

Autonomía financiera de los BANCOS CENTRALES

JORGE IBERICO* Y FERNANDO VÁSQUEZ**

Durante los últimos años, a raíz de la crisis financiera internacional, se ha generado un renovado interés por asegurar la independencia de los bancos centrales, debido a las crecientes necesidades de financiamiento de déficit fiscales en las economías desarrolladas, y al impacto que podría tener la reversión de las medidas de expansión cuantitativa sobre los agregados fiscales. La independencia o autonomía financiera de los bancos centrales es clave para el cumplimiento de los objetivos de política monetaria.



* Supervisor Líder de Políticas del Sector Real del BCRP.
jorge.iberico@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Política Económica del BCRP.
fernando.vasquez@bcrp.gob.pe

I. INTRODUCCIÓN

Uno de los temas centrales en la política monetaria es el de la independencia de los bancos centrales. Por un lado, los desarrollos teóricos desde fines de la década del setenta sobre el sesgo inflacionario, a partir de los trabajos de Kydland y Prescott (1977)¹ y Barro y Gordon (1983)², proporcionaron los primeros fundamentos del análisis económico respecto a la importancia de que la autoridad monetaria sea autónoma respecto al gobernante de turno.

De otro lado, las prescripciones de la teoría fueron acompañadas luego por un proceso de reformas en los bancos centrales a nivel mundial desde fines de la década de los ochenta. Cukierman (2008)³ encuentra tanto factores globales como regionales que condicionaron esta evolución. Dentro de los primeros se destaca la búsqueda de un esquema que permita una mayor estabilidad de precios dada la estanflación observada durante la década anterior. Asimismo, factores de naturaleza regional coadyuvieron al proceso, entre estos se hallan la firma del Tratado de Maastricht, las elevadas cifras de la inflación observadas en las economías Latinoamericanas, y los procesos de reformas estructurales en los países de Europa Oriental.

Durante los últimos años, a raíz de la crisis financiera internacional, se ha generado un renovado interés por asegurar la independencia de los bancos centrales, debido a las crecientes necesidades de financiamiento de déficit fiscales en las economías desarrolladas, y al impacto que podría tener la reversión de las medidas de expansión cuantitativa sobre los agregados fiscales. La independencia o autonomía financiera de los bancos centrales es clave para el cumplimiento de los objetivos de política monetaria.

II. AUTONOMÍA FINANCIERA

La independencia de los bancos centrales tiene al menos tres aspectos: independencia legal, independencia operacional e independencia económica-financiera. La independencia legal tiene que ver con el otorgamiento al banco central de la responsabilidad exclusiva de la política monetaria, y con el diseño de un esquema de nombramiento de su directorio que propicie un proceso de toma

decisiones independiente de presiones políticas; la independencia operacional se entiende como el poder discrecional del banco central para implementar la política monetaria; la independencia financiera del banco central, o su fortaleza financiera, se refiere a la capacidad efectiva con que cuenta el banco con sus propios recursos para cumplir sus objetivos⁵.

Ivanovic (2014)⁶ distingue dos aproximaciones a la independencia financiera. Un concepto estrecho está basado en la capacidad de los bancos centrales de controlar sus propios recursos financieros en el presupuesto, la asignación de las utilidades y la cobertura de las pérdidas. En un sentido amplio, la independencia financiera incluye también a la prohibición de prestar al gobierno.

Según Bini (2007)⁷, el concepto de independencia financiera debería ser evaluado desde la perspectiva de si una tercera persona (el gobierno por ejemplo) es capaz de ejercer una influencia directa o indirecta no solamente sobre las tareas del banco central sino también sobre su capacidad (entendida tanto operacionalmente, en términos de contratación de personal, y financieramente, en términos de apropiados recursos financieros) para cumplir su mandato.

En este sentido, señala que el derecho a determinar su propio presupuesto es uno de los aspectos de la independencia financiera donde los bancos centrales son más vulnerables a la interferencia externa. Por ello, el Banco Central Europeo ha opinado que las finanzas de los bancos centrales no deben depender ni del gobierno, ni del parlamento, ni de ninguna otra entidad⁸.

Un banco central sin independencia financiera tendrá dificultades para cumplir sus objetivos de política monetaria, por dos razones:

1. Si el banco no cuenta con recursos propios para el cumplimiento de sus objetivos (por ejemplo, para cubrir costos de esterilización)⁹, tendrá que solicitarlos al gobierno, y en consecuencia sus decisiones de política podrán verse influenciadas por éste¹⁰;
2. Si el banco no cuenta con la fortaleza financiera para sostener sus medidas de política monetaria, éstas no serán creíbles por los

¹ Kydland F. y Prescott E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. The Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3, junio.

² Barro R. y Gordon D. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Model. Working Paper N° 1079, NBER.

³ Cukierman A. (2008). Central bank independence and monetary policymaking institutions -- Past, present and future. European Journal of Political Economy. Vol. 24, Elsevier, diciembre.

⁴ Martínez-Resano J. (2004). Central Bank Financial Independence. Documento Ocasional N° 0401. Banco de España.

⁵ Stella Peter (2005). Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility. IMF Staff Papers Vol. 52. Number 2.

⁶ Ivanovic, Valentina. (2014). Financial Independence of Central Bank through the Balance Sheet Prism. Journal of Central Banking Theory, 2, marzo.

⁷ Bini Smaghi L. 2007. Discurso dado en la conferencia Good Governance and Effective Partnership, en Budapest, Hungría.

⁸ Opinión del BCE CON/2003/22, párrafo 8, del 5 de junio de 2002, sobre un pedido del Ministro de Finanzas de Finlandia para reducir el capital de su banco central.

⁹ Schobert F. (2008). Why do central banks make losses? Central Banking, febrero.

¹⁰ Esta influencia a menudo es negativa por la tentación del gobierno de usar el dinero de una manera distorsionante. Esta tentación surge del hecho de que la creación de dinero tiene efectos positivos en el corto plazo, en el crecimiento y el empleo, mientras que los costos, en términos de mayor inflación, son pagados sobre el mediano y largo plazo.

agentes económicos, lo que pondrá en riesgo el éxito de las medidas.

A nivel de los componentes de la independencia financiera, la prohibición de conceder financiamiento al Tesoro Público es uno de los más empleados en los estudios empíricos sobre autonomía de los bancos centrales. Efectivamente este componente se encuentra presente desde los trabajos seminales de Cukierman (1992)¹¹ y Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991)¹². La importancia de este componente se debe a que atiende directamente al mecanismo principal de la materialización del sesgo inflacionario: el acceso del gobernante a la creación de dinero para el financiamiento de una política expansiva (déficit fiscal). La prohibición del financiamiento permite al banco central contar con un mayor grado de autonomía operativa, a través de un mejor control sobre su hoja de balance.

La autonomía presupuestal es también un componente importante de la autonomía de los bancos centrales. Esta se recoge en los índices de Cukierman (1992) así como en las formulaciones más recientes de Pisha (2011)¹³ e Ivanovic (2014). En efecto, aún con la prohibición explícita de financiamiento al Tesoro Público, ciertos arreglos institucionales podrían limitar las acciones de los bancos centrales; al respecto, Martínez-Resano (2004) considera:

“la libre toma de decisiones de un banco central aparentemente independiente podría estar en riesgo si la vulnerabilidad financiera podría transformarlo en una institución dúctil. Nótese que las distorsiones a su proceso de decisión pueden aparecer aún sin una interferencia explícita externa. La auto-restricción en la adopción de políticas monetarias, que de implementarse podrían llevar al banco central a una situación de apremio financiero serían también una fuente indirecta de falta de independencia.”

La falta de autonomía presupuestal puede condicionar las decisiones del banco central, en particular limitando su capacidad efectiva de control de la inflación. Ello es evidente si se analiza la aplicación de una política monetaria contractiva, en tanto ésta tiende a reducir los resultados financieros del banco. En general, una contracción de los agregados monetarios reduce el tamaño de su hoja de balance, lo que conllevará también a una reducción de sus activos financieros y afectará su capacidad de generar ingresos. En el caso de los bancos centrales que emiten sus propios títulos, la contracción monetaria implica incrementar las

“ **La independencia o autonomía financiera de los bancos centrales es clave para el cumplimiento de los objetivos de política monetaria. Este atributo es recogido en la Constitución (artículo 84°) y en la Ley Orgánica del BCRP (artículo 86°)** ”

operaciones de esterilización a través de estos. Ello eleva sus gastos financieros, lo cual podría entrar en contradicción con una restricción presupuestaria impuesta externamente.

Así, la existencia de control presupuestario por parte del gobierno le otorga a este último la posibilidad de presionar al banco central para la aplicación de determinadas políticas. Por ejemplo, una medida de incremento de las tasas de interés para reducir las presiones inflacionarias, además de las consideraciones de economía política¹⁴ respecto a los efectos sobre la actividad económica, produce también un incremento de los costos de financiamiento y del servicio de la deuda pública, generando los incentivos para disuadir al banco central de la aplicación de esta medida.

Un elemento particular de la autonomía presupuestal es el referido a la entidad responsable de fijar las remuneraciones de los funcionarios del banco central. Si esta se encuentra en manos del gobernante de turno se generan también incentivos perversos para condicionar las acciones del Banco.

Un tercer componente de la autonomía financiera se refiere al capital y la asignación de las utilidades del banco central. Un esquema en el que el Banco no pueda disponer de las utilidades que genera, le deja sin la posibilidad de constituir reservas y debilita su fortaleza financiera, presentando una menor capacidad de enfrentar eventuales pérdidas, incrementando su dependencia del gobierno. Más aún, la exigencia del gobierno

¹¹ Cukierman, A. (1992) Central Bank Strategy, Credibility and Independence, Cambridge, Massachusetts. MIT Press.

¹² Grilli V., Masciandaro D., y Tabellini G. (1991). Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries. Economic Policy 13, octubre.

¹³ Pisha, A. (2011) Eurozone indices: a new model for measuring central bank Independence. Special Conference Paper 5, Bank of Greece, febrero.

¹⁴ La literatura respecto a la influencia de la política sobre los ciclos económicos es vasta, a partir del trabajo seminal de Nordhaus W. (1975). Political Business Cycles. Review of Economic Studies 42, abril.

CUADRO 1 ■ Autonomía presupuestal de bancos centrales en el mundo

Los principales bancos centrales del mundo, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Reserva de Australia y el Banco de Canadá, cuentan con autonomía presupuestaria. Otros bancos europeos también tienen esta prerrogativa, como son los casos del Banco Nacional Checo, el Banco Nacional de Rumanía y el Banco Central de la República de Turquía. En Asia, están los casos del Banco Central de Islandia y el Banco Central de Filipinas. Finalmente, en Latinoamérica, además del Perú, tenemos los casos del Banco Central de Brasil, el Banco de Guatemala, y los bancos centrales de Chile y México.

Así por ejemplo, en el caso del **Banco de México**, la Constitución de ese país establece que:
 "Artículo 28°. (...) El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración."

Por su parte, la Ley Orgánica del Banco de México indica que la Junta de Gobierno del Banco tiene entre sus facultades:
 "Artículo 46°, inciso XI. Expedir las normas y criterios generales a los que deberá sujetarse la elaboración y ejercicio del presupuesto de gasto corriente e inversión física del Banco, así como aprobar dicho presupuesto y las modificaciones que corresponda efectuarle durante el ejercicio."

En el caso del **Banco Central de Chile**, su ley orgánica señala lo siguiente:
 "Artículo 2°. El Banco, en el ejercicio de sus funciones y atribuciones, se regirá exclusivamente por las normas de esta ley orgánica y no le serán aplicables, para ningún efecto legal, las disposiciones generales o especiales, dictadas o que se dicten para el sector público. Subsidiariamente y dentro de su competencia, se regirá por las normas del sector privado."

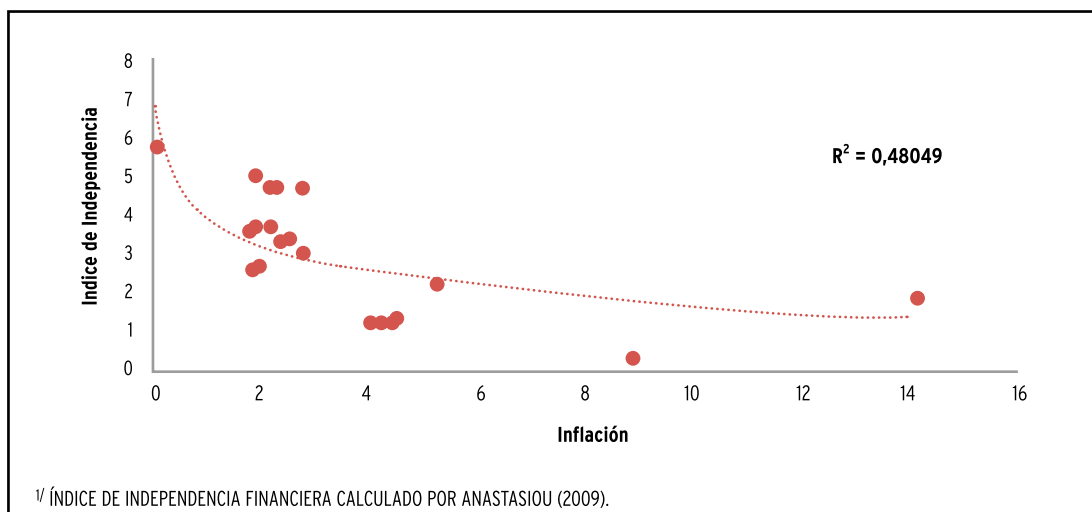
de un determinado nivel de éstas tiene un efecto similar sobre la independencia que la del control presupuestal (falta de autonomía) mencionada arriba. En este sentido, esquemas donde se define de manera transparente el porcentaje de las utilidades que se constituirán en reservas coadyuvan a la autonomía financiera.

Stella (2005) establece que el mantener un adecuado nivel de capital es en sí mismo un requisito de la autonomía financiera y de la independencia en general de un banco central, y también un condicionante de la capacidad del Banco de cumplir con un objetivo de estabilidad de precios. Considera que una posición financiera débil lo hace proclive a presentar pérdidas, las cuales tenderán a presionar sobre la emisión monetaria. Ello con-

ducirá, además, a elevar las expectativas de los agentes económicos sobre el crecimiento futuro del dinero. En este sentido, el fijar un nivel de capital insuficiente genera un sesgo expansivo a la política monetaria, minando la credibilidad del Banco en el cumplimiento de sus objetivos.

Antenbrink (2005)¹⁵ asevera que la ausencia de un capital inicial suficiente hace al Banco dependiente del apoyo financiero del gobierno para cubrir las pérdidas. Sin embargo, ello podría ser atenuado si existe un mecanismo automático de re-capitalización. A su vez, Ivanovic (2004) afirma que un bajo nivel de capital puede llevar a que el entorno político presione para que el banco central no lleve adelante políticas que puedan conducir a pérdidas, limitando su independencia,

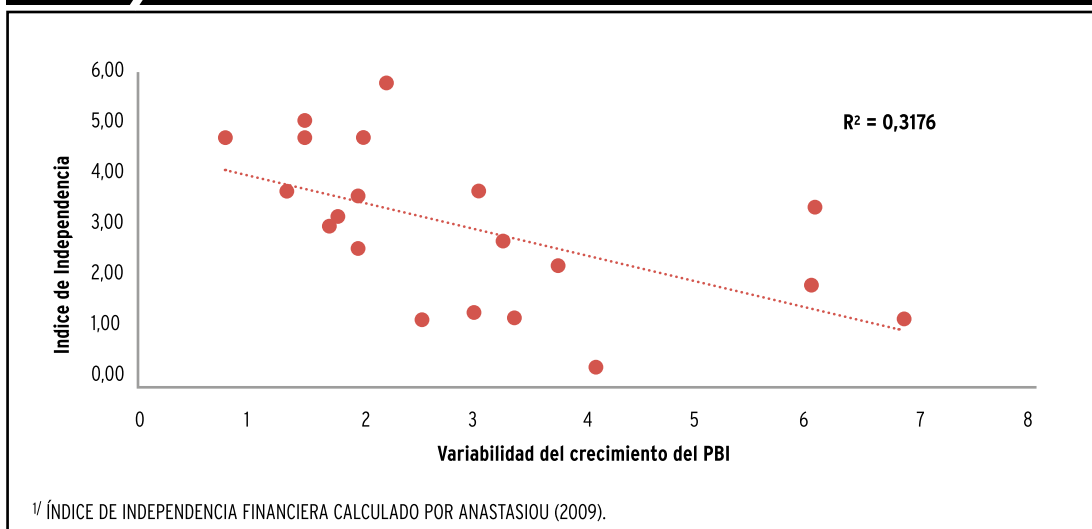
GRÁFICO 1 ■ Independencia Financiera¹ e Inflación: Países OECD 2001-2015



^{1/} ÍNDICE DE INDEPENDENCIA FINANCIERA CALCULADO POR ANASTASIOU (2009).

¹⁵ Antenbrink, F. (2005). Securing financial Independence in the legal basis of a Central Bank, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

GRÁFICO 2 ■ Independencia Financiera¹ y Volatilidad del Crecimiento: Países OECD 2001–2015



y concluye que un mayor nivel de capital mejora su habilidad para conducir una política monetaria independiente de las autoridades fiscales.

III. EVIDENCIA EMPÍRICA

El consenso sobre lo beneficioso que resulta para los países el tener bancos centrales financieramente autónomos, se ve reflejado en las leyes orgánicas de los principales bancos centrales del mundo, e incluso en las constituciones políticas de los países; algunos ejemplos se muestran en el Cuadro 1.

Son numerosos los estudios que han cuantificado los beneficios macroeconómicos de conceder la autonomía a los bancos centrales, siendo la inflación y la volatilidad de la actividad económica las variables que han despertado mayor interés.

Los primeros trabajos que analizan la relación de la independencia con la inflación se centraron en las economías industrializadas, destacándose los de Bade y Parkin (1988)¹⁶, Alesina y Summers (1993)¹⁷, Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y Cukierman (1992), los cuales mostraban una clara relación negativa. Posteriormente, se incorporó al análisis a las economías emergentes; en éstas la relación negativa era más nítida cuando se utilizaba a la rotación del cargo de Presidente del Banco Central como un indicador de autonomía efectiva (en lugar del componente de autonomía legal en los índices de independencia).

Por otro lado, estudios empíricos de la volatilidad de la actividad económica evidencian que no existe una relación sistemática con el grado de

“ Los principales bancos centrales del mundo, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Reserva de Australia y el Banco de Canadá, cuentan con autonomía presupuestaria ”

autonomía, como se ve en los trabajos de Alesina y Summers (1993), Cukierman et al (1993)¹⁸, y más recientemente Anastasiou (2009)¹⁹. Este resultado llevó a que Grilli et al (1993) y Cukierman (2008) lo denominen como uno de los pocos “almuerzos gratis” en economía: se puede alcanzar un beneficio (baja inflación) sin que ello cueste a la sociedad (volatilidad macroeconómica).

Más aún el trabajo de Brumm y Krashevski (2003)²⁰ muestra que aquellos bancos centrales con un mayor nivel de independencia presentan un menor “ratio de sacrificio” (la contracción necesaria de la actividad económica para que se reduzca la inflación).

¹⁶ Bade, R., Parkin, M. (1988) Central Bank Laws and Monetary Policy. University of Western Ontario. Manuscript.

¹⁷ Alesina, R., Summers, L. (1993) Central Bank Independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25.

¹⁸ Cukierman A., Kigel M. y Leiderman L. (1993). The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility, Papers 1-93, Tel Aviv - the Sackler Institute of Economic Studies.

¹⁹ Anastasiou, A. (2009) “Central Bank Independence and Economic Performance”. *Cyprus Economic Policy Review* Vol 3 N°1.

²⁰ Brumm, H., Krashevski, R. (2003). “The Sacrifice Ratio and Central Bank Independence Revisited”. *Open Economies Review*, 14.

En relación a la importancia relativa de los componentes, Anastasiou desagrega las cuatro categorías del índice de Cukierman para analizar su relación con las variables macroeconómicas, en el marco de las economías de la OECD. Los resultados destacan a la autonomía financiera como la que muestra la más clara relación negativa con la tasa de inflación, y no se encuentra relaciones significativas con la variabilidad del crecimiento del PBI.

Los Gráficos 1 y 2 utilizan la medición de autonomía financiera de Anastasiou y lo comparan con la evolución de las variables macroeconómicas de los últimos 15 años²¹ para economías de la OECD. Se observa que en este periodo además de la relación negativa con la tasa de inflación, hay también una relación inversa con la volatilidad del crecimiento económico.

En el contexto de las economías latinoamericanas, Jácome y Vázquez (2005)²² utilizan una modificación del índice de Cukierman, que incorpora nuevas variables que mejoran la medición de los diversos componentes de la autonomía. En el caso de la independencia financiera, además de considerar las restricciones al financiamiento del gobierno del índice de Cukierman, consideran una medición de las provisiones legales que permiten al banco central preservar su capital, de modo que pueda contar con los recursos financieros para cumplir su mandato.

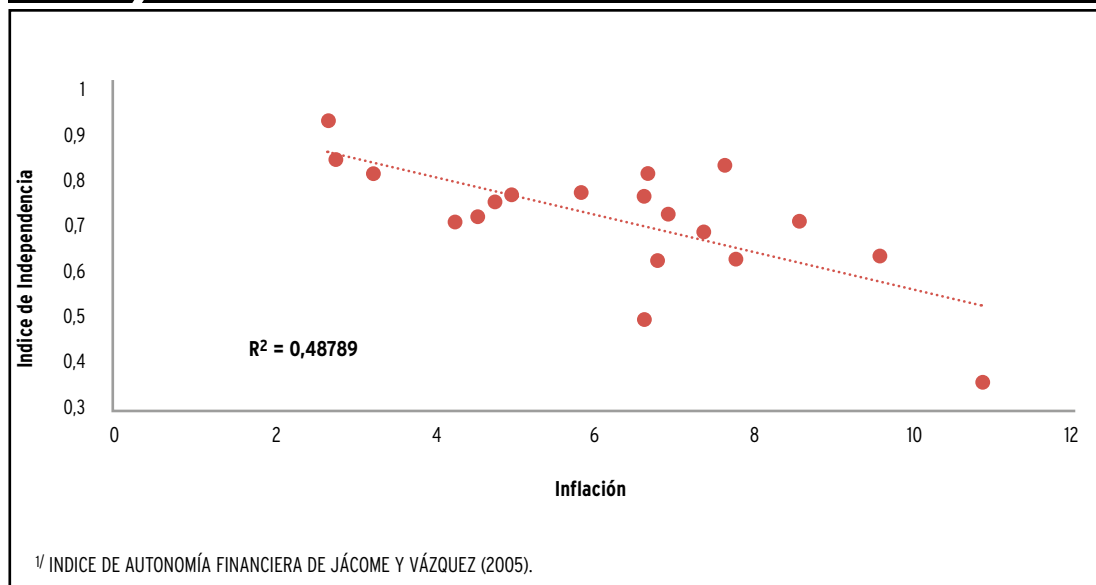
Los Gráficos 3 y 4 muestran la relación entre la independencia financiera de Jácome y Vázquez²³ con la inflación y la volatilidad del crecimiento en Latinoamérica para el periodo entre los años 2001 y 2015. Se aprecia una clara relación negativa de la autonomía con la inflación, en tanto que la relación con la volatilidad del crecimiento es más débil, haciendo evidente que aquellos países que han otorgado un mayor grado de autonomía a su banco central han venido gozando de un “almuerzo gratis”.

Por otro lado, algunos trabajos se centran en las implicancias de la falta de fortaleza financiera de los bancos centrales, a través de un bajo nivel de capital. Así Klüh y Stella (2008)²⁴ muestran una relación negativa entre la fortaleza financiera y la inflación, en tanto que Adler, Castro y Tovar (2012)²⁵ observan que los bancos centrales con un bajo nivel de capital tienden a implementar políticas monetarias más expansivas.

IV. AUTONOMÍA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (BCRP)

La Constitución Política del Perú y la Ley Orgánica del BCRP contienen disposiciones que protegen la hoja de balance del Banco frente a presiones externas (del gobierno u otros agentes), y de esta manera salvaguardan la independencia financiera del Banco.

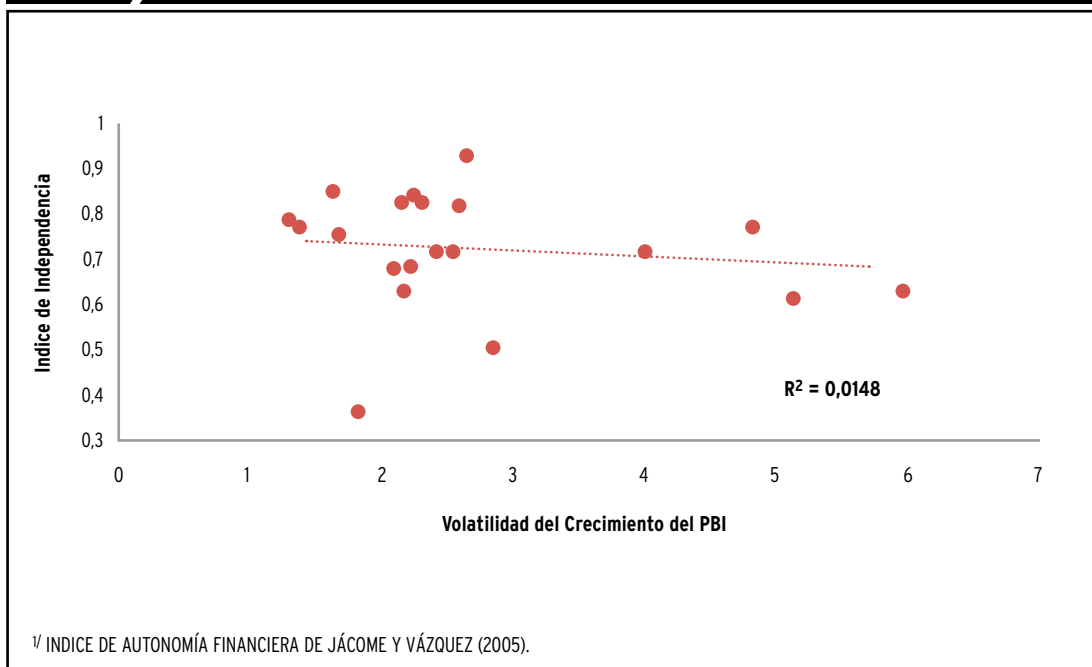
GRÁFICO 3 ■ Independencia Financiera¹ e Inflación: Latinoamérica 2001–2015



¹ ÍNDICE DE AUTONOMÍA FINANCIERA DE JÁCOME Y VÁZQUEZ (2005).

²¹ Anastasiou actualiza los índices de independencia hasta el 2006 y evalúa su relación con las variables macroeconómicas en el periodo 1999-2006. Cabe mencionar que en el análisis de la situación de 20 economías de la OECD, no se incluyen los países de la zona Euro pues sus bancos centrales forman ahora parte del Banco Central Europeo. En relación a la autonomía financiera, el índice de Cukierman refleja principalmente las restricciones al financiamiento del gobierno.
²² Jácome, L. y Vázquez, F. (2005) “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”. IMF WP/05/75.
²³ La medición de Jácome y Vasquez calcula el índice de las economías latinoamericanas al 2002. Los gráficos excluyen a Venezuela.
²⁴ Klüh U. y Stella P. (2008). Central Bank Financial Strength and Policy Performance: An Econometric Evaluation. IMF WP/08/176, julio.
²⁵ Adler G., Castro P. y Tovar C. (2012). Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy? IMF P/12/60, febrero.

GRÁFICO 4 ■ Independencia Financiera¹ y Volatilidad del Crecimiento: Latinoamérica 2001–2015



1/ ÍNDICE DE AUTONOMÍA FINANCIERA DE JÁCOME Y VÁZQUEZ (2005).

Así, el artículo 84° de la Constitución establece que el BCRP “tiene autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica”, y que “está prohibido de conceder financiamiento al erario, salvo la compra, en el mercado secundario, de valores emitidos por el Tesoro Público, dentro del límite que señala su Ley Orgánica.”²⁶ Por su parte, la Ley Orgánica²⁷ añade otros impedimentos:

- Conceder financiamiento a instituciones financieras estatales de fomento;
- Conceder préstamos a instituciones financieras que adeuden al Banco obligaciones vencidas;
- Conceder préstamos u adelantos a los Directores;
- Constituir fondos que tengan por objeto otorgar créditos o efectuar inversiones para promover alguna actividad económica no financiera;
- Extender avales, cartas-fianza u otras garantías y de emplear cualquier otra modalidad de financiamiento indirecto, así como de otorgar seguros de cualquier tipo.
- Comprar acciones, salvo las emitidas por organismos financieros internacionales o aquéllas que sea preciso adquirir para la rehabilitación de empresas bancarias o financieras. También lo está de participar, directa o indirectamente, en el capital de empresas comerciales, indus-

triales o de cualquier otra índole.

Abordando otro aspecto de la independencia financiera, el artículo 86° de la Ley Orgánica señala que el Banco cuenta con autonomía presupuestal, siendo responsable de la programación, formulación, aprobación, ejecución, ampliación, modificación y control del presupuesto institucional. El Directorio fija la remuneración del presidente del Banco, de su gerente general, y a propuesta de éste, de sus funcionarios principales y trabajadores en general. Asimismo, el gerente general contrata al personal necesario para el cumplimiento de las funciones del Banco, de acuerdo a los Estatutos y con sujeción a las políticas establecidas por el Directorio y a las vacantes existentes.

Finalmente, otro aspecto importante de la independencia financiera que es considerado en la Ley Orgánica del BCRP tiene que ver con la capitalización del Banco. El artículo 92° dispone que el 75 por ciento de las utilidades netas del Banco se destinen a una reserva que podrá servir para su capitalización²⁸. De otro lado, el artículo 93° señala que en caso que el Banco tenga pérdidas, se aplica a su cobertura la reserva arriba mencionada, y de ser ésta insuficiente, el Tesoro Público, dentro de los treinta días de aprobado el Balance, emite y entrega al Banco títulos de deuda negociable, que devengan intereses, por el monto no cubierto.

²⁶ En ningún momento el incremento anual de las tenencias de esos títulos, valuados a su precio de adquisición, puede superar el cinco por ciento del saldo de la base monetaria del cierre del año precedente.

²⁷ La Ley Orgánica del BCR es una norma de desarrollo constitucional en la medida que la propia Constitución se remite a ésta. Monteagudo, M., revista Moneda 131, 2005.

²⁸ Para una comparación con otros bancos centrales ver: Archer D. y Moser-Boehm.P. (2013). Central Bank Finances., BIS Papers N° 71.