

2

La independencia del Banco Central

Ludovico Silva

Se dice que el Banco Central es independiente cuando dicha institución tiene libertad de acción para definir la política monetaria, y la toma de decisiones por parte del presidente y el directorio está protegida o “aislada” de presiones de origen político, particularmente de parte del gobierno. Es natural asumir, aunque casi nunca se menciona, y no es la acepción común del concepto, que la independencia también debería darse frente a las presiones originadas en el sector privado, ya sea financiero o no financiero. En el terreno de la discusión pública acerca de esquemas institucionales alternativos para la política económica, si bien no necesariamente en el campo académico, la independencia del Banco Central ha sido pregonada por la corriente neoconservadora que alcanzó su apogeo en las décadas del ochenta y noventa. El debate acerca de sus ventajas y desventajas puede inscribirse dentro de la discusión (más amplia) sobre la conveniencia de establecer reglas en la política económica frente a la alternativa de adoptar una postura más flexible o “discrecional”.

La posición ideológica a favor de la independencia del banco central se benefició con el respaldo de trabajos académicos que mostraron que existiría una correlación negativa entre el grado de independencia y la tasa de inflación o, para plantearlo en términos más amplios (aunque con menor respaldo empírico) que el desempeño económico general de un país es mejor cuanto más “blindado” está el banco central frente a la ingerencia política.

La influencia de esta concepción, muy popular en los mercados financieros y en general en la comunidad empresarial, y respaldada por los organismos internacionales de crédito, ha sido lo suficientemente fuerte como para impulsar una oleada de reformas de las cartas orgánicas de numerosos bancos centrales en todo el mundo, proceso que se ha verificado desde principios de la década del noventa hasta la actualidad. La consecuencia es que el grado de independencia de los bancos centrales, tanto legal como efectiva es hoy mucho mayor que la que existía hace veinte años.



La idea que subyace a este “diseño institucional”, y que coincide con la opinión del llamado *mainstream* o corriente de pensamiento dominante en el ámbito académico, es que la principal contribución que pueden hacer los bancos centrales al crecimiento de largo plazo es la estabilidad de precios. Por ello, en la mayoría de los trabajos académicos se entiende por independencia del banco central la capacidad o atribuciones que se le otorgan a dicha institución para utilizar los instrumentos de la política monetaria (por ejemplo mediante cambios de las tasas de interés o la cantidad de dinero) con el fin de lograr una tasa de inflación baja, aún cuando esto pudiera entrar en conflicto con otros objetivos del gobierno (como el mantenimiento de un cierto nivel del tipo de cambio, el financiamiento del déficit público, el financiamiento directo o indirecto de proyectos de desarrollo, el rescate de empresas o banco insolventes, etc).

El único otro objetivo para un banco central independiente aceptado como “legítimo” por el *mainstream* (aunque con un rango inferior o subordinado a la estabilidad de precios), es la estabilidad financiera, lo cual implica que la superintendencia de entidades financieras (ya sea que pertenezca al banco central o funcione con independencia de éste) debe también ser autónoma. Sin embargo, este último punto es más controvertido que el caso de la política monetaria, lo que en parte refleja que la supervisión prudencial es un tema en el cual los intereses políticos son usualmente fuertes por distintas razones (por ejemplo, porque asistir a un banco que termina cayendo en la insolvencia implica costos para los contribuyente).

Más recientemente, y también inspirado en una visión “ortodoxa”, se ha incorporado un elemento o pilar adicional en la arquitectura estándar de la política monetaria, consistente en que el banco central establece metas de inflación (sistema conocido en la literatura académica anglosajona como *inflation targeting*) que debe cumplir “a rajatabla” al mismo tiempo que influye sobre las expectativas de los agentes económicos a través de diversos medios de comunicación con el público. La coexistencia de ambos elementos, la independencia del banco central y el sistema de metas de inflación, constituyen hoy prácticamente un estándar de “buenas prácticas”, pero también resulta difícil no interpretar su popularidad como una moda, cuya perdurabilidad puede ser pasajera. Al fin y al cabo, las metas de agregados monetarios fueron muy populares entre los *policymakers* (y la



comunidad empresarial) en la década del ochenta y contaban en ese entonces con considerable respaldo por parte del *mainstream* académico. Sin embargo, resultaron un fracaso resonante y fueron abandonadas.

La necesidad de otorgarle independencia al banco central, según los que están a favor de la idea, surge porque los funcionarios que deciden la política económica (el ministro de economía o el presidente de la nación, por ejemplo) tendrían una inclinación "natural" a privilegiar objetivos de corto plazo aún a expensas de la estabilidad (y supuestamente el mayor crecimiento) de largo plazo. Un ejemplo típico es que el poder ejecutivo podría optar por "cebar la bomba" con fines electorales mediante el incremento del déficit fiscal, recurriendo al endeudamiento con el banco central y la consiguiente emisión de dinero para financiarlo. Si esto lleva a la economía a una expansión en un contexto de plena utilización de la capacidad instalada la consecuencia será una más alta tasa de inflación pero sin que se genere como "compensación", en el largo plazo, un nivel del PIB superior al que se hubiera dado con una política menos expansiva. Cabe aclarar que el argumento no presume ignorancia por parte de las autoridades que eligen seguir este camino sino simplemente que los incentivos (políticos) que enfrentan son tales que es "racional" para ellas adoptar una política que no es la más conveniente para el país en su conjunto (al menos en el largo plazo).

El argumento a favor de la independencia es, en síntesis, que un banco central que es controlado por el gobierno, y consecuentemente está impulsado por motivaciones políticas, puede usar los instrumentos de la política monetaria para alcanzar objetivos distintos de la estabilidad de precios (ya sean de empleo, competitividad, crecimiento del crédito, financiamiento del déficit, etc) a costa de sacrificar esta última. En la literatura académica se designó con la expresión "sesgo inflacionario" a esta presunta característica intrínseca del comportamiento de los bancos centrales cuando no son independientes (o no están dirigidos por banqueros centrales conservadores).

Pero es conveniente destacar que, en la práctica, la existencia de un sesgo inflacionario en la política monetaria no requiere necesariamente la presencia de un gobierno cínico y oportunista. También puede fundamentarse en las dificultades que se les plantean a los banqueros centrales cuando tienen que lidiar con la



incertidumbre inherente a su conocimiento imperfecto sobre el funcionamiento de la economía. En tal circunstancia, que es la que se verifica en la realidad, puede, por ejemplo, no resultar evidente que la trayectoria de una determinada economía es insostenible y, por lo tanto, puede ser muy alto el riesgo de adoptar una postura contractiva de la política monetaria. La experiencia de la Reserva Federal de los EEUU en la década del noventa muestra que, aún para el banco central con más recursos humanos, materiales y técnicos en el mundo, hay un considerable nivel de incertidumbre que tiende a desalentar ensayos "arriesgados" para enfriar la economía o contener la suba de los precios de los activos. La consecuencia es que surge un sesgo inflacionario, aunque no esté originado (exclusivamente, al menos) en un oportunista cálculo político.

Pero con abstracción de las razones para respaldarla, y en la visión de sus promotores, la independencia del banco central puede al menos morigerar, e incluso eventualmente eliminar, el sesgo inflacionario y la variabilidad injustificada de la política monetaria, evitando que esta última refleje los vaivenes típicos de los ciclos económicos de origen político. Además, la evidencia empírica parece mostrar que la eliminación del sesgo inflacionario no está asociada a una mayor variabilidad del PIB y, por lo tanto, se consigue sin tener que sacrificar otro objetivo de suma importancia para la política económica (en su conjunto), como es la atenuación del ciclo económico.

Utilizando una expresión de moda en círculos académicos la independencia consiste, entonces, en un "mecanismo institucional" por el cual el gobierno se compromete a no inmiscuirse en el manejo de la política monetaria. En un artículo de 1962 Milton Friedman incluso llega a comparar la autonomía del banco central con la relación que hay entre el poder judicial y el gobierno en el sistema republicano, una analogía que parece exagerada.

Esto no significa, sin embargo, que el banco central tenga plena autonomía para hacer lo que le plazca. Hay en general consenso sobre que el (o los) objetivo/s finales de la política monetaria (aquella/s variable/s sobre la cual se desea influir) deben ser establecidos por el gobierno, de modo que un banco central independiente no tiene por que tener la atribución de fijar cuál es el objetivo a alcanzar. En la terminología académica sobre el tema se dice, entonces, que el



banco central no es independiente en relación a dichos objetivos (finales) o que carece de independencia política en relación con tal/es objetivo/s. La noción de independencia usualmente aceptada consiste en que el banco central debe tener la atribución de elegir los medios para alcanzar el objetivo último, es decir lo que se conoce como independencia respecto a los instrumentos (en contraste con la independencia respecto al objetivo) u operacional. Esta consiste, entonces, en la libertad para manipular los instrumentos de la política monetaria con el fin de lograr el objetivo final.

Sin embargo, aunque la idea parece clara, en la práctica coexisten distintos enfoques aún dentro del conjunto de los bancos centrales que, por consenso y según los resultados de trabajos académicos, pueden ser considerados como independientes. Así, por ejemplo, aunque en la literatura "ortodoxa" sobre el tema se enfatiza, para evaluar el grado de independencia del banco central, que la carta orgánica priorice el mantenimiento de la estabilidad de precios, hay bancos centrales considerados como independientes que tienen objetivos múltiples. Un caso paradigmático en este sentido es el de la Reserva Federal de los EEUU, cuya carta orgánica establece como objetivos promover el máximo nivel de empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas. Esta multiplicidad de objetivos, sin embargo, termina por brindarle a la Reserva Federal cierto grado de independencia en la elección de cuáles priorizar. Pero aun cuando la definición de objetivos sea muy acotada, por ejemplo sólo la estabilidad de precios, todavía el banco central puede tener cierto margen de autonomía, ya que puede interpretar ese objetivo en términos de un índice de precios específico y/o bajo una definición particular de lo que se entiende por estabilidad de precios. En cierto modo, esto es paradójico ya que, contrariamente a lo que se supone "óptimo" en la literatura sobre el tema (fijar la estabilidad de precios como único objetivo), un banco central que se comporte en la práctica de manera independiente resultaría aún más autónomo si los objetivos son múltiples y "difusos".

¿Cómo se puede determinar si un banco central es o no independiente? En primera instancia, el alcance y la naturaleza de la independencia en cada caso particular pueden ser evaluados sobre la base del marco legal. Sin embargo, las leyes son necesariamente incompletas y no pueden demarcar categóricamente las "fronteras" entre la autoridad del banco central y la del gobierno o autoridades políticas bajo



todas las contingencias posibles. Por otro lado, es claro que la autonomía del banco central también depende de una serie de factores y “costumbres”, que son en buena medida determinados por la trayectoria histórica que recorrió cada país y la especificidad de sus instituciones. En este sentido, la independencia se ve negativamente afectada si los conflictos con el gobierno no se dirimen de una manera que asegure que el banco central está suficientemente protegido de una (presumiblemente) indebida interferencia externa.

En base a lo ya explicado debe resultar evidente que, en la práctica, la independencia es una cuestión de grado y no una variable binaria. Por otro lado, una independencia absoluta y total pareciera, en principio, ser incompatible con una sociedad democrática. Además, es esencial distinguir entre la independencia legal o *de jure* del banco central y la independencia real o *de facto*. La primera se refiere al grado en que el gobierno tiene atribuciones legales para interferir o controlar la implementación de la política monetaria (aunque puede haber otras actividades del banco central en las cuales la interferencia del gobierno o su control directo estén avaladas por ley, o sean “deseables”).

En la literatura académica se suele medir este concepto de independencia por el grado en que los aspectos formales de la legislación (particularmente la carta orgánica) y otras normas que puedan regular la actividad del banco central consagran o no su independencia respecto del gobierno. Los factores relevantes son, entonces, variables tales como: la extensión del mandato del presidente y los procedimientos para su designación y remoción (por ejemplo, si éste es nombrado por el poder ejecutivo o por los directores del mismo banco central); el hecho de que el banco central pueda o no establecer políticas sin consultar al gobierno; la naturaleza de los mecanismos para la resolución de conflictos entre el banco y el gobierno; que la estabilidad de precios sea o no el único objetivo explicitado en la carta orgánica; en qué medida están permitidos los adelantos y los préstamos con garantías al gobierno y bajo qué condiciones de plazos, tasas de interés, etc. La independencia real, en cambio, se refleja en variables o indicadores no formales, tales como el ritmo de rotación del presidente del banco central, y en cómo se implementan en la práctica (si se cumplen o se violan) los puntos establecidos en la carta orgánica que, en teoría, garantizan la autonomía.



Los estudios empíricos tienden a concluir que en los países industrializados la inflación promedio (así como su variabilidad y la del PIB) está negativamente correlacionada con el grado de independencia del banco central (que no es, de todos modos, ni una condición necesaria ni suficiente para alcanzar una baja tasa de inflación). En cambio, dicha correlación negativa no se verifica cuando se considera el conjunto de países en vías de desarrollo. En la literatura académica esto último se ha interpretado como evidencia de que hay una distancia considerable entre la independencia legal y la independencia real del banco central en esos países, distancia que prácticamente no existiría en los países desarrollados.

Es por ello que cuando intentan medir el grado de independencia en los países en vías de desarrollo los investigadores utilizan variables que reflejan el comportamiento (variables “behaviouristas”, en la jerga). La tasa de rotación del presidente es probablemente la más utilizada. El fundamento es que cuanto más corto el período durante el cual están en el cargo menor es su independencia, ya que se los expulsa (presuntamente) por resistirse a cumplir las órdenes del gobierno. La alta rotación implica que el horizonte de planeamiento del presidente del banco es más corto que el del presidente de la nación, los miembros del gabinete y los miembros de la legislatura, y los estudios estadísticos (económicos) muestran que está asociada con una inflación más alta. También hay variables no cuantitativas que pueden influir sobre el grado de independencia como, por ejemplo, la amplitud del menú de instrumentos de política monetaria de que dispone el banco central, o la capacidad de hacer operaciones de mercado abierto a salvo de la interferencia del gobierno (tesoro).

Cuando en los estudios empíricos se utilizan variables de comportamiento, en lugar de indicadores de independencia legal, surge que en los países en vías de desarrollo también se verifica una correlación negativa entre el grado de independencia del banco central y la inflación, lo cual parece corroborar la hipótesis fundamental de la literatura sobre el tema.

Sin embargo, este resultado no alcanza para salvar dos debilidades fundamentales que aquejan a los estudios empíricos sobre el tema. En primer lugar, los países con bancos centrales independientes pueden diferir de aquellos donde el banco central no es autónomo en un conjunto de variables que están relacionadas de manera sistemática con la inflación promedio. Cuando se “controla” el resultado que



correlaciona baja inflación con la independencia del banco central por los efectos de otras variables relevantes (es decir, se incluyen variables de control en las regresiones), la correlación negativa entre el grado de independencia del banco central y la tasa de inflación se debilita o desaparece.

En segundo lugar, el mero hecho de comprobar que se verifica una correlación negativa no debería llevar necesariamente a concluir que es el mayor grado de independencia del banco central el que genera como resultado una menor tasa de inflación, ya que bien puede ocurrir que la relación de causalidad sea la inversa y que los países con una opinión pública más aversa a la inflación tienden “espontáneamente” a brindarle más autonomía a sus bancos centrales. Se estaría en presencia de un fenómeno donde las instituciones son endógenas, y el grado de independencia y la tasa de inflación serían parte de un mismo proceso que reflejaría la existencia de un consenso social en contra de la inflación. De no existir tal consenso, el simple “artilugio” de incrementar la independencia legal del banco central no producirá una caída de la tasa de inflación.

En consecuencia, de los estudios empíricos no se puede inferir una relación de causalidad clara, sino que la causalidad sería bidireccional, lo cual parece más realista que la hipótesis ingenua que subyace en la mayor parte de la literatura sobre el tema. Esta hipótesis más realista se ve además respaldada por el hecho de que las reformas institucionales se han implementado casi siempre con posterioridad a los procesos exitosos de desinflación. Si la hipótesis de endogeneidad es correcta, los típicos estudios empíricos sobre el tema (de corte transversal) tienen una seria debilidad metodológica que pone en duda la confiabilidad de sus resultados.

Una de las principales críticas que se le han hecho a la idea del banco central independiente es que una excesiva autonomía implica que, en la práctica, la institución deja de tener que dar explicaciones o “rendir cuentas” ante la sociedad por las políticas implementadas y el eventual desvío respecto al cumplimiento de los objetivos (en inglés se utiliza la expresión *accountability*), lo cual resulta inaceptable en una sociedad democrática y socava la legitimidad de la institución, pudiendo llevar, eventualmente, a un movimiento “antireformista” que termine por reducir la independencia del banco central.



En principio, esta crítica parece apuntar esencialmente a rechazar el otorgamiento de la autonomía para definir objetivos (finales) y a reservar dicha tarea al gobierno representativo. Sin embargo, hay autores que sostienen que incluso la independencia operacional, si existe en alto grado, resulta incompatible con la *accountability*. Esto está asociado, a su vez, con las dificultades que existen para generar los incentivos que se requieren para que el (directorio del) banco central actúe efectivamente en línea con el “interés general”, en lugar de favorecer intereses personales o sectoriales (es un problema conocido en la literatura académica como el de relación entre el “principal”, la ciudadanía en este caso, y el “agente”, el directorio del banco central).

Obviamente, para que la “sociedad”, que les ha delegado la tarea de conducir la política monetaria, pueda evaluar el desempeño de las autoridades del banco central, el (o los) objetivos deben estar definidos con precisión y no ser excesivamente complejos o ambiguos. Cualquier debilitamiento del control democrático sobre una institución a la cual se le otorga un alto grado de autonomía puede generar márgenes demasiado amplios para la discrecionalidad y permitir manejos “oscuros” y objetivos no explicitados que escapen al escrutinio por parte del público y del mismo gobierno.

Esto significa que un elemento adicional necesario para que la independencia del banco central goce de legitimidad y sea “sostenible” (y deseable) en un sistema republicano es la transparencia. Ella consiste en que el banco central brinda a la opinión pública en general, y al mercado financiero en particular, información sobre las políticas que implementa y explicita el fundamento de sus decisiones, así como su conocimiento acerca de la evolución de las variables económicas y de cambios en la “estructura” de la economía.

El objetivo no es sólo adquirir un grado más alto de legitimidad democrática sino también, al mismo tiempo, mejorar la efectividad de las políticas del banco central. Este último es un argumento no ya de tipo político sino económico para favorecer la transparencia, que parece especialmente relevante para los casos de países que utilizan metas de inflación. La idea es que si la política monetaria es transparente resultará más fácil para los agentes económicos comprender que los cambios de las



tasas de interés impulsados por el banco central apuntan efectivamente a mantener una inflación baja y estable, y no a algún otro objetivo alternativo. Así, un alto grado de “apertura” informativa y claridad contribuirían, desde esta perspectiva, a aumentar la credibilidad y a “anclar” las expectativas de inflación en el nivel deseado por el banco central. En la actualidad, este rol para la transparencia es considerado como un componente estándar de la política monetaria, reflejando el creciente consenso sobre el papel esencial de lo que se conoce como “administración (influencia sobre) de las expectativas”.

Por cierto, si la transparencia permite acercarse simultáneamente al objetivo de garantizar la legitimidad democrática y optimizar la eficiencia de la política monetaria, su implementación no plantearía dilema alguno para el banco central. Sin embargo, no hay un consenso absoluto acerca de los méritos del argumento económico a favor de la transparencia, ya que en algunos casos esta podría ser contraproducente. Para tomar un ejemplo extremo, el banco central no debería ser “sincero” respecto a la alta probabilidad de caída de un grupo de entidades financieras, ya que obviamente esto estimularía una corrida bancaria que tal vez se pueda evitar o al menos atenuar.

Pero además, la transparencia, como la independencia, tampoco es una variable binaria, sino que un banco central puede implementarla en distintos grados y en diferentes dimensiones de su actividad. Esto queda claro cuando se examinan con más detalle las distintas formas o categorías del concepto de transparencia. Hay transparencia política cuando el banco central provee información sobre sus objetivos, cómo se establecen las prioridades entre estos y cómo se cuantifican. La transparencia económica existe cuando la institución comparte con el público su conocimiento sobre el funcionamiento de la economía, por ejemplo los datos de los cuales dispone, los modelos que utiliza y los pronósticos o proyecciones generados por dichos modelos. La transparencia sobre los procedimientos consiste en brindarle a la comunidad información sobre los procedimientos o criterios utilizados para tomar decisiones de política monetaria, y se refleja en una comunicación abierta de la estrategia seguida por el banco central y por la publicación de las votaciones y las actas del directorio. La transparencia acerca de las políticas/medidas existe cuando las decisiones de política monetaria son claramente explicadas, los eventuales cambios son anunciados de inmediato y el curso futuro



que se seguirá en esta materia es comunicado al público. En términos de la literatura teórica esto implica reducir a un mínimo el grado de información “asimétrica”, es decir que el banco central no pretende “saber” más que el sector privado acerca de lo que ocurre en la economía sino que apuesta a “compartir” toda la información, en la esperanza de que ello redunde en una mayor efectividad de la política monetaria y en una mayor credibilidad. Finalmente, el concepto de transparencia operacional se refiere a que el banco central evalúa regularmente su propio desempeño y comparte la información de que dispone acerca de las perturbaciones que pueden estar afectando el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En síntesis, en los últimos veinte años la idea de que los bancos centrales deben ser independientes ganó rápidamente adeptos en los círculos académicos y de formulación de políticas, basada en el presunto efecto positivo que tendría sobre la efectividad de la política monetaria y, por ende, en el cumplimiento del objetivo de mantener una baja tasa de inflación. En combinación con la política de “inflation targeting” y con una mayor transparencia y “rendición de cuentas” ante la comunidad, hoy constituye casi un estándar de diseño institucional en el ámbito de la banca central y la política monetaria. Sin embargo, no es evidente que dicho diseño sea el óptimo con independencia de las características históricas, institucionales y culturales de cada país, ni que la independencia del banco central no sea más una consecuencia, antes que una causa, de un alto grado de desarrollo socioeconómico e institucional. Por otro lado, por tratarse de un esquema que admite todo un “continuo” de diferentes grados de autonomía es posible plantear, aún si se aceptara que la independencia plena es un “ideal” a alcanzar, que cada país (sociedad) debe elegir un punto intermedio que sea consistente y funcional con su realidad actual.