

I NSTITUCIONES y política monetaria

JAVIER LUQUE*

El artículo analiza la importancia de la independencia y la credibilidad de las instituciones que manejan la política monetaria, pues de ellas dependerá mantener la estabilidad de la moneda.

**Un banco central independiente y fuerte
podrá mantener inflaciones bajas**

* Doctor en Economía, Universidad de Rochester. Jefe(e) Departamento de Políticas del Sector Real, Banco Central de Reserva del Perú y profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Las instituciones cumplen un rol fundamental en el desarrollo de la actividad económica (North, 1990). Éstas determinan los mecanismos de interacción de los agentes económicos. En particular, las instituciones encargadas de la política monetaria (los bancos centrales) determinarán la efectividad de la misma para garantizar inflaciones bajas.

El diseño de instituciones no se debe tomar como exógeno a las mismas, como algo dado, si no que son los mismos agentes económicos los que deciden las instituciones que van a regir sus interacciones económicas. Este carácter endógeno de las instituciones debe ser el elemento que garantice su permanencia en el tiempo. Aquellas instituciones que los agentes no perciban con carácter duradero no producirán los resultados económicos esperados en su diseño dado que los agentes esperarán un rápido final de las mismas.

Las instituciones encargadas de la política monetaria requieren de la credibilidad de los agentes económicos, por ello buscan mantenerla y mejorarla. Esto evita el problema de inconsistencia temporal, definida como la incapacidad de las autoridades económicas de comprometerse en políticas de largo plazo. Así, en el caso de los bancos centrales, estos pueden hacer anuncios sobre la evolución futura de la inflación, con el fin de guiar expectativas. Sin embargo, una vez que los salarios y precios han sido fijados, no es conveniente que caigan en la tentación de desviarse de la política de largo plazo, con el propósito de hacer políticas monetarias expansivas a fin de incentivar temporalmente el producto y el empleo. Si lo hiciesen, el resultado de estas políticas temporales serían nive-

Los pilares del diseño institucional moderno de la banca central son la independencia del banco central, la transparencia, y la rendición de cuentas, acompañadas con un objetivo claro en la obtención de tasas de inflación bajas.

En efecto, unas tasas bajas de inflación afectan positivamente al crecimiento de la economía porque, entre otras razones, reducen el grado de incertidumbre futura, mejorando la eficiencia de las decisiones de inversión de los agentes económicos. Asimismo, una tasa de inflación baja favorece que los agentes se dediquen más a actividades productivas que a actividades especulativas (Barro, 1995, entre otros).

No obstante, puede ser que no exista un consenso para tener inflaciones bajas. Pueden existir grupos que se beneficien de actividades rentistas asociadas a la inflación, en consecuencia estos grupos no respaldarán instituciones que garanticen inflaciones bajas. Asimismo, la inflación puede implicar grandes redistribuciones de riqueza, que algunos grupos económicos podrían estar interesados en que se realicen. O finalmente, algunas líneas de pensamiento económico le otorgaban un rol en el crecimiento, no obstante, el consenso actual apuntaría a que políticas monetarias expansivas sólo pueden afectar el producto en el corto plazo.

Economistas institucionales en los ochenta y noventa han sostenido que la independencia de los bancos centrales reduce la tasa de inflación. Esto responde a ganancias en la credibilidad que los bancos centrales tienen sobre otras entidades del gobierno. Los beneficios de tasas bajas de inflación se presentan sin mayores costos en la reducción del producto. En este contexto, independencia significa autonomía y, ser conservador: cuidadoso de la inflación. (Ver Barro Gordon, 1983; Rogoff, 1985; Cukierman, 1992)

La independencia del banco central permite aislarlo de presiones políticas por menores tasas de interés o de financiamiento de déficit fiscales. Al separarlo del gobierno, se disminuye la presión sobre el banco central para que se involucre en políticas enfocadas en el producto. La independencia usualmente se manifiesta a través de designación de directorios por periodos de tiempo determinados, los que no pueden ser removidos, y por prohibiciones explícitas de financiamiento al fisco. Estudios que realizan comparaciones entre países han encontrado una relación negativa entre el nivel de independencia de los bancos centrales y las tasas de inflación: a más independencia menor inflación. (Cukierman, 1992)

Asimismo, el aspecto conservador de los bancos centrales se refiere a que los bancos centrales deben experimentar una mayor pérdida de utilidad de la que experimenta la sociedad frente a episodios inflacionarios, es decir, ser más cuidadosos de la inflación. (Rogoff 1985) Esto debe garantizar que los bancos centrales se enfoquen en mantener inflaciones bajas.

La inflación es un proceso dinámico, en que las expectativas de su evolución futura tienen impacto sobre su valor presente

les de inflación realizados superiores a los anunciados inicialmente. Los agentes reaccionarían frente a esta posibilidad, no creyendo en los anuncios realizados inicialmente; es decir, se habría perdido la credibilidad, de tal forma, la posibilidad de un comportamiento oportunista por parte de los bancos centrales hace que los agentes generen sesgos positivos sobre la inflación.

Los incentivos que podrían surgir en el banco central contra la credibilidad estarían relacionados también a la dimensión temporal que los banqueros centrales enfrentan. Si no hay una valoración por la evolución futura de la credibilidad probablemente se pierda. Diversos estudios, por ejemplo Cukierman (2000) han analizado lo costoso (en términos del producto) que puede representar recuperar la credibilidad en contextos dinámicos.

Cabe anotar que podrían existir ciertos grupos de interés que no apoyen la independencia del banco central, en la medida que pretendan realizar, eventualmente, sorpresas inflacionarias. El otorgamiento de la independencia limita que surjan estos comportamientos oportunistas, contribuyendo a la reducción de posibles sesgos inflacionarios. Independientemente de los beneficios que implica la independencia del banco central al mejorar la credibilidad, existen países que no han adoptado esquemas de bancos centrales independientes. En algunos casos, los países han optado fijar sus monedas con respecto a monedas externas (por ejemplo el dólar), en cuyo caso indirectamente se obtiene la independencia al dependerse de bancos central independientes, pero extranjeros.

La independencia otorgada a los bancos centrales no es ilimitada. Estos tienen usualmente la función de controlar la estabilidad de precios impuesto fuera del banco central, por ejemplo por la Constitución. Por lo tanto, los bancos centrales tienen que rendir cuentas ante los ciudadanos sobre el éxito en las función encargada. Algunos bancos centrales, especialmente los que se dedican a metas explícitas de inflación, rinden cuentas a través de la publicación de reportes de inflación. Estos tienen la función de explicar los motivos, usualmente ligados a choques de oferta que habrían motivado tales desvíos. Al aclarar los motivos ante episodios inflacionarios, no disminuiría la credibilidad del banco central, dado que los agentes no relacionarían la inflación con estímulos monetarios del banco central.

De tal manera, podemos afirmar que la inflación observada en un país dado podría componerse de dos factores: $\pi = \text{CBI} \cdot \pi_c^* + (1 - \text{CBI}) \cdot \pi_d^*$

Donde CBI denota el grado de independencia del banco central, π_c^* la inflación de compromiso o anunciada, mientras que π_d^* denota la inflación discrecional. A medida que el grado de independencia



EL DIRECTORIO. La independencia del banco central permite aislar a sus directores de las presiones políticas.

de banco central es mayor, los impactos discrecionales serán menores. No obstante, cabe anotar que el impacto final de la independencia del banco central dependerá de las características propias de los países donde se aplica (Franzese, 2001).

En este sentido, la transparencia de la política monetaria es otro elemento clave para el logro de la credibilidad de los bancos centrales. Los reportes de inflación contribuyen a la transparencia, al presentar a los agentes económicos los escenarios posibles de evolución de la economía y las posibles respuestas de la política monetaria a fin de lograr la meta de inflación. Esta transparencia reducirá elementos imprevistos de la política monetaria, eliminando sorpresas en los mercados y permitiendo un mayor desarrollo de los mismos.

La inflación es un proceso dinámico, en que las expectativas de su evolución futura tienen impacto sobre su valor presente. Por lo tanto, instituciones diseñadas para sostener la credibilidad de la política monetaria, e inflaciones bajas, deben buscar que la independencia y la transparencia se mantengan de forma endógena en el tiempo, y deben rendir cuentas de una manera adecuada para lograr dicho objetivo. Es conveniente que los agentes estén familiarizados con las bondades relacionadas con el diseño institucional y los riesgos relacionados con cambios en el diseño institucional, especialmente en los contextos de información imperfecta en que los agentes se desempeñan.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barro, R. y D. Gordon (1983), "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 12, no 1.
- Barron, R. (1995) *Inflation and Economic Growth*, NBER working paper 5326.
- Cukierman, A. (1992) *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge MA.
- Cukierman, A. (2000) "Establishing a reputation for dependability by means of inflation targets", en Mahadeva, Lly G. Sterne (2000) *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London.
- Franzese, Robert (2001) "Institutional and Sectorial Interactions in Monetary Policy and Wage/Price-Bargaining", en Hall, P. and D. Soskice (2003), *Varieties of Capitalism*, Oxford University Press, New York
- North, Douglas (1990) *Institutions, institutional change and Economic performance*, Cambridge University Press, New York
- Rogoff, K. (1985) "The optimal commitment to an intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100, no 4