 (1,594)	0,277 (1,501)	-0,311 (1,618)
Constante	16,03***	22,78***	15,67***
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos del año	No	No	No
Observaciones	1.132	1.132	1.132
R-cuadrado			0,704
Número de países en la muestra	17	17	17

Errores estándar robustos entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.  
Fuente: estimación de los autores.

(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
0,00823 (0,0145) -0,173*** (0,0468)					
	-0,0595** (0,0210)	-0,0356 (0,0208) -0,0949*** (0,0245)			
			-0,104*** (0,0257)	-0,0806*** (0,0224) -0,0526** (0,0186)	-0,0943*** (0,0189) -0,0459** (0,0182)
0,550*** (0,0479)	0,564*** (0,0486)	0,550*** (0,0472)	0,569*** (0,0468)	0,554*** (0,0463)	0,568*** (0,0474)
0,0268*** (0,00525)	0,0202*** (0,00450)	0,0246*** (0,00452)	0,0242*** (0,00479)	0,0254*** (0,00476)	
0,628*** (0,166)	0,598*** (0,164)	0,618*** (0,165)	0,631*** (0,167)	0,626*** (0,165)	0,526*** (0,168)
0,239** (0,0929)	0,358*** (0,0855)	0,248** (0,0924)	0,287*** (0,0865)	0,239** (0,0936)	0,205** (0,0898)
-11,74*** (1,698)	-12,07*** (1,791)	-11,89*** (1,699)	-12,12*** (1,848)	-11,95*** (1,736)	-11,84*** (1,754)
-10,08*** (1,782)	-10,71*** (1,759)	-10,19*** (1,785)	-10,52*** (1,893)	-10,22*** (1,824)	-10,11*** (1,855)
-9,124*** (1,710)	-9,538*** (1,685)	-9,217*** (1,737)	-9,496*** (1,749)	-9,271*** (1,752)	-9,220*** (1,768)
0,413 (1,427)	-0,254 (1,552)	0,270 (1,508)	0,307 (1,393)	0,358 (1,448)	0,323 (1,331)
25,74***	18,36***	23,06***	21,63***	23,27***	23,86***
Sí No	Sí No	Sí No	Sí No	Sí No	Sí No
1.132 0,714 17	1.132 0,706 17	1.132 0,712 17	1.132 0,709 17	1.132 0,712 17	1.164 0,715 17

a los años 1970, pero las diferencias entre los dos subperiodos no parecen ser estadísticamente significativas.

**GRÁFICO 5.6**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**

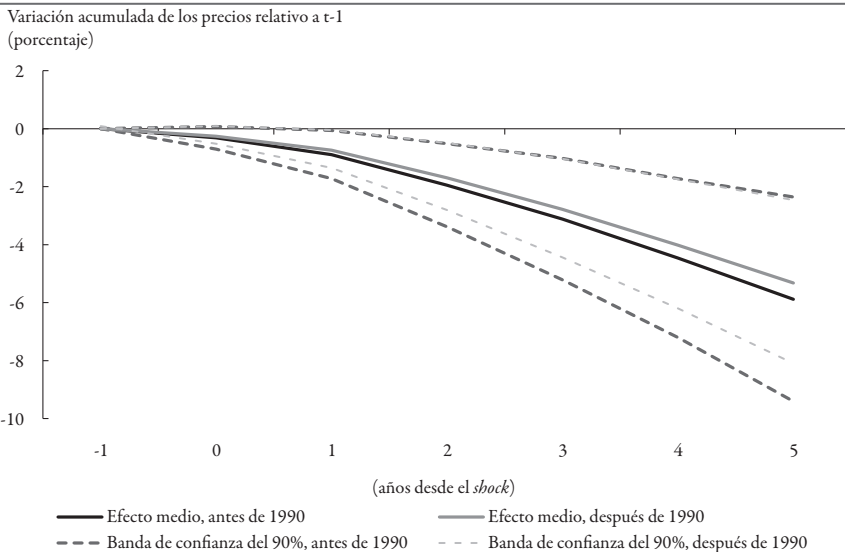


Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.  
 Fuente: estimación de los autores.

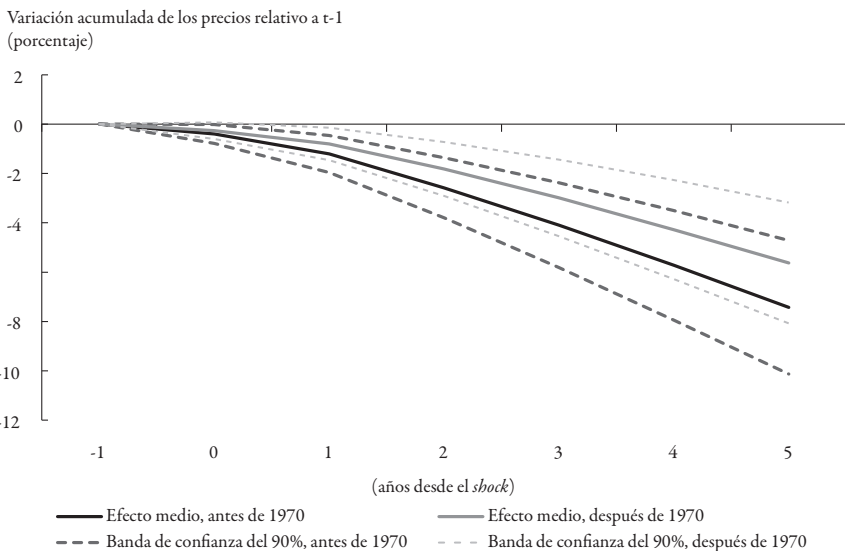
La respuesta inicial de la inflación a los cambios en el índice IBC parece ser más fuerte cuando otras áreas de reforma están menos avanzadas, pero las diferencias desaparecen después de unos años. Como muestra el Gráfico 5.8, la inflación disminuye gradualmente cuando se mejora la independencia del banco central en los países en los que el índice de reformas estructurales toma valores bajos, con una reducción acumulada de los precios cercana al 5 % al cabo de cinco años. En los países con niveles elevados del índice de reformas estructurales, los precios se mantienen planos al principio, pero acaban disminuyendo hasta niveles comparables a los observados en los países con niveles bajos del índice de reformas estructurales.

**GRÁFICO 5.7**  
**DIFERENCIAS A LO LARGO DEL TIEMPO**

**A. DIFERENCIAS ANTES Y DESPUÉS DE 1990**

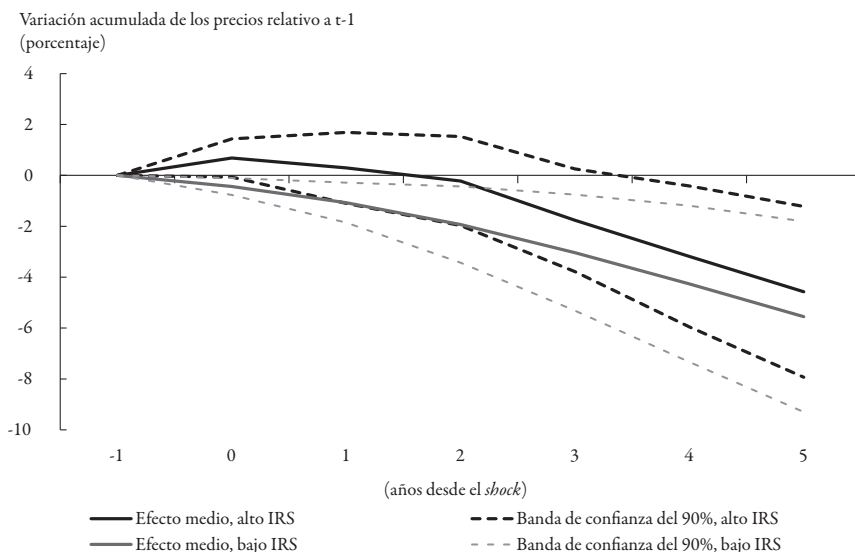


**B. DIFERENCIAS ANTES Y DESPUÉS DE 1970**



Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.  
Fuente: estimación de los autores.

**GRÁFICO 5.8**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN**  
**AMÉRICA LATINA**  
**NIVEL DE REFORMA ESTRUCTURAL**



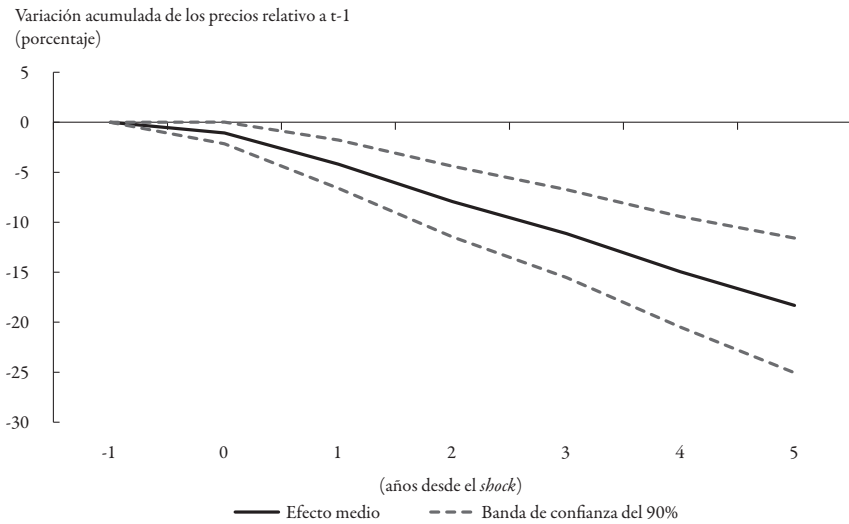
Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.  
 IRS: Índice de reforma estructural.  
 Fuente: estimación de los autores.

A continuación se estudia en qué medida los resultados dependen del nivel inicial de inflación. Esto puede ser una consideración importante si se introducen cambios en las leyes del banco central en respuesta a episodios inflacionistas.

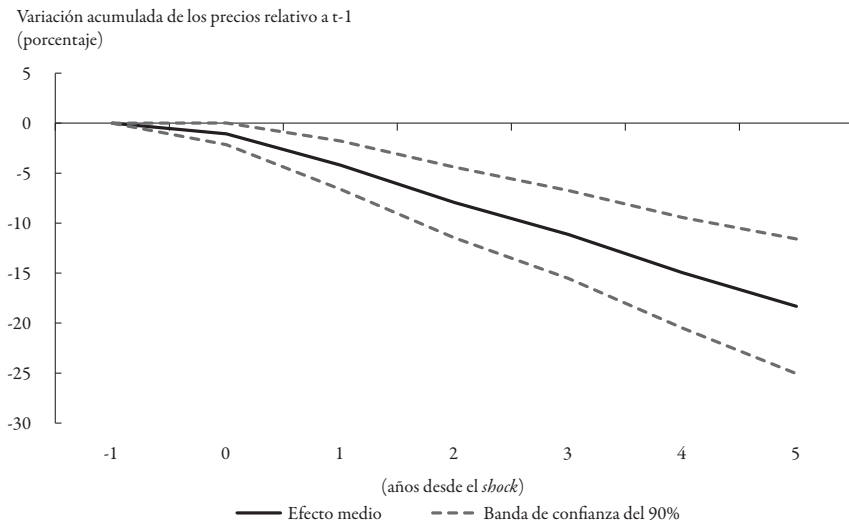
En el Gráfico 5.9, si bien la inflación responde fuertemente a las mejoras en la independencia del banco central cuando la inflación se sitúa por encima de los niveles medios, dicha independencia produce descensos acumulados de los precios incluso en entornos de baja inflación. Los coeficientes estimados sugieren un descenso acumulado de 20 puntos porcentuales en los precios al cabo de cinco años, tras una mejora de una desviación estándar en el índice IBC cuando la inflación es inicialmente alta (panel A). Cuando la inflación es baja, el descenso es más modesto, pero es estadísticamente significativo (panel B). El hecho de que los precios respondan fuertemente cuando la inflación es alta no es sorprendente; después de todo, estas son situaciones típicas en las que la inercia de la inflación es alta, y los cambios en la independencia del banco central

**GRÁFICO 5.9**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN**  
**AMÉRICA LATINA**  
**POR NIVELES INICIALES DE INFLACIÓN**

**A. INFLACIÓN ALTA**



**B. INFLACIÓN BAJA**



Fuente: estimación de los autores.

funcionan como terapia de choque para romper el patrón. Lo que quizás sea más sorprendente es el hecho de que el efecto de la independencia del banco central también esté presente en situaciones de baja inflación cuando posiblemente las expectativas están mejor ancladas.

En conjunto, los resultados apuntan a un fuerte vínculo dinámico entre la independencia del banco central y los precios en América Latina. Los impactos estimados sugieren que la independencia del banco central sigue siendo una importante palanca de política para lograr la estabilidad de los precios, independientemente del estado de la economía o del avance de otras áreas de reforma. También ponen de manifiesto los posibles efectos adversos de una erosión de la independencia en términos de inflación. Es importante destacar que la historia de América Latina sugiere que un deterioro de la independencia del banco central puede dar lugar no solo a un aumento gradual de la inflación, sino que podría aumentar la probabilidad de que esta se desanque y de que se materialice un episodio de alta inflación, una preocupación que abordamos empíricamente a continuación.

### **5.5.3 IBC Y RIESGOS DE INFLACIÓN EXTREMA**

Los resultados de las regresiones de panel estándar y de las proyecciones locales evalúan la relación entre los niveles de independencia del banco central y la inflación media. Sin embargo, un beneficio potencial de un banco central independiente centrado en la lucha contra la inflación es que puede prevenir episodios extremos de inflación. La experiencia individual de los países latinoamericanos expuesta en las secciones anteriores proporciona pruebas sugestivas de este beneficio potencial de la independencia del banco central, ya que podría decirse que el relajamiento de esta fue un presagio de futuros episodios de alta inflación.

Para estudiar si esta evidencia narrativa se apoya sistemáticamente en los datos, se realiza dos ejercicios empíricos separados. El primero estima regresiones “cuantílicas” similares a las de la ecuación 5.1. Este enfoque pretende estimar el impacto del índice IBC no solo en la inflación media, sino en diferentes momentos de la distribución de la inflación. Si la evidencia narrativa presentada anteriormente se observa con solidez en los datos, cabría esperar que el índice IBC tenga un coeficiente mayor en la cola derecha de la distribución de la inflación.

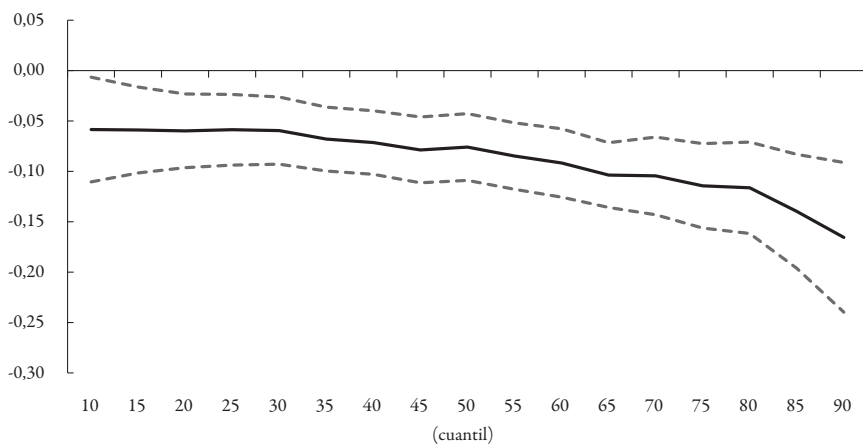
El Gráfico 5.10, panel A, apoya en cierta medida el papel de la independencia del banco central en la reducción de los riesgos de cola de la inflación. De hecho, las regresiones “cuantílicas” (estimadas en cada decil de la distribución de la inflación) apuntan a un vínculo relativamente estable y modesto, aunque estadísticamente significativo, entre la independencia del banco central y la inflación hasta el quinto decil de la distribución de la inflación, en el sentido que el coeficiente es relativamente pequeño. Por el contrario, los coeficientes para los deciles superiores a la mediana son notablemente mayores en valor absoluto para los deciles más grandes, siendo el coeficiente del índice IBC para el percentil 90 casi dos veces mayor que el de la mediana. Los resultados del índice general se asemejan a los del subcomponente de los préstamos del banco central al Gobierno (panel B), mientras que el coeficiente del ejercicio de regresión “cuantílica” para otros subcomponentes parece ser mucho más estable entre los cuantiles.

La estimación de un modelo de probabilidad lineal arroja conclusiones similares. En particular, se define los episodios de alta inflación como los años en los que la inflación cruza un umbral específico. A efectos de robustez, definimos tres umbrales de alta inflación: el percentil 80 de la inflación en la muestra, el percentil 90 y el percentil 95. Los resultados de estos ejercicios, que se presentan en el Cuadro 5.6, muestran que los valores más altos del índice IBC reducen la probabilidad de que se produzcan episodios de alta inflación, y en todos los casos el coeficiente estimado es estadísticamente significativo. El resultado sugiere que un aumento de 30 puntos en la independencia del banco central, que equivale aproximadamente a pasar del percentil 25 al 75 de la distribución de esta, se traduce, en igualdad de condiciones, en reducciones de la probabilidad de cruzar el umbral de alta inflación que van desde 8 puntos porcentuales (en el caso del umbral del percentil 80) hasta cerca de 5 puntos porcentuales (en el caso del umbral del percentil 95). La menor importancia de la independencia del banco central en la reducción de la probabilidad de resultados de alta inflación a medida que aumentamos el umbral parece estar relacionada con la mayor preponderancia de los préstamos del banco central al Gobierno para valores más altos del umbral de inflación. Esto subraya el papel crucial que desempeñan los límites de facto a los préstamos del banco central y los peligros del predominio fiscal.

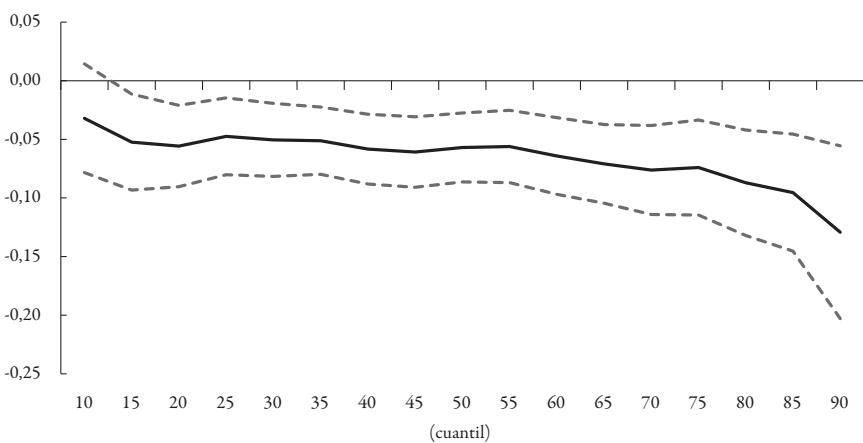
Un ejercicio que explora el papel de cada subcomponente en la prevención de episodios de alta inflación confirma la importancia de los límites *de facto* a los préstamos del banco central (Cuadro 5.7). Todos los subcomponentes del índice

**GRÁFICO 5.10**  
**IMPACTO DEL IBC A LO LARGO DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN**

**A. ÍNDICE DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**



**B. COMPONENTE DE CRÉDITO AL GOBIERNO**



Fuente: estimación de los autores.

están asociados negativamente a los episodios de alta inflación en los umbrales bajos, lo que sugiere que los valores más altos de cada uno de los subcomponentes reducen la probabilidad de estos episodios. Sin embargo, en el umbral más alto

**CUADRO 5.6**
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES Y EPISODIOS DE ALTA INFLACIÓN**

VARIABLE DEPENDIENTE: ALTA INFLACIÓN FICTICIA	(1)	(2)	(3)
	UMBRAL DEL PERCENTIL 80	UMBRAL DEL PERCENTIL 90	UMBRAL DEL PERCENTIL 95
IBC	-0,00290** (0,00129)	-0,00187* (0,00101)	-0,00155* (0,000900)
Inflación (t-1)	8,25^-05*** (2,25^-05)	5,32^-05** (2,41^-05)	3,28^-05 (3,74^-05)
Créditos netos del banco central al Gobierno central (% de la masa monetaria, t-1)	2,61^-05 (0,000123)	0,000276** (0,000132)	0,000882*** (0,000183)
Brecha de producción (t-1)	0,0163*** (0,00455)	0,0124*** (0,00348)	0,00345 (0,00330)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	0,0905** (0,0390)	0,0977** (0,0421)	0,0481 (0,0327)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	-0,647*** (0,0390)	-0,594*** (0,0401)	-0,297*** (0,0391)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-0,623*** (0,0443)	-0,579*** (0,0383)	-0,282*** (0,0375)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-0,594*** (0,0454)	-0,588*** (0,0441)	-0,296*** (0,0396)
Inflación Estados Unidos (t-1)	0,00724* (0,00404)	0,00294 (0,00242)	0,00382 (0,00328)
Constante	0,849*** (0,0941)	0,716*** (0,0895)	0,390*** (0,0832)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Observaciones	1.132	1.132	1.132
Número de países en la muestra	17	17	17

Los errores estándar agrupados a nivel de país se muestran entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.  
Fuente: estimaciones de los autores.

de alta inflación, las estimaciones puntuales de todos los subcomponentes caen sustancialmente, perdiendo en algunos casos la significación estadística, y la importancia de los préstamos *de facto* aumenta.

**CUADRO 5.7**  
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES Y EPISODIOS DE ALTA INFLACIÓN,**  
**POR SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC**

VARIABLE DEPENDIENTE: ALTA INFLACIÓN FICTICIA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Umbral del percentil 80				Umbral del percentil 90
Gobierno del banco central	-0,000530 (0,000596)				0,000191 (0,000517)
Objetivo de política del banco central		-0,000712 (0,000462)			
Formulación de política del banco central			-0,00203** (0,000822)		
Préstamos del banco central				-0,00192* (0,00106)	
Inflación (t-1)	8,31e-05*** (2,20e-05)	8,21e-05*** (2,32e-05)	8,76e-05*** (2,19e-05)	8,34e-05*** (2,28e-05)	5,38e-05** (2,40e-05)
Créditos netos del banco central al Gobierno central (% de la masa monetaria, t-1)	-1,51e-05 (0,000124)	-1,73e-05 (0,000121)	-0,000119 (0,000129)	1,40e-05 (0,000126)	0,000221 (0,000142)
Brecha de producción (t-1)	0,0155*** (0,00443)	0,0157*** (0,00436)	0,0155*** (0,00436)	0,0161*** (0,00450)	0,0119*** (0,00348)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	0,0724* (0,0389)	0,0786* (0,0407)	0,0787** (0,0387)	0,0884** (0,0376)	0,0908** (0,0393)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	-0,669*** (0,0427)	-0,667*** (0,0396)	-0,632*** (0,0395)	-0,659*** (0,0362)	-0,619*** (0,0470)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-0,652*** (0,0403)	-0,644*** (0,0403)	-0,611*** (0,0450)	-0,637*** (0,0366)	-0,610*** (0,0420)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-0,616*** (0,0504)	-0,610*** (0,0477)	-0,589*** (0,0433)	-0,609*** (0,0412)	-0,613*** (0,0515)
Inflación Estados Unidos (t-1)	0,0107** (0,00440)	0,00959** (0,00426)	0,00946** (0,00395)	0,00918** (0,00382)	0,00597** (0,00281)
Constante	0,689*** (0,0415)	0,698*** (0,0487)	0,793*** (0,0671)	0,800*** (0,0901)	0,591*** (0,0392)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132
Número de países en la muestra	17	17	17	17	17

Los errores estándar agrupados a nivel de país se muestran entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1  
Fuente: estimación de los autores.

(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Umbral del percentil 90			Umbral del percentil 95			
			-0,000674 (0,000451)			
-0,000316 (0,000265)				-0,000193 (0,000180)		
	-0,00122 (0,000878)				-0,000964 (0,000601)	
		-0,00159** (0,000751)				-0,00103* (0,000623)
5,33e-05** (2,40e-05)	5,64e-05** (2,43e-05)	5,35e-05** (2,42e-05)	3,26e-05 (3,74e-05)	3,29e-05 (3,71e-05)	3,52e-05 (3,73e-05)	3,34e-05 (3,72e-05)
0,000248* (0,000135)	0,000186 (0,000149)	0,000272** (0,000132)	0,000876*** (0,000182)	0,000849*** (0,000189)	0,000811*** (0,000197)	0,000876*** (0,000183)
0,0120*** (0,00339)	0,0118*** (0,00347)	0,0124*** (0,00340)	0,00315 (0,00324)	0,00308 (0,00321)	0,00305 (0,00319)	0,00340 (0,00327)
0,0901** (0,0409)	0,0893** (0,0402)	0,101** (0,0401)	0,0395 (0,0307)	0,0414 (0,0313)	0,0419 (0,0303)	0,0480 (0,0316)
-0,610*** (0,0434)	-0,585*** (0,0422)	-0,602*** (0,0398)	-0,307*** (0,0418)	-0,311*** (0,0460)	-0,293*** (0,0393)	-0,305*** (0,0432)
-0,597*** (0,0394)	-0,571*** (0,0421)	-0,587*** (0,0364)	-0,297*** (0,0397)	-0,299*** (0,0434)	-0,281*** (0,0372)	-0,292*** (0,0410)
-0,602*** (0,0479)	-0,585*** (0,0447)	-0,598*** (0,0435)	-0,307*** (0,0429)	-0,310*** (0,0460)	-0,296*** (0,0393)	-0,305*** (0,0430)
0,00483* (0,00273)	0,00446 (0,00271)	0,00373 (0,00270)	0,00509 (0,00331)	0,00558 (0,00382)	0,00514 (0,00339)	0,00486 (0,00368)
0,613*** (0,0532)	0,674*** (0,0753)	0,713*** (0,0843)	0,327*** (0,0573)	0,301*** (0,0432)	0,354*** (0,0638)	0,365*** (0,0696)
Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
1.132	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132
17	17	17	17	17	17	17

## 5.6 CONCLUSIÓN

Aprovechando la construcción de un índice de independencia de los bancos centrales de diecisiete países latinoamericanos, que abarca, en algunos casos, cien años, este trabajo muestra cómo el proceso inflacionario en América Latina estuvo estrechamente vinculado a los cambios en la legislación que regula a los bancos centrales de la región y a la capacidad del banco central para financiar al Gobierno. Una erosión constante tras la Gran Depresión dio lugar a un periodo de inflación elevada y volátil y, en algunos casos, de hiperinflación. En cambio, las medidas decisivas adoptadas a principios de los años 1990 para conceder a los bancos centrales independencia de la influencia política condujeron a controlar la inflación en la región.

El documento muestra que las conclusiones derivadas de la narrativa de cien años de independencia de bancos centrales están respaldadas empíricamente. En concreto, se encuentra que existe una relación negativa, estadísticamente significativa, entre la independencia de los bancos centrales y la inflación, y que los efectos se hacen más fuertes años después de los cambios en dicha independencia. Además, el documento expone que un deterioro (mejora) de la independencia del banco central se asocia con un desplazamiento hacia la derecha (hacia la izquierda) de la cola derecha de la distribución de la inflación y un aumento (disminución) de la probabilidad de un episodio de alta inflación.

A la luz de estas conclusiones, el documento destaca los peligros de erosionar la independencia de los bancos centrales por su efecto negativo sobre la estabilidad de precios en América Latina, conseguida tras una larga lucha histórica. La experiencia histórica de América Latina es especialmente relevante en momentos en que los bancos centrales de todo el mundo han elevado las tasas de interés para restablecer la estabilidad de precios, luego de las medidas expansivas adoptadas para apoyar a las economías durante la pandemia. Dicha experiencia también es relevante puesto que si bien estas medidas de apoyo fueron decisivas para estabilizar los mercados financieros y evitar una crisis económica aún más grave, podrían utilizarse en el futuro como argumentos para remodelar el papel de los bancos centrales en favor del crecimiento económico y el financiamiento al Gobierno, especialmente en un momento en el que la política fiscal está sumida en *impasses* políticos que la hacen efectivamente inútil. Pero si la historia de América Latina sirve de guía, seguir esta estrategia corre el riesgo de abrir las puertas a una futura inflación elevada y persistente.

## 5.7 REFERENCIAS

- Acemoglu, Daron; Johnson, Simon; Querubin, Pablo; Robinson, James (2008). “When Does policy reform work. The case of central bank independence”, *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, Washington: Brookings Institution, pp. 351-418.
- Adrian, Tobias; Erceg, Christopher J.; Gray, Simon; Sahay, Ratna (2021). “Asset purchases and direct financing: Guiding principles for emerging markets and developing economies during COVID-19 and beyond”, Department Paper, núm. DP/2021/023, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Avella-Gómez, Mauricio (2014). “La independencia de la banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales”, *Revista de Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, pp. 171-214, enero-junio.
- Ayres, Joao; Neumeyer, Pablo A.; Powell, Andrew (2021). “Monetary policy through COVID-19: Pushing on a string—the Case of Latin American and the Caribbean” [en línea], Londres: VoxEu/CEPR, julio, disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-through-covid-19-pushing-string-case-latin-america-and-caribbean>
- Bach, Federico; Reyna, Margarita (1943). “El nuevo índice de precios al mayoreo en la ciudad de México de la Secretaría de la Economía Nacional”, *El Trimestre Económico*, vol. 10, núm. 37, México: Fondo de Cultura Económica, pp. 1-63, abril-junio.
- Barro, Robert; Gordon, David (1981). “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4, Chicago: University of Chicago Press, pp. 589-610, agosto.
- Bolt, Jutta; Luiten van Zanden; Jan (2020). “Maddison style estimates of the evolution of the world economy. A new 2020 update”, Maddison-Project Working Paper, núm. WP-15.
- Bordo, Michael; MacDonald, Ronald (2001). “The inter-war gold exchange standard: Credibility and monetary independence”, Working Paper, núm. 8429, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Brito, Steve; Carrière-Swallow, Yan; Gruss, Bertrand (2018). “Disagreement about future inflation: Understanding the benefits of inflation targeting and transparency”, IMF Working Paper, núm. 18/24, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).

- Calvo, Guillermo (1978). “On the time consistency of optimal policy in a monetary economy”, *Econometrica*, vol. 46, núm. 6, Ohio: Econometric Society, pp. 1411-1428, noviembre.
- Canales-Kriljenko, Jorge I.; Jácome, Luis; Alichí, Ali; De Oliveira Lima, Iván (2010). “Weathering the global storm: The benefits of monetary policy reform in the LA5 Countries”, IMF Working Paper, núm. 10/292, Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- Carrière-Swallow, Yan; Gruss, Bertrand; Magud, Nicolas E.; Valencia, Fabián (2021). “Monetary policy credibility and exchange rate pass-through”, *International Journal of Central Banking*, vol. 17, núm. 3, pp. 61-94, septiembre.
- Carrière-Swallow, Yan; Jácome, Luis; Magud, Nicolás, Werner, Alejandro (2016). “Central banking in Latin America: The way forward”, en L. I. Jácome, Y. Carrière-Swallow, H. Faruquee y K. Srinivasan (eds.), *Challenges for central banking—Perspectives from Latin America*, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF), pp. 41-79.
- Céspedes, Luis Felipe; Valdés, Rodrigo (2006). “Autonomía de bancos centrales: la experiencia chilena”, Documento de Trabajo del Banco Central de Chile, núm. 358, Banco Central de Chile.
- Chari, Varadarajan; Kehoe, Patrick (2006). “Modern macroeconomics in practice: How theory is shaping policy”, *Journal of Economic Perspectives*, núm. 4, Nashville: American Economic Association, pp. 3-28.
- Comisión Económica de América Latina (Cepal) (1976). “América Latina: la relación de precios del intercambio”, Cuadernos de la Cepal, núm. 1-1976-C.4, Santiago de Chile.
- Cukierman, Alex (1992). *Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and Evidence*, Cambridge: MIT Press.
- Cukierman, Alex; Webb, Steve; Neyapti, Bilin (1992). “Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes”, *The World Bank Economic Review*, vol. 6, Washington D. C.: World Bank, pp. 352-398, septiembre.
- Debelle, Guy; Fischer, Stanley (1994). “How independent should a central bank be?”, en J. C. Fuhrer (ed.), *Goals, guidelines, and constraints facing monetary policy-makers*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-221
- De Gregorio, José (2009). “A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile”, *Boletín Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, vol. LV, núm. 4, México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, pp. 170-174, octubre-diciembre.

- Díaz, José; Lüders, Rolf; Wagner, Gert (2010). *Chile 1810-2010: la república en cifras*, Santiago de Chile: EH Clio Lab-Iniciativa Científica Milenio, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Dornbusch, Rudiger; Edwards, Sebastian (1991). "The macroeconomics of populism", en R. Dornbusch y S. Edwards (eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 7-13.
- Ferreres, Orlando (2010). *Dos siglos de economía argentina*, Buenos Aires: El Ateneo.
- Garriga, Ana Carolina; Rodríguez, César (2020). "More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries", *Economic Modelling*, vol. 85, Ámsterdam: Elsevier, pp. 87-105.
- Gelos, Gaston, Gornicka, Lucyna; Koepke, Robin; Sahay, Ratna; Sgherri, Silvia (2022). "Capital flows at risk: Taming the ebbs and flows", *Journal of International Economics*, vol. 134, Ámsterdam: Elsevier, art. 103555.
- Grupo de Estudios de Crecimiento Económico (Greco) (2001). *El crecimiento económico colombiano del siglo XX*, Bogotá: Banco de la República.
- Haddad, Cláudio (1978). "Crescimento do produto real brasileiro - 1900/1947", *Revista Brasileira de Economia*, vol. 29, núm. 1, Brasil: Fundação Getúlio Vargas, pp. 3-26.
- Ilzetzky, Ethan; Reinhart, Carmen; Rogoff, Ken (2019). "Exchange arrangements entering the 21st century: Which anchor will hold?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, núm. 2, Oxford: Oxford University Press, pp. 599-646.
- International Monetary Fund (IMF) (2006). "Chapter III. How has globalization affected inflation?", en *World Economic Outlook*, [disponible en línea] disponible en: <https://www.elibrary.imf.org/view/book/9781589065499/ch03.xml>
- International Monetary Fund (IMF) (2020). "Chapter II. Emerging and frontier markets: A greater set of policy options to restore stability", en *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., octubre.
- Jácome, Luis I. (s. f.). *The long road to central bank independence in Latin America*. Sin publicar.
- Jácome, Luis I. (2008). "Central bank involvement in banking crises in Latin America", IMF Working Paper, núm. 08/135, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Jácome, Luis I. (2015). "Central banking in Latin America: From the gold standard to the golden years", IMF Working Paper, núm. 15/60, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).

- Jácome, Luis I. (2022). “Fundamentos institucionales del Banco Central de Reserva del Perú y de su Política Monetaria”, documento presentado en el XXXIX Encuentro de Economistas, Lima (Perú).
- Jácome, Luis I.; Vázquez, Francisco (2008). “Any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, *European Journal of Political Economy*, vol. 24, Ámsterdam: Elsevier, pp. 788-801 diciembre.
- Jácome, Luis I.; Nier, Erlend W.; Imam, Patrick (2012). “Building blocks for macroprudential policies in Latin America: Institutional considerations”, IMF Working Paper, núm. 12/183, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Jordà, Oscar (2005). “Estimation and inference of impulse responses by local projections”, *American Economic Review*, vol. 95, núm. 1, Pittsburgh: American Economic Association, pp. 161, 18 marzo.
- Jordà, Oscar; Taylor, Alan (2016). “The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy”, *The Economic Journal*, vol. 126, núm. 590, Oxford: Oxford University Press, pp. 219-255.
- Kehoe, Timothy; Nicolini, Juan Pablo (eds.) (2022). *A monetary and fiscal history of Latin America, 1960-2017*, Mineápolis: University of Minnesota Press.
- Kemmerer, Edwin (1944). *Gold and the gold standard: The story of gold money past, present, and future*, Nueva York: McGraw-Hill.
- Kydland, Finn; Prescott, Edward (1977). “Rules rather than discretion: The inconsistency of the optimal plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, Chicago: Chicago University Press, pp. 473-491.
- Laeven, Luc; Valencia, Fabián (2020). “Systemic banking crises database II”, *IMF Economic Review*, vol. 68, Washington: International Monetary Fund, pp. 307-361.
- Masciandaro, Donato; Magurno, Jacopo; Tarsia, Romano (2021). “Central bank independence: Metrics and Empirics”, Working Paper, núm. 151, Baffi Carefin Centre, Bocconi University, enero.
- Meisel-Roca, Adolfo E.; Barón, Juan D. (2010). “Un análisis histórico de la independencia de la banca central en América Latina: la experiencia colombiana, 1923-2008”, Cuadernos de Historia Económica y Empresarial, núm. 25, Banco de la República.
- Morillo Batlle, Jaime (1996). *Economía monetaria de Ecuador*, Quito.
- Orrego, Fabrizio (2007). “Autonomía del Banco Central de Reserva de Perú: una perspectiva histórica”, *Revista Moneda*, núm. 135, Lima: Banco Central de Perú, pp. 16-22, mayo.

- Ortiz, Javier (1998). *Los bancos centrales en América Latina: sus antecedentes históricos*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana, Universidad de San Andrés.
- Persson, Torsten; Tabellini, Guido (1993). “Designing institutions for monetary stability”, *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, vol. 39, núm. 1, Rochester/Pittsburgh: William E. Simon School of Business Administration and Center for the Study of Public Policy, pp. 53-84.
- Rogoff, Kenneth (1985). “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, Oxford: Oxford University Press, núm. 100, pp. 1169-1190, noviembre.
- Rogoff, Kenneth (2021). “Risks to central bank independence”, en E. Pastén y R. Reis (eds.), *Independence, credibility, and communication of central banking*, Santiago: Banco Central de Chile.
- Suzigan, Wilson; Villela, Anníbal (2001). *Política de governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945*, Brasilia: IPEA.
- Tuesta Reátegui, Vicente (2007). “Independencia legal y efectiva del Banco Central de Reserva del Perú”, Serie Documentos de Trabajo, núm. 2007-012, Banco Central de Reserva del Perú, agosto.
- Turrent Díaz, Eduardo (2005). “Las tres etapas de la autonomía del banco central en México”, *Análisis Económico*, vol. XX, núm. 43, México: Universidad Autónoma Metropolitana, pp. 47-80.
- Vegh, Carlos (1991). “Stopping high inflation: An analytical overview”, IMF Working Paper, núm. 91/107, Washington, D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Vegh, Carlos; Vuletin, Guillermo (2014). “The road to redemption: Policy response to crises in Latin America”, Working Paper, núm. 20675, Cambridge M.A.: National Bureau of Economic Research.
- Walsh, Carl (1995). “Optimal contracts for central bankers”, *American Economic Review*, vol. 85, núm. 1, Nashville: American Economic Association, pp. 150-167, marzo.

## Anexos

---

### ANEXO A5.1

#### ÍNDICE IBC: CRITERIOS Y CODIFICACIÓN

##### GOBERNADOR Y JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO CENTRAL (0,20)

1.	Duración del mandato del gobernador (0,20)	
	Más que el mandato presidencial.	1
	Igual que el mandato presidencial pero el periodo no coincide, o el mandato no está definido.	0,67
	Mismo periodo que el mandato presidencial.	0,33
	Menor que el periodo presidencial.	0
2.	Quién nombra el gobernador (0,15)	
	Doble proceso (ejecutivo/legislativo, accionistas/ejecutivo).	1
	La Junta Directiva del banco central nombra directamente o los accionistas privados directamente.	0,67
	El Gobierno nombra y la Junta del banco central nombra, o viceversa.	0,33
	El Gobierno directamente.	
3.	Duración del mandato del resto de la junta (0,15)	
	Más que el mandato presidencial.	1
	Igual que el mandato presidencial pero el periodo no coincide, o el mandato no está definido.	0,67
	Mismo periodo que el mandato presidencial.	0,33
	Menor que el periodo presidencial (para la mayoría de los miembros), o la mayoría son miembros ex-officio.	0
4.	Quién nombra el resto de la Junta Directiva (0,15)	
	Doble proceso (ejecutivo/legislativo, accionistas/ejecutivo).	1
	Accionistas/legislativo directamente (50 % o más).	0,67

El Gobierno nombra más del 50 %.	0,33
El Gobierno nombra directamente a todos los miembros.	0
<b>5. Representación del Gobierno en la Junta Directiva (0,15)</b>	
No hay representación/el ministro de Hacienda no tiene voto.	1
El ministro de Hacienda tiene voto.	0,80
Los miembros ex-oficio son minoritarios.	0,60
El ministro de Hacienda es el presidente de la Junta Directiva.	0,40
Los miembros exoficio son mayoritarios.	0,20
Todos son miembros ex-oficio.	0
<b>6. Destitución de los miembros de la Junta Directiva (mayoría) (0,20)</b>	
El Ejecutivo propone y la autoridad legislativa/independiente confirma/aprueba por violaciones codificadas en la legislación, o el cargo queda vacante si los directores dejan de cumplir los requisitos legales para el nombramiento.	1
La Junta Directiva del banco central decide (si el 50 % o más de los miembros de la Junta son nombrados independientemente del Gobierno) por iniciativa propia o a petición del Gobierno por violaciones codificadas en la legislación, o la ley no especifica las razones de la remoción.	0,67
El poder ejecutivo directamente en el caso de violaciones codificadas en la legislación	0,33
Gobierno directamente a discreción o si la mayoría de los miembros de la Junta Directiva son funcionarios del Ejecutivo.	0
<b>OBJETIVO DEL BANCO CENTRAL (0,15)</b>	
<b>7. Objetivo/funciones</b>	
Preservar la estabilidad de los precios - estabilidad financiera - asegurar el funcionamiento del sistema de pagos.	1
Regular la circulación del dinero, o preservar el valor externo de la moneda - promover el empleo, junto con preservar el valor interno de la moneda (sin prioridad), implícito en el patrón de cambio oro, o solo se especifican las funciones relevantes.	0,67

El crecimiento económico - desarrollo es uno de los objetivos (sin prioridad).	0,33
El desarrollo es el objetivo final y la estabilidad de precios no es un objetivo.	0

**FORMULACIÓN DE LA POLÍTICA (0,15)**

8. De la política monetaria y los instrumentos de política (0,67)

Banco central independiente, incluida la regla del patrón de cambio del oro-caja de conversión.	1
El banco central en coordinación/acuerdo con el Gobierno.	0,67
Un comité gubernamental que incluye al banco central establece la política monetaria, o el banco central establece la política monetaria siguiendo las instrucciones del Gobierno, el Gobierno aprueba los cambios en los requisitos de reserva, o el Gobierno tiene poder de veto sobre las decisiones de política monetaria.	0,33
El Gobierno establece la política monetaria.	0

9. De la política cambiaria (0,33)

Banco central de forma independiente.	1
El banco central, en coordinación/acuerdo con el Gobierno.	
Adopción de patrón de cambio oro/caja de conversión	0,67
Un comité gubernamental que incluye al banco central, o un comité dirigido por el Gobierno con el asesoramiento del banco central, establece la política cambiaria.	0,33
El Gobierno fija la política cambiaria.	0

**PRÉSTAMOS DEL BANCO CENTRAL (0,50)**

10. Anticipos (0,20)

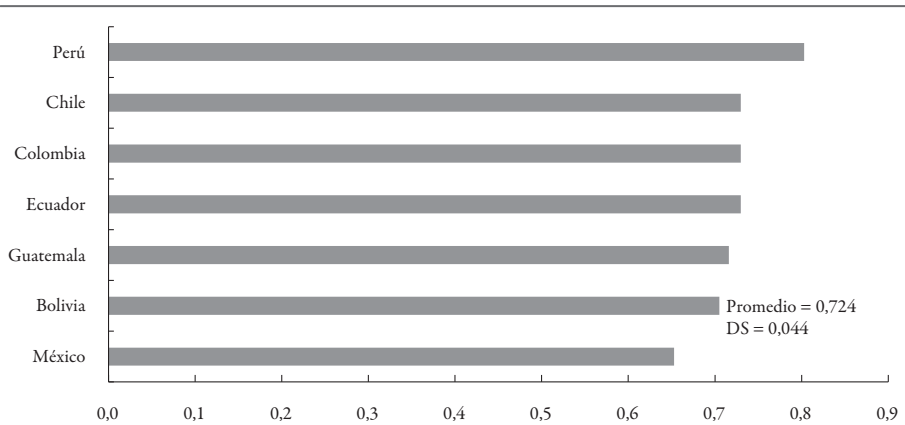
El banco central no está autorizado a conceder anticipos.	1
Permitidos hasta el 10 % de los ingresos del gobierno, limitados por el programa monetario, en términos de pasivos del banco	

central/su capital, o hasta un nivel definido por el banco central.	
También puede permitirse un sobregiro limitado del Gobierno.	0,75
Se permite hasta el 20 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios.	0,50
Permitido hasta el 30 % de los ingresos del Gobierno o de los depósitos bancarios.	0,25
Permitido por más del 30 % de los ingresos del Gobierno o sin límite.	0
11. Otros créditos titularizados en el mercado secundario (0,15)	
No se permite, salvo con fines de política monetaria.	1
Permitido hasta el 10 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios, limitado por el programa monetario, en términos de pasivos del banco central o de su capital, o por las normas del patrón de cambio oro.	0,75
Permitido hasta el 20 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios.	0,5
Permitido hasta el 30 % de los ingresos del Gobierno o de los depósitos bancarios.	0,25
Permitido por más del 30 % de los ingresos del Gobierno, los depósitos bancarios, o sin límite; el banco central transfiere las reservas internacionales.	0
12. Beneficiarios de los préstamos del banco central (0,20)	
Ningún beneficiario.	1
Solo el Gobierno.	0,67
Además las empresas públicas.	0,33
También los gobiernos locales.	0
13. Tipos de interés aplicados (0,15)	
A tipos de mercado.	1
A tipos definidos por el banco central o los tipos no pueden ser inferiores a un mínimo.	0,75

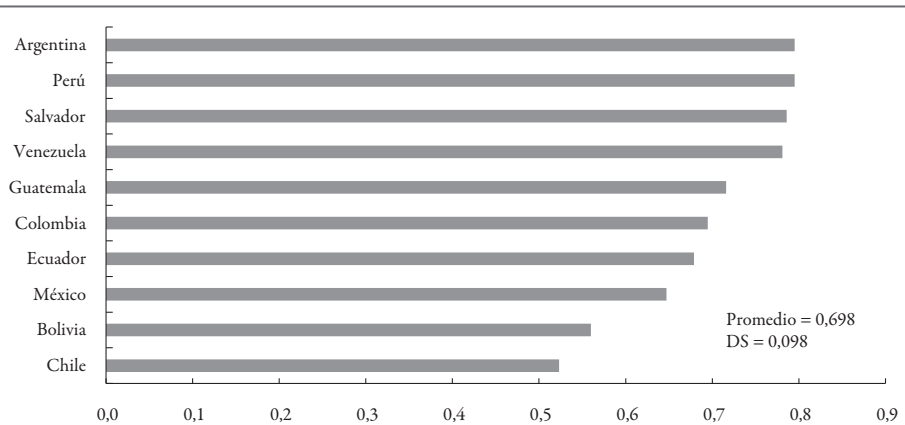
Los tipos de interés no pueden superar un determinado límite máximo, el tipo se acuerda con el Gobierno, o se definen en la ley por debajo de los tipos de mercado.	0,5
No hay disposiciones legales explícitas.	0,25
Definido por el Gobierno o la ley estipula que no se aplica ningún tipo de interés.	0
14. Vencimiento de anticipos (0,15)	
Sin anticipos.	1
Máximo seis meses.	0,75
Máximo un año o definido por el banco central.	0,5
No especificado.	0,25
Más de un año.	0
15. En el mercado primario (0,15)	
Prohibido	1
Permitido	0

## ANEXO A5.2 LA EVOLUCIÓN DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

### A. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1930)



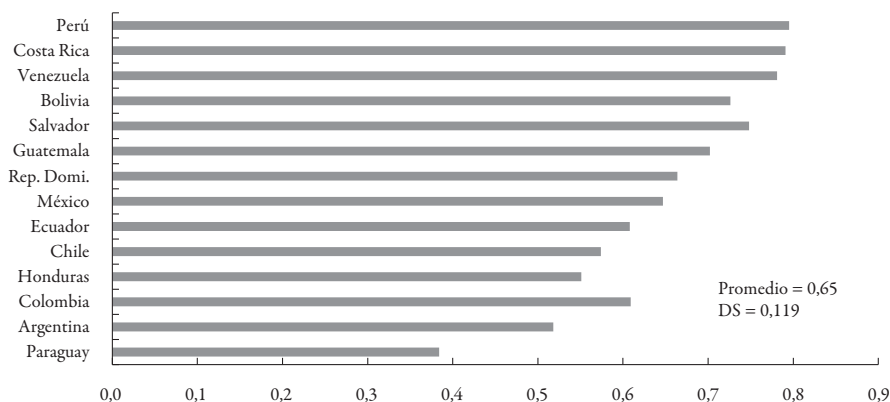
### B. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1945)



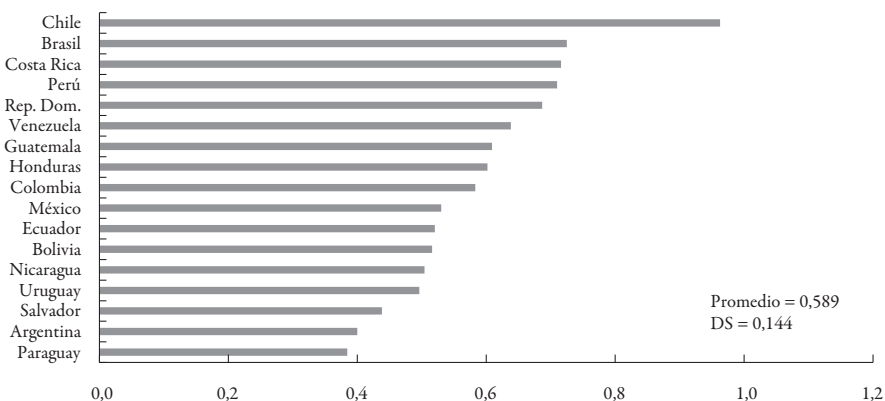
## ANEXO A5.2 (CONTINUACIÓN)

### LA EVOLUCIÓN DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

#### C. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1960)



#### D. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1990)

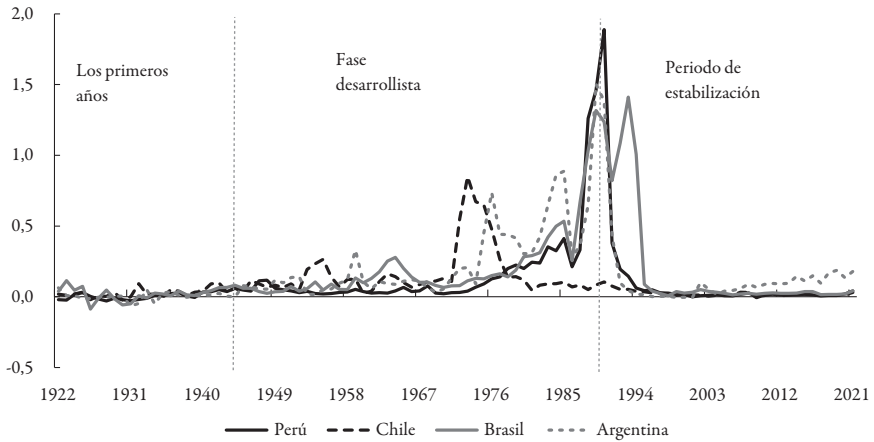


Nota: el índice IBC está codificado con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A5.1, DS = desviación estándar.

Fuente: legislación de bancos centrales (leyes de bancos centrales, reformas de las leyes y disposiciones constitucionales pertinentes).

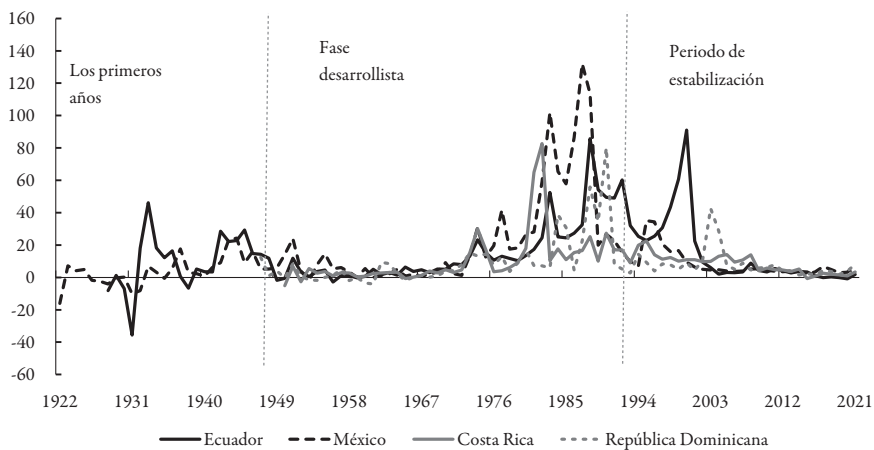
## ANEXO A5.3 INFLACIÓN ALTA Y MODERADA EN AMÉRICA LATINA

**GRÁFICO A5.3.1**  
**INFLACIÓN EN ARGENTINA, BRASIL, CHILE Y PERÚ**  
**(1922 – 2021, 1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, INTERANUAL)**



Nota: Argentina, Chile y Perú: tasa de inflación anual. Brasil: deflactor implícito anual; a partir de 1981 IPC.  
Fuentes: Argentina: Ferreres (2010) y Banco Central de la República Argentina. Chile: Díaz, Lüders y Wagner (2010). Brasil: 1901-1908: Suzigan y Villela (2001); 1909-1947: Haddad (1978); 1948-2013: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Perú: Banco Central de Reserva del Perú.

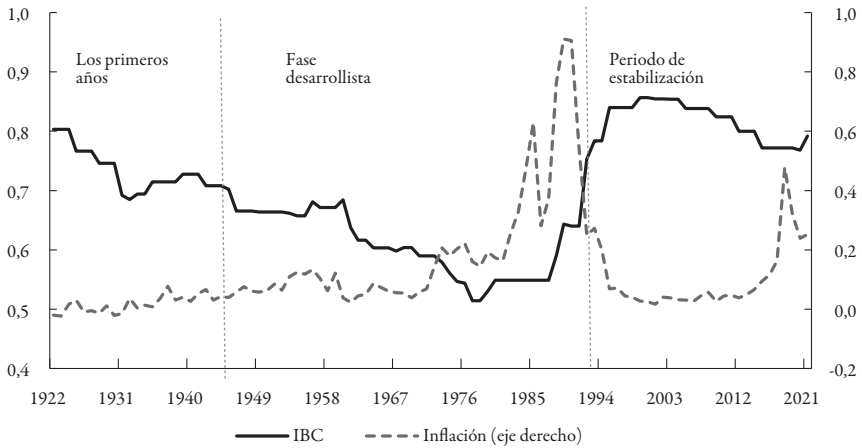
**GRÁFICO A5.3.2**  
**INFLACIÓN EN COSTA RICA, REPÚBLICA DOMINICANA, ECUADOR Y MÉXICO**



Fuentes: Costa Rica y República Dominicana: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI. Ecuador: Morillo (1996) y perspectivas de la economía mundial del FMI. México: 1922 a 1940, índice general de precios al mayoreo de la Ciudad de México, Bach y Reyna (1943) y a partir de 1940, Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi), y perspectivas de la economía mundial del FMI.

## ANEXO A5.4 LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

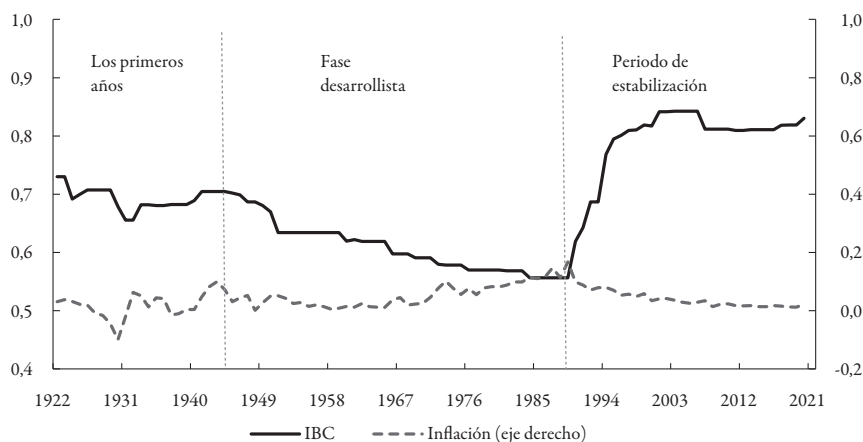
**GRÁFICO A5.4.1**  
**100 AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**(PAÍSES CON ALTA INFLACIÓN. 1922 – 2021. I + INFLACIÓN)**



Nota: incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Nicaragua, Perú y Venezuela. El índice IBC se codifica con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A.31. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes y reformas del banco central y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.

**GRÁFICO A5.4.2**  
**100 AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**(PAÍSES CON INFLACIÓN “MODERADA”. 1922-2021. 1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS,**  
**CIFRAS ANUALES)**



Nota: incluye Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, República Dominicana y Uruguay. El índice IBC se codifica con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo 1. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes y reformas del banco central y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.

