

# Una misión MÁS AMPLIA

Luis Jácome y Tommaso Mancini-Griffoli

**E**N LAS décadas anteriores a la crisis financiera mundial de 2008, uno a uno los países se fueron convenciendo de que para lograr la estabilidad de precios, los bancos centrales debían centrarse únicamente en este objetivo y operar de manera independiente de las autoridades políticas, que a menudo tienen horizontes a corto plazo. Pero en los últimos años este consenso se ha debilitado, dado que las autoridades y otras partes interesadas han comenzado a reevaluar el papel que deberían desempeñar los bancos centrales.

Varios académicos y analistas han planteado que los bancos centrales deberían adoptar un mandato más amplio que no solo tenga como objetivo controlar la inflación. Quizá la sugerencia más concreta sea que los bancos centrales deberían contribuir activamente a preservar la estabilidad financiera y evitar crisis financieras sistemáticas, limitando el crecimiento excesivo del crédito y el endeudamiento. Esto llevaría el papel que desempeña el banco central más allá de regular cada banco en particular. Algunos sugieren que los bancos centrales deberían tener

un doble mandato con dos funciones igualmente importantes: controlar la inflación y respaldar el pleno empleo y el crecimiento. En la mayor parte de los mandatos actuales, los bancos centrales se ocupan del empleo y el crecimiento solo si afectan a la inflación.

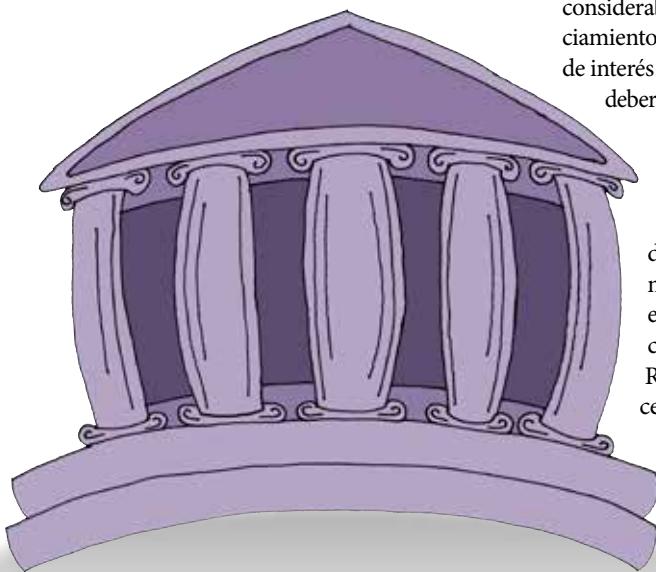
Pero este mandato más amplio rozaría inevitablemente contra consideraciones políticas, y las autoridades no electas de un banco central podrían ver limitada su independencia. Examinamos los canales a través de los cuales la independencia podría debilitarse, y los costos que esto supondría. Sostenemos que según el mandato, podría justificarse que los bancos centrales tuvieran menos independencia, pero los marcos jurídicos e institucionales deberían proteger el núcleo de la independencia de la política monetaria, que ha sido tan eficaz para controlar la inflación.

Si bien algunos bancos centrales podrían ver que se amplía su mandato, otros podrían ver que se reduce. Cuando los gobiernos se enfrentan a dificultades fiscales potencialmente graves, los bancos centrales pueden sentirse bajo una presión considerable para aliviar los problemas de financiamiento, por ejemplo, manteniendo las tasas de interés en un nivel bajo. Los bancos centrales deberían prepararse para encarar esta presión.

**Los bancos centrales sienten la presión de ampliar su misión de controlar la inflación para incluir otros objetivos que tienen una fuerte carga política, como el empleo y el crecimiento**

## Orígenes de la independencia

El valor de otorgarles a los bancos centrales independencia de las autoridades públicas para formular la política monetaria está firmemente establecido en la teoría económica. Kydland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983) y Rogoff (1985) muestran que un banco central independiente tiende a evitar el sesgo inflacionario que ocurre como resultado de una intervención política



por intereses propios. Al otorgarle independencia al Banco de Inglaterra cuando fue elegido Primer Ministro en 1997, Tony Blair señaló: "Estoy convencido desde hace tiempo de que dejar que los políticos fijen la tasa de interés es confundir la economía con la política".

La independencia del banco central ha demostrado en gran medida ser eficaz para alcanzar y preservar un bajo nivel de inflación. Se ha documentado en numerosos estudios que una mayor independencia y un menor nivel de inflación van de la mano (Cukierman, 2008). América Latina es un ejemplo perfecto. Hoy la región registra una de las tasas de inflación más bajas y más estables del mundo, aunque con algunas excepciones. Esto contrasta fuertemente con su historia de tasas de inflación muy elevadas —que superaron el 500% en 1990— antes de que la mayor parte de los países latinoamericanos otorgaran la independencia a sus bancos centrales.

El argumento de que los bancos centrales deben ser entidades independientes no es tan evidente. El público debe tener un nivel sustancial de confianza en la capacidad del banco de desempeñar su mandato y en las ventajas que esto aportará a la sociedad. A primera vista, no es usual concentrar un control significativo de la economía en una institución dirigida por autoridades que no cuentan con el apoyo formal de gran parte del público. Cabe señalar tres características clave que parecen haber facilitado la independencia de los bancos y contribuido a su credibilidad:

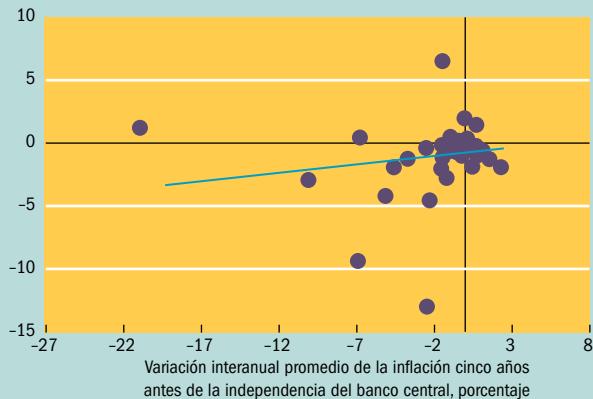
**Un marco de política monetaria claro:** Los bancos centrales utilizan instrumentos específicos (una tasa de interés a corto plazo) para fijar un objetivo cuantificable (la inflación). Esto ha permitido al público supervisar la actuación de los bancos centrales y, sobre todo, evaluar si han logrado cumplir su objetivo.

Gráfico 1

### Un buen comienzo

Muchos bancos centrales ya luchaban eficazmente contra la inflación antes de convertirse en entidades legalmente independientes.

(variación interanual promedio de la inflación cinco años después de la independencia del banco central, porcentaje)



**Desempeño:** Con frecuencia, un historial satisfactorio en la reducción de la inflación parece ser un paso previo a la independencia jurídica (véase el gráfico 1). A su vez, como se sugiere más arriba, la independencia del banco central también parece haber contribuido a mantener un bajo nivel de inflación protegiendo a esta entidad de la injerencia política.

**Rendición de cuentas:** En muchos países, el gobierno se encarga de fijar el objetivo de política monetaria y, en general, se considera que este objetivo contribuye en gran medida al bienestar social. Por ende, los bancos centrales renuncian a la “independencia en el objetivo” pero mantienen la “independencia en los instrumentos” en la medida en que pueden definir y manejar libremente los instrumentos de política que utilizan para alcanzar este objetivo. Es interesante observar que aunque los bancos centrales tienen independencia tanto en el objetivo como en los instrumentos o solamente en los instrumentos, esto no parece tener un efecto muy marcado en el cumplimiento de sus objetivos (Bayoumi *et al.*, 2014). Los bancos centrales informan frecuentemente al gobierno y al congreso sobre sus decisiones y avances hacia el cumplimiento de este objetivo.

La responsabilidad de los bancos centrales de preservar la estabilidad financiera podría ir mucho más allá del papel de regulador y supervisor, que es el más común actualmente y se centra en asegurar la salud de todas las instituciones financieras, incluidos los bancos. Los bancos centrales podrían convertirse en las principales entidades encargadas del diseño y la ejecución de la denominada política macroprudencial, cuyo objetivo consiste en hacer frente a los riesgos en todo el sistema, y no solo en instituciones específicas (véase “Proteger el todo”, en la edición de marzo de 2012 de *F&D*). Y aunque las políticas macroprudenciales se establecen fuera del perímetro del banco central, deben ser tenidas en cuenta por la política monetaria y quizás deban complementarse con tasas de interés más altas en períodos de bonanza para ayudar a desacelerar el crecimiento del crédito y el endeudamiento.

El argumento de que los bancos centrales deberían ocuparse más del crecimiento económico y el empleo de lo que se ocupan ahora es menos obvio. Algunos sostienen que es necesario un cambio, y señalan que la tensión entre la inflación y el empleo es más débil ahora que antes, es decir, la antigua teoría de la curva de Phillips que a mayor empleo, mayor inflación y viceversa. Es cierto que la inflación se ha reducido mucho menos de lo previsto durante la reciente crisis a pesar de la recesión extremadamente fuerte, pero aún no sabemos muy bien por qué. Las causas subyacentes podrían ser temporales o específicas de algunos países. Por otra parte, es posible que la inflación esté bien anclada porque durante años se han utilizado metas para el

estable podría no ser una estrategia eficaz; y podría socavar la propia justificación de hacerlo. Sin embargo, es probable que las autoridades económicas sientan la presión de orientar su atención hacia el crecimiento y el empleo. Parte de esta presión podría provenir del propio interés de los líderes políticos por obtener el apoyo a corto plazo de la política monetaria para estimular el crecimiento en fechas próximas a las elecciones.

### Riesgo de socavar la independencia

Un mandato más amplio para el banco central podría erosionar cada una de las tres características que facilitan la independencia del banco central. A su vez, esto podría debilitar la capacidad de la política monetaria para preservar la estabilidad de precios.

Al público le podría resultar más difícil realizar un seguimiento de las actividades del banco central si el mandato es más amplio. Es fácil calcular la tasa de inflación y compararla con el objetivo del banco central. Sin embargo, medir la estabilidad financiera es una tarea inherentemente difícil. Lo que puede medirse es la inestabilidad, justo lo que los bancos centrales quieren evitar. Además, podría generarse confusión entre el público porque los instrumentos utilizados para respaldar la estabilidad sistemática podrían variar a lo largo del tiempo y superponerse a los utilizados para la política monetaria (corte).

La independencia podría verse cuestionada si el desempeño de los bancos centrales flaquea, lo que podría ocurrir si estos tienen múltiples mandatos. No se ha demostrado que el papel regulador de los bancos centrales haya influido en el éxito de la

política monetaria, sobre todo donde existe un marco de política monetaria bien establecido, como una estrategia de metas de inflación (véase el gráfico 2). Sin embargo, si los mandatos abarcan la estabilidad financiera, los bancos centrales podrían perder credibilidad —debido a shocks externos o contagio o a través de canales imprevistos— a pesar de sus esfuerzos para contener una crisis financiera.

Los riesgos derivados de un débil desempeño podrían afectar aún más a la credibilidad del banco central si este tuviera que rendir cuentas por el crecimiento y el empleo. No hay duda de que la política monetaria puede influir en el crecimiento económico a corto plazo, pero este efecto se debilitará considerablemente a lo largo del tiempo a medida que se noten los efectos de otras políticas, especialmente de aquellas que influyen en los mercados de trabajo y la productividad. Al evaluar el desempeño del banco central, sería muy difícil separar el efecto de la política monetaria de los efectos derivados de otros factores.

Utilizar la política monetaria para impulsar el crecimiento y el empleo sería incluso menos eficaz en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde la evolución de la economía se ve a menudo influenciada por shocks externos (como las variaciones de precios de las materias primas o de las tasas de interés de Estados Unidos). Además, ampliar el mandato de los bancos centrales a fin de incluir el crecimiento económico podría reducir la presión para aplicar reformas necesarias en otros sectores. A su vez, no lograr un crecimiento económico sostenido ni un elevado nivel de empleo socavaría la credibilidad del banco central.

Un mandato más amplio también podría socavar la rendición de cuentas. No siempre se considera que las decisiones relativas a la estabilidad financiera contribuyen al bienestar social porque influyen directa y explícitamente en la redistribución de la riqueza, las decisiones de gasto, el producto, las utilidades del sector financiero y los costos bancarios. Por ejemplo, si un banco central decide reducir la relación préstamo/valor, el pago inicial para comprar una casa será mayor y, por ende, será más difícil para las familias de mediano y bajo ingreso obtener crédito a corto plazo. Naturalmente, la inflación también afecta a la distribución del ingreso entre ahorristas y prestatarios, jóvenes y mayores. Pero estos efectos son menos observables de manera directa cuando la inflación se mantiene baja, y son claramente negativos para la sociedad en general cuando la inflación es elevada. Por lo tanto, es más fácil acordar una meta de inflación aceptable desde el punto de vista social que un objetivo de estabilidad financiera.

En el marco de un mandato más amplio del banco central, es posible que las autoridades públicas quieran legítimamente opinar, o incluso ocupar un puesto en los comités del banco central encargados de tomar decisiones relacionadas con el crecimiento económico que a su vez podrían tener implicaciones para los contribuyentes y, obviamente, en la redistribución del ingreso; por ejemplo, si el banco central tiene como cometido la resolución de crisis.

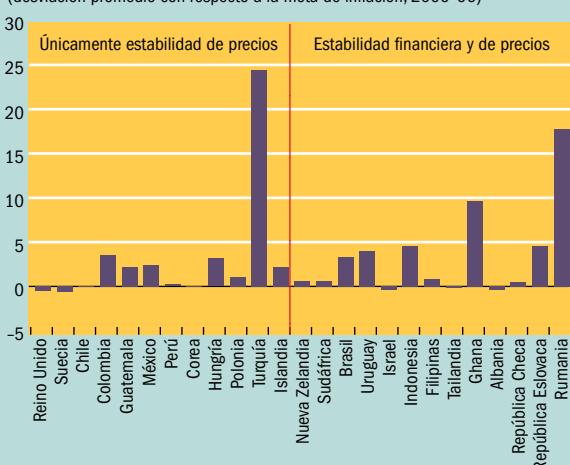
Si bien podría justificarse una mayor supervisión política del banco central para algunas decisiones, es importante, por lo menos, preservar la independencia en los instrumentos de política monetaria. Esto significa aislar las estructuras de toma de decisiones de política monetaria de la injerencia política. También será esencial una comunicación clara, especialmente cuando una decisión

Gráfico 2

### Todos iguales

En todos los países que aplican un régimen de metas de inflación, tanto si el mandato del banco central incluía únicamente la inflación (panel de la izquierda) o la regulación/supervisión (panel de la derecha), la evolución de la inflación fue prácticamente igual.

(desviación promedio con respecto a la meta de inflación, 2000-06)



Fuente: Bayoumi et al., 2014.

Nota: En el Reino Unido, el mandato del Banco de Inglaterra cambió posteriormente a fin de incluir la regulación/supervisión bancaria y la inflación. La estabilidad financiera incluye la regulación y/o supervisión de los bancos. La desviación promedio con respecto a la meta para aquellos bancos cuyo objetivo era únicamente la estabilidad de precios fue de 3,16%; para los bancos centrales con un objetivo de estabilidad financiera y de precios fue de 3,49%. El período abarca desde 2000 hasta 2006 inclusive.

de política monetaria afecte o se vea afectada por la estabilidad financiera. La tarea parece manejable, aunque difícil. Sin embargo, parecería mucho más difícil si el producto y empleo se añadieran explícitamente a la combinación de funciones en el mandato.

## Sobrevivir al predominio fiscal

Probablemente el peor escenario para la independencia del banco central es aquel en el cual una crisis de finanzas públicas subordina los objetivos y operaciones de política monetaria a la necesidad de respaldar las arcas públicas, situación denominada predominio fiscal. En este caso extremo, la política monetaria pierde independencia; se relega a mantener las tasas de interés en un nivel bajo para reducir los costos de endeudamiento del gobierno.

Cuando prevalece el predominio fiscal, un riesgo es la pérdida de control de la inflación. Las expectativas de inflación pueden aumentar cuando los mercados se dan cuenta de que el objetivo del banco central ha cambiado y las finanzas públicas son insostenibles. El tema de la sostenibilidad de las finanzas públicas en las economías avanzadas está más allá del alcance de este artículo. Está claro que estas economías se encuentran bajo presión, puesto que la relación deuda/PIB se elevó del 60% a más del 100% entre 2007 y 2013 (FMI, 2013). Sin embargo, la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo han reducido esta relación y han mantenido sus déficits fiscales bajo control, lo que les ha dado margen para contrarrestar algunos de los efectos de la crisis mundial.

Quizá el riesgo más tangible es que los mercados crean que la política monetaria ha dado la espalda a su objetivo tradicional de respaldar las finanzas públicas. Este riesgo es especialmente alto en aquellos países cuyos bancos centrales mantienen balances extraordinariamente elevados, por ejemplo, a través de grandes programas de compra de bonos. Este riesgo también se materia-

lizará si los bancos centrales deciden fijar tasas de interés a más largo plazo en el futuro. Los bancos centrales tal vez no puedan convencer a los mercados de que sus compras de bonos a más largo plazo se justifican por objetivos de política monetaria o de estabilidad financiera, y no solo fiscales. Está claro que estos riesgos aumentan con el nivel de deuda de un país y la duración de las compras de bonos.

Una percepción errónea de un cambio de objetivos de política monetaria podría ser costosa. La política monetaria tendría que aumentar las tasas de interés mucho más que antes para alcanzar el mismo efecto estabilizador en la economía. Entre la enorme cantidad de evidencia sobre el costo de una prima de riesgo por inflación, algunos sugieren que la evolución de la inflación es mejor en aquellos países donde existen mayores restricciones a la compra de bonos públicos por parte del banco central (véase el gráfico 3).

El predominio fiscal podría convertirse en una realidad en aquellos países que no logren construir defensas en los buenos tiempos a fin de prepararse para los malos. Por lo tanto, los bancos centrales deberían prepararse para encarar presiones considerables para mantener la inflación alta y reducir la presión sobre las finanzas públicas. Como último recurso, el debate con el gobierno debería zanjarse de manera cooperativa, posiblemente ofreciendo cierto respaldo del banco central para la aplicación de medidas concretas y creíbles a fin de cumplir las metas de sostenibilidad de la deuda a mediano plazo. El nivel de cooperación necesario, sin embargo, es nuevo y tendrá que construirse a lo largo de cierto tiempo. Independientemente del marco, la transparencia y la comunicación serán esenciales para preservar la credibilidad del banco central y la estabilidad económica. ■

*Luis Jácome es Subjefe de División y Tommaso Mancini-Griffoli es Experto del Sector Financiero, ambos del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

### Referencias:

Barro, Robert, y David Gordon, 1983, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *The Journal of Political Economy*, vol. 91, No. 4, págs. 589–610.

Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell'Arccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli y Fabián Valencia, 2014, "Monetary Policy in the New Normal", *IMF Staff Discussion Note 14/3* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Cukierman, Alex, 2008, "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future", *European Journal of Political Economy*, vol. 24, No. 4, págs. 722–36.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013, *Fiscal Monitor* (Washington, octubre).

Jácome, Luis I., Marcela Matamoros-Indorf, Mrinalini Sharma y Simon Townsend, 2012, "Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?", *IMF Working Paper 12/16* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Kydland, Finn, y Edward Prescott, 1977, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans", *The Journal of Political Economy*, vol. 85, No. 3, págs. 473–91.

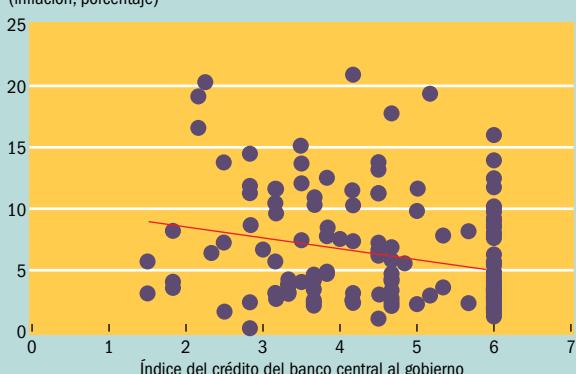
Rogoff, Kenneth, 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, No. 4, págs. 1169–89.

Gráfico 3

### No prestar al gobierno

En general, la evolución de la inflación es mejor en aquellos países donde existen mayores restricciones a la compra de bonos públicos por parte del banco central.

(inflación, porcentaje)



Fuentes: Jácome et al., 2012, y FMI, *International Financial Statistics*.

Nota: El índice del crédito del banco central al gobierno varía entre 1, cuando no se restringen los préstamos del banco central al gobierno, y 6, cuando está prohibido otorgarle préstamos al gobierno. La muestra comprende 138 bancos centrales. Los cálculos son estadísticamente significativos al nivel del 1%. El período abarca de 2004 a 2008 inclusive.