

SOBRE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES

José I. GARCIA DE PASO

ES un placer para mí aceptar la oportunidad que me brinda el profesor Fuentes Quintana de comentar la conferencia de Rafael Repullo sobre la independencia de los bancos centrales. El motivo es doble. En primer lugar, por el conferenciante (Repullo es un extraordinario economista, por el que siento profunda admiración). En segundo lugar, por el tema (que es apasionante).

El trabajo de Repullo pone de manifiesto el problema clásico de inconsistencia temporal en el marco de la política monetaria y algunas de sus posibles resoluciones. Tras descartar acertadamente varias de ellas, Repullo se queda con la solución de delegar la política monetaria en un banco central independiente y conservador para que lleve a cabo una política discrecional de acuerdo con sus propias preferencias. Al mismo tiempo, Repullo señala la existencia de otro tipo posible de resolución (lo que él llama el enfoque contractual) que no entra a discutir.

Dado que parte de mi más reciente investigación en este campo ha estado dedicada a dicho enfoque contractual, mis comentarios se van a centrar en resaltar las principales características que presentan ambos enfoques (discrecional y contractual).

El problema clásico de inconsistencia temporal surge cuando el nivel de empleo determinado por el mercado es considerado demasiado bajo por el gobierno. Como consecuencia, los beneficios marginales de una inflación sorpresa exceden los costes marginales de la inflación cuando ambos se evalúan en una inflación cero. Esto incentiva al gobierno a embarcarse en una política monetaria expansiva que reduzca los salarios rea-

les de la economía. Como el público también evalúa los costes y beneficios de la inflación, una política de inflación cero no es creíble y el equilibrio temporalmente consistente se caracteriza por una expansión monetaria inflacionista.

El enfoque discrecional consiste en la resolución del problema vía un mecanismo de delegación de la política monetaria por parte del gobierno en un banco central independiente. Independiente en el sentido de que goza de autonomía para ejecutar la política deseada por el banco. ¿Por qué un banco central independiente podría resolver el problema? La respuesta está en que si el gobierno concede independencia al banco central y además nombra banqueros centrales que sean más antiinflacionistas que el propio gobierno (por ejemplo, mediante la introducción de una legislación sobre el banco central que haga explícita la estabilidad de precios como objetivo prioritario del banco), esa estrategia sirve como un sustituto parcial de una tecnología de compromiso vinculante (Rogoff, 1985).

Puede mostrarse que en economías sujetas a perturbaciones de oferta no es óptimo, sin embargo, delegar la política monetaria en banqueros centrales totalmente conservadores. La razón estriba en que si no se lleva a cabo una política monetaria anticíclica, tales perturbaciones se dejarán sentir con toda su intensidad sobre el empleo. En consecuencia, cuanto mayor sea el peso del objetivo de estabilidad de precios en la legislación del banco central, menor será su respuesta estabilizadora a las perturbaciones de oferta agregada. El punto en el cual el beneficio marginal que obtiene el go-

bierno de una reducción de la inflación se iguala a su pérdida marginal, como consecuencia de la mayor variabilidad del empleo, determina el grado deseado del conservadurismo para el banco central y, por ende, de reducción de la inflación.

Pues bien, ese grado deseado de conservadurismo es positivo, pero no infinito. Dicho de otro modo, es óptimo que un banco central independiente en el que se delega la política monetaria esté más preocupado por la estabilidad de precios que el gobierno. Pero no es óptimo que el banco central tenga como objetivo único la estabilidad de precios.

Intuitivamente, bajo una política monetaria discrecional conducida por el gobierno, la inflación temporalmente consistente es demasiado alta, mientras que el empleo se fija óptimamente (dada la inexistencia de otros instrumentos de política distintos de la monetaria). En el margen, es óptimo para el gobierno aceptar variabilidad adicional en el empleo a cambio de reducir la inflación.

Hasta ahora hemos supuesto que la delegación de la política monetaria en el banco central independiente era irreversible. Es decir, hemos supuesto que la legislación existente sobre el banco central contemplaba la imposibilidad de que el gobierno pudiera cesar a la autoridad monetaria para hacerse cargo él mismo de dicha política. En otras palabras, hemos supuesto que el coste para el gobierno, si «relevar» a la autoridad monetaria de su cargo, es infinito (por ejemplo, en términos de que la legislación del banco central contemple expresamente la imposibilidad de cese y que además tal legislación sea muy difícil de cambiar sin un grado muy amplio de consenso político en el país).

Dentro de este marco, Lohmann (1992) ha mostrado que es óptimo establecer un coste alto pero finito de relevar a la autoridad monetaria de su cargo. Si la legislación sobre el banco central contemplase un coste alto pero finito de relevar a la autoridad monetaria, entonces es seguro que en el caso de que existan

realizaciones extremas de las perturbaciones de oferta agregada, la autoridad monetaria tendrá en cuenta las preferencias del gobierno por una mayor acomodación de esas perturbaciones (y, por tanto, por una mayor estabilización del empleo) por temor a ser relevada del cargo. Este tipo de «cláusula de escape» se ha institucionalizado recientemente en la Ley de la Reserva Federal de Nueva Zelanda (1990), mediante la cual el gobierno puede exigir a un banco central independiente una política monetaria específica de manera temporal (seis meses) siempre que presente un decreto al Parlamento y éste lo apruebe.

Por otra parte, la estrategia de delegación de la política monetaria en un banco central independiente y discrecional puede dar origen a partidismos en el seno del banco central y, en consecuencia, puede afectar a la incertidumbre monetaria y a la estabilidad económica. Waller (1992) ha mostrado que en un modelo multisectorial de la economía, el *trade-off* marginal entre menor inflación y mayor variabilidad del empleo no es el mismo para todos los sectores productivos. Las perturbaciones de oferta hacen que el empleo sea más variable en sectores caracterizados por la existencia de contratos salariales nominales negociados por adelantado para un cierto número de períodos que en sectores donde ese tipo de contratos no se da. Como consecuencia, los agentes económicos pertinentes a estos últimos sectores prefieren una autoridad monetaria que genera una tasa menor de inflación aunque permita que el empleo fluctúe más, mientras que en aquellos sectores se prefiere un banco central que produzca una mayor tasa de inflación pero un nivel de empleo más estable.

Es claro que si existen divergencias en la sociedad sobre el mejor modo de conducir la política monetaria y esas divergencias quedan reflejadas en actuaciones monetarias dispares por parte de gobiernos diferentes, la probabilidad intrínseca de cambios de gobierno generará incertidumbre monetaria en sistemas

democráticos (Alesina, 1987). Esta incertidumbre tenderá, sin embargo, a verse reducida si la política monetaria se confía a un banco central independiente. En este sentido, García de Paso (1993a) ha elaborado un modelo de banco central independiente en una economía donde existen dos partidos políticos que concurren electoralmente y que presentan preferencias monetarias dispares. En este marco, puede mostrarse que la incertidumbre monetaria decrece con el número de períodos de mandato de los gobernadores del banco y crece con el número de miembros del gobierno dentro del consejo decisorio del banco central. En el límite, si el banco central deja de ser independiente y la política monetaria es conducida por el gobierno, encontraremos el nivel más elevado de incertidumbre monetaria.

Implícita en el término «independencia» está la idea de que el banco central dispone de libertad para conducir la política monetaria sin interferencias del gobierno. Sin embargo, esta idea no responde totalmente a la realidad, ya que el gobierno puede presionar políticamente al banco central para tratar de lograr una política monetaria más de su conveniencia. Existen varias vías mediante las cuales esas presiones políticas pueden ejercerse: restringir las competencias del banco central, criticar públicamente sus decisiones o excluirlo de la planificación de la política presupuestaria futura. Waller (1991) ha elaborado un modelo donde se estudian los efectos de la presión política que el gobierno ejerce sobre un banco central independiente y discrecional. Aunque el banco central controle la oferta monetaria, puede sufrir amenazas por parte del gobierno si no sigue la política monetaria deseada por éste. El éxito de esta estrategia depende del tamaño de ese coste de la presión política sobre el banco central y de la medida en que esas amenazas sean creíbles por el propio banco. A su vez, la credibilidad de éstas va a depender de los beneficios y los costes obtenidos por el gobierno si presiona políticamente al banco central. Los resultados clave del modelo son que la cooperación

del banco central con el gobierno tenderá a ocurrir al principio del período de mandato del gobierno y que ante la existencia de episodios de no cooperación, ocurridos en esos primeros momentos de mandato, el gobierno presionará políticamente al banco central. La idea subyacente es que a medida que el período de mandato de un gobierno avanza, éste obtendrá menores beneficios en el futuro de políticas monetarias más acordes con sus preferencias, por lo que estará menos dispuesto a incurrir en el coste de presionar políticamente al banco central.

A continuación, voy a resumir en unos cuantos puntos los principales resultados que genera el enfoque de delegación de la política monetaria en un banco central independiente y discrecional:

a) la tasa de inflación tiende a reducirse porque el banquero central en el que se delega la política monetaria es más antiinflacionista que el gobierno;

b) esa reducción en la inflación provoca una mayor volatilidad en el empleo, puesto que el banquero central se preocupa menos de políticas estabilizadoras;

c) la independencia total no es conveniente, siendo preferible una independencia parcial;

d) la propia estructura heterogénea de la economía provoca que el partidismo alcance al banco central por medio del mecanismo de delegación; sin embargo, si el banco central no es independiente del gobierno, el partidismo en política monetaria se manifestará con mayor fuerza;

e) un banco central independiente y discrecional no es ajeno a las presiones políticas del gobierno.

Una vía alternativa para tratar de resolver el problema de inconsistencia temporal viene dada por el denominado enfoque contractual. Su esencia consiste en que el banco central se enfrenta a incentivos distintos a los que se enfrenta el gobierno (por ejemplo, que se halle sujeto a obje-

tivos monetarios o a requerimientos de información que puedan constreñir su comportamiento). Estos elementos institucionales —que están en parte diseñados para limitar la independencia de los propios bancos centrales— pueden servir para reducir o eliminar la tasa de inflación discrecional.

La conducción diaria de la política monetaria precisa de unos conocimientos y unas capacidades especializadas, lo que apoya la idea de delegar la responsabilidad en política monetaria en una agencia separada del gobierno —el banco central— capacitada para responder con flexibilidad a la nueva información sobre las condiciones monetarias y económicas.

Sin embargo, el sesgo inflacionista intrínseco a una política monetaria discrecional proporciona argumentos a favor de limitar en alguna medida políticas monetarias encaminadas a estabilizar el empleo a costa de la estabilidad de precios.

Como consecuencia de esta tensión, la delegación de la responsabilidad de la política monetaria en un banco central origina un problema del tipo agente-principal. Es claro que la estructura institucional dentro de la que opera un banco central puede afectar a los resultados de la política monetaria puesta en práctica y, por tanto, existen distintos aspectos del diseño de un banco central que pueden evaluarse desde una perspectiva agente-principal en términos de sus efectos sobre el *trade-off* existente entre flexibilidad y estabilidad de precios.

Por lo tanto, cabe esperar que los gobiernos influyan sobre los incentivos a los que se enfrentan los bancos centrales y, en este sentido, el grado en que un banco central sea independiente pasa a ser endógeno.

La pregunta, pues, que se hace el enfoque contractual es: ¿a qué incentivos debe enfrentarse el banco central? Esta pregunta ha sido respondida hasta ahora mediante el diseño de dos tipos diferentes de me-

canismos incentivadores de la actuación del banco central.

Por un lado, Persson y Tabellini (1993) y Walsh (1992) han derivado un «contrato» entre el banco central (el agente) y el gobierno (el principal) que establece un sistema lineal de recompensas/penalizaciones basado en la inflación observada o en el crecimiento monetario observado. Este contrato es capaz de eliminar el sesgo inflacionista de una política monetaria discrecional y a la vez proporcionar una respuesta óptima a algunas perturbaciones que afecten a la economía (incluidas aquéllas que sólo son conocidas por el propio banco central, como las perturbaciones en la demanda de dinero). Sin embargo, perturbaciones que afecten a las propias preferencias del banco central (vía, por ejemplo, cambios en la estructura política del propio banco) se dejarán sentir con toda su fuerza en los resultados económicos aunque esté en vigor este tipo de contrato.

Un tipo diferente de contrato es el derivado en García de Paso (1993b, c). Aquí, el gobierno y el banco central firman un contrato que establece un coste para el banco central si no se alcanza un objetivo monetario anunciado con anterioridad. Este contrato tiene un comportamiento muy distinto en función de quién fije el objetivo monetario a perseguir (el principal o el agente). Si el banco central fija el objetivo, el sesgo inflacionista intrínseco de una política monetaria discrecional no desaparece. Sin embargo, si el gobierno fija el objetivo, ese sesgo termina siendo eliminado. Este contrato presenta un peor comportamiento que el contrato lineal de Walsh (1992) y Persson y Tabellini (1993) en cuanto a su respuesta a las perturbaciones de oferta y demanda, pero su comportamiento es mejor frente a las perturbaciones en las propias preferencias del banco central.

En resumen, este enfoque contractual permite eliminar totalmente el sesgo inflacionista de la política discrecional a la vez que proporciona buenas respuestas estabilizadoras a

las perturbaciones que afectan a la economía. Este enfoque contractual sugiere que se debería diseñar la estructura de un banco central de modo que se le permitiese una gran independencia para poder responder a las perturbaciones económicas, mientras que —al mismo tiempo— se creasen incentivos que permitirían limitar la tasa de inflación media (vía objetivos monetarios y/o requerimientos de información).

Terminaré resaltando algo que puede parecer obvio a la luz de la discusión previa: los dos enfoques estudiados se basan en elementos bien dispares. Así, el enfoque discrecional es un enfoque basado en preferencias, ya que consiste en alterar las preferencias del agente que conduce la política monetaria. Por el contrario, el enfoque contractual está basado en incentivos, pues consiste en modificar los incentivos a los que se enfrenta la autoridad monetaria.

REFERENCIAS

- ALESINA, A. (1987), «Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game», *Quarterly Journal of Economics*, 102, págs. 651-678.
- GARCÍA DE PASO, J. I. (1993a), «Central bank structure and monetary policy uncertainty», *Documento de Trabajo* 9314, Instituto Complutense de Análisis Económico.
- (1993b), «Monetary announcements and monetary policy credibility», *Investigaciones Económicas*, 18, págs. 551-567.
- (1993c), «Monetary policy with private information: a role for monetary targets», *Documento de Trabajo* 9315, Instituto Complutense de Análisis Económico.
- LOHMANN, S. (1992), «Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility», *American Economic Review*, págs. 273-286.
- PERSSON, T., y TABELLINI, G. (1993), «Designing institutions for monetary stability», de próxima aparición en *Carnegie-Rochester Conference Series*.
- ROGOFF, K. (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», *Quarterly Journal of Economics*, 100, páginas 1169-1190.
- WALLER, C. J. (1991), «Bashing and coercion in monetary policy», *Economic Inquiry*, 29, páginas 1-13.
- (1992), «The choice of a conservative central banker in a multisector economy», *American Economic Review*, 82, págs. 1006-1012.
- WALSH, C. E. (1992), «Optimal contracts for central bankers», *Documento de Trabajo* 9207, Federal Reserve Bank of San Francisco.