

Las reformas recientes del Banco Central y el papel de la estabilidad de precios como el objetivo único de la política monetaria

1. Introducción

La ola de recientes y probables reformas de la banca central representan un intento por desarrollar soluciones institucionales para el sesgo inflacionario que puede surgir con una política monetaria discrecional. Los cambios institucionales que reducen la flexibilidad del banco central para llevar a cabo una política discrecional, sin embargo, corren el riesgo de producir una política de estabilización subóptima. El diseño del banco central tiene por finalidad equilibrar la necesidad de limitar la inflación promedio con la necesidad de mantener suficiente flexibilidad para que el banco central reaccione ante las perturbaciones económicas.

Actualmente se presta un fuerte apoyo a la noción de que este equilibrio puede lograrse mejor aislando a los bancos centrales de las influencias políticas directas. En Europa, por ejemplo, el Tratado de Maastricht ha iniciado un amplio movimiento destinado a reformar la legislación nacional sobre la banca central para reducir el papel de los gobiernos elegidos en la conducción de la política monetaria. Las reformas de los bancos centrales también se están llevando a cabo entre las naciones en desarrollo (por ejemplo, Chile y México) y las economías de Europa central (por ejemplo, la República Checa y Hungría).

Otra tendencia reciente es la fijación de metas inflacionarias, ya sea como un procedimiento operativo para implementar una política o como un objetivo de política formalmente establecido². Se ha adoptado la fijación de metas inflacionarias en ausencia de cualquier cambio en la legislación sobre la banca central (como en Canadá y el Reino Unido), y en combinación con una mayor independencia del banco central (como en Nueva Zelanda)³. Los requisitos de los mandatos formales de estabilidad de precios o de fijación de metas inflacionarias

representan medios para institucionalizar un objetivo alcanzable de la política monetaria. Al establecer como mandato los resultados, sin embargo, un enfoque como éste podría potencialmente restringir la flexibilidad del banco central.

Una alternativa para estos objetivos obligatorio o el requisito de fijación de metas son algunas aplicaciones recientes de la teoría del diseño de mecanismos a la política monetaria. Walsh (1995b) muestra como puede sostenerse una política óptima a través de un contrato de incentivos que basa la recompensa (o la penalidad) del banco central solamente en la tasa de inflación alcanzada, un resultado generalizado y extendido por Persson y Tabellini (1993)⁴. Esto parecería proporcionar algún respaldo teórico a los procedimientos de fijación de metas inflacionarias o a que la estabilidad de precios sea el único objetivo de la política monetaria. Sin embargo, el enfoque de contratación también ha enfatizado la necesidad de otorgar al banco central una completa discrecionalidad en la conducción de la política en la práctica, mientras los enfoques de fijación de metas han enfatizado la necesidad de restringir la flexibilidad del banco central para poder establecer la credibilidad de una política de baja inflación. A pesar de estas diferencias de perspectiva, la comprobación de que un contrato óptimo puede basarse solamente en la inflación observada sugiere el objetivo obligatorio de lograr la estabilidad de precios, o un requisito de fijación de metas inflacionarias podría representar un medio alternativo para institucionalizar un contrato óptimo de incentivos.

El derivar estos esquemas óptimos de incentivos puede proporcionar un punto de referencia normativo para comparar las instituciones existentes o propuestas en materia de banca central. Utilizada de esta manera, sin embargo, la perspectiva de contratación proporciona sólo un respaldo calificado al mandato formal de un objetivo único para el banco central. Un contrato basado en la inflación, combinado con la independencia del banco central para la implementación real de la política, logra resultados óptimos solamente si el banco central comparte los valores sociales en la compensación entre el desempleo y la inflación (Walsh, 1995b). Cuando el banco central no comparte las preferencias de la sociedad, el contrato óptimo ya no es una simple función de la inflación; deberán generarse incentivos más complicados para asegurarse que el banco central mantenga un nivel bajo de inflación promedio manteniendo a la vez políticas apropiadas de estabilización. Y las compensaciones inherentes a la conducción de la política sugieren que un banco central, cuyo objetivo sea la estabilidad de precios, no debería tener completa discrecionalidad en la fijación de metas a corto plazo.

El enfoque de contratación se orienta, en general, a las metas de inflación ajustables a corto plazo y a una considerable independencia del banco central. Dichos sistemas proporcionan al banco central una gran independencia de instrumentos pero poca independencia en materia de metas, según la terminología

de DeBelle y Fischer (1994). Y los medios para asegurar la responsabilidad por el logro de metas específicas deben constituir un componente crítico de cualquier diseño institucional. Las reformas de banca central llevadas a cabo en Nueva Zelanda encajan bien con las implicaciones del enfoque de la contratación óptima, aunque todavía está por probarse la efectividad de las reformas de Nueva Zelanda. Algunas reformas europeas recientes no se ajustan tan bien y asignan más énfasis al logro de la independencia política de los bancos centrales. Se le ha prestado menos atención a asegurarse que se establezcan incentivos correctos para las compensaciones de política a corto plazo, así como también no se le ha prestado suficiente atención a la responsabilidad.

2. El papel de un mandato formal para la estabilidad de precios

Si el gobierno puede estructurar un contrato que afecte directamente los incentivos que enfrenta el banco central, es posible eliminar el sesgo inflacionario de la política monetaria discrecional manteniendo la flexibilidad del banco central para reaccionar ante las perturbaciones económicas. Los contratos estudiados en Persson y Tabellini (1993) y Walsh (1995b) involucran recompensas y penalidades al banco central basadas solamente en la tasa de inflación alcanzada. En este sentido, pueden interpretarse como que respaldan la inclusión de un mandato de estabilidad de precios en la legislación sobre banca central. El concepto básico es que el sesgo inflacionario normal en una política discrecional surge debido a que la autoridad monetaria sistemáticamente subestima el costo marginal de un crecimiento monetario más rápido. Este sesgo puede contrarrestarse si la autoridad monetaria tiene que internalizar una penalidad que depende directamente de la tasa de inflación alcanzada. Si los incentivos son correctos, la discrecionalidad del banco central y su flexibilidad no deberían restringirse. En ese caso es posible eliminar el sesgo inflacionario y lograr una respuesta óptima de política frente a los shocks.

Puede resultar difícil especificar adecuadamente los incentivos a través de un mecanismo de contratación. Pueden requerirse esquemas dinámicos de incentivos —es decir, esquemas que hacen que la retribución del banco central sea muy sensible a los resultados de política— y estos podrían ser difíciles de implementar en la práctica⁵. Si el gobierno se puede comprometer a este contrato óptimo con el banco central, cabe preguntarse por qué no puede comprometerse en primer lugar a una política de baja inflación. Una respuesta es que los incentivos de contrato pueden “institucionalizarse”; en general, se considera que el costo que implica cambiar las estructuras institucionales es mayor que el que comprende cambiar la política gubernamental. Los objetivos formalmente incorporados en la legislación habilitante del banco central es posible que sean más difíciles de cambiar que las recompensas y las penalidades establecidas con menos formalidad y, por lo tanto, es más probable que afecten los resultados inflacionarios generados por el proceso político. El requisito de una gran mayoría, o el simple

requisito de que los cambios se anuncien en público, podría representar un costo significativo para los cambiantes objetivos de política. Hacer que la estabilidad de precios sea el objetivo único de la política monetaria como parte de un mandato formal, es una forma de institucionalizar la idea de un contrato basado en el resultado inflacionario⁶.

Una característica clave de los contratos óptimos es que una vez que se aplican, permiten al banco central una completa discrecionalidad para llevar a cabo una política de estabilización. De manera similar, encomendar al banco central que logre la estabilidad de precios no requiere de la eliminación del papel de la política de estabilización. Tirole (1994) menciona, sin embargo, que las reglas a menudo son impuestas cuando no se puede tener confianza en la discreción de los agentes. En el caso de la política monetaria, sin embargo, el temor es que el gobierno explote la política por sus beneficios a corto plazo. Esta posibilidad se puede limitar forzando al gobierno a que se adhiera a una regla —como el patrón del oro— o aislando al banco central del control político directo a través del establecimiento de un banco central independiente. El *proceso de delegación* a través del cual el gobierno asigna la responsabilidad inmediata de la conducción de la política monetaria al banco central, es un medio para restringir el espacio de la estrategia de que dispone el *gobierno*. En la medida en que esta delegación esté acompañada de autonomía corresponde a los diversos grados de independencia que tenga el banco central y que ha sido el objeto de muchos trabajos recientes. Si las presiones políticas generan un sesgo inflacionario positivo, la delegación puede desempeñar un importante papel al respaldar un entorno creíble de baja inflación.

Los *detalles* asociados con esta delegación de la política monetaria, sin embargo, a menudo tienen por objeto restringir el espacio estratégico del *banco central*. Por ejemplo, la reglas de fijación de metas inflacionarias, tales como la regla de un horizonte en múltiples períodos propuesta y analizada por Canzoneri (1985), en virtud de la cual el banco central debe lograr una tasa promedio específica de inflación a lo largo de un período fijo, restringen el espacio para que el banco central pueda escoger su estrategia. Un objetivo obligatorio podría hacer exactamente lo mismo. En consecuencia, la flexibilidad del banco central se reduce y ello podría dar como resultado un costo en la forma de respuestas subóptimas frente a las perturbaciones económicas.

Además de reducir la flexibilidad, los objetivos obligatorios y el requisito de fijación de una meta inflacionaria hacen que los resultados en materia de inflación se conviertan en la única medida del desempeño del banco central. Como lo demuestran Walsh y Persson y Tabellini, sin embargo, un contrato óptimo puede basarse en la tasa de inflación solamente si la autoridad monetaria comparte las preferencias de la sociedad entre producto e inflación; la política óptima de compromiso no se sostiene si el banco central sólo se preocupa por la inflación.

El papel de un mandato de baja inflación, o de un mandato de estabilidad de precios en un contrato óptimo, es lograr un ajuste marginal en el objetivo de política del banco central, y no constituye el único factor que el banco central considerará en la formulación de su política.

Si el banco central no comparte las preferencias de la sociedad, este contrato deberá ser más complejo. Un medio para reconciliar la utilización de este mandato de estabilidad de precios como la medida del desempeño de la política monetaria a largo plazo con la necesidad de efectuar compensaciones con fines de estabilización a corto plazo, es a través de la utilización de metas inflacionarias ajustables a corto plazo. Las metas a corto plazo, expresadas en términos de niveles de precios o tasas de inflación, proporcionan una conexión consistente entre los objetivos a largo y corto plazo. Sin embargo, cualquier riesgo de fijación de metas a corto plazo impone fluctuaciones innecesarias a la economía, restringiendo la flexibilidad del banco central a menos que haya un mecanismo que permita que la meta dependa del Estado. Un resultado sorprendente de este enfoque de contratación dentro del modelo de Barro-Gordon fue la comprobación de que los parámetros del contrato óptimo no eran contingentes con el Estado. Desafortunadamente ello probablemente no será el caso en entornos más realistas (Persson y Tabellini, 1993; Walsh, 1994, y Canzoneri, Nolan, y Yates, 1995).

Cualquier mecanismo para ajustar la meta inflacionaria a corto plazo deberá enfrentar la necesidad inevitable de la compensación entre objetivos múltiples⁷. Un banco central independiente que siempre y de manera exclusiva se concentre en la estabilidad de los precios es probable que pierda su independencia⁸. Los gobiernos democráticos son responsables ante el electorado y, como tales, se sienten justificados en considerar que tienen el derecho de ejercer algún tipo de influencia sobre la política monetaria. Cualquier contrato monetario, por lo tanto, necesitará establecer un mecanismo de adjudicación de desacuerdos entre el gobierno y el banco central, en forma tal que preserve los objetivos a largo plazo de la política monetaria⁹.

El hecho de dejar que el gobierno desempeñe un papel en la fijación de metas a corto plazo hace correr el riesgo de comprometer los objetivos a largo plazo. Un enfoque alternativo es simplemente dejar que el banco central establezca sus propios objetivos (García 1993; Walsh, 1995a). En Walsh (1995a) se muestra que el banco central puede tener incentivos para optar por un enfoque excesivo en los objetivos inflacionarios, aun cuando la sociedad asigne mucho peso a la minimización de la fluctuación del empleo. Para comprender por qué, recordemos que Rogoff (1985) demostró que sería óptimo para la sociedad nombrar a un banquero central que asigne más peso que la sociedad a los objetivos inflacionarios. Pero con un argumento exactamente paralelo, el bienestar de dichos banqueros centrales se maximiza si pueden pasar la política monetaria a un banquero central mucho más conservador. El hecho de permitir que el banco

central delegue equivale a dejarlo escoger su propia medida de desempeño y conduce a un banco central que asigna cero peso a las fluctuaciones en el desempleo. Este resultado es independiente del peso que asigne la sociedad al desempleo en relación con la inflación. Y mientras los bancos centrales a menudo justifican su concentración en la inflación minimizando el impacto que pueden tener sobre la economía real y el desempleo, el banco central hace de la inflación su único objetivo sin importar cuán amplio sea el efecto a corto plazo que esta política monetaria tenga sobre el producto¹⁰. Esto puede ayudar a explicar por qué, a pesar de la aparente preocupación por el desempleo que expresa el público en general, y a pesar de los importantes efectos a corto plazo de la política monetaria sobre el desempleo, los bancos centrales cada vez solicitan que sus mandatos se concentren más estrechamente en la inflación.

Si se establecieran objetivos a corto plazo y el banco central fuera juzgado en base a su capacidad para alcanzar estos objetivos, éstos no deberían ser escogidos sólo por el banco central. Aún es preciso desarrollar algunos medios para asegurar la participación gubernamental en el proceso de fijación de objetivos a corto plazo. Tal vez la mejor forma de incorporar al gobierno en la fijación de estas metas a corto plazo es requerir que dichas metas, y cualquier cambio en las mismas, sean hechas públicas.

El establecimiento de un objetivo legislado para la política monetaria, o un contrato de desempeño en términos más generales, podría tener pocas consecuencias prácticas a menos que esté acompañado por un mecanismo que asegure que el banco central será el responsable por su desempeño. Una opción es el contrato de despido (Walsh, 1993). Otra sería simplemente exigir al banco central que justifique en público sus políticas en términos de sus objetivos mandados. Ello requiere que el objetivo del banco central esté definido claramente en términos de un índice específico de precios. De otra manera, los objetivos y los requisitos de información contribuyen muy poco a establecer responsabilidades¹¹. Y el gobierno también deberá ser responsable con respecto a su compromiso en favor del contrato con el banco central. Cuando la delegación de la política monetaria se institucionaliza en el banco central, se incrementa el costo para cualquier gobierno que decida abogar la meta de la estabilidad de precios, requiriendo que cualquier instrucción que el gobierno le dé al banco central públicamente también incremente el costo de la política inflacionaria de los gobiernos elegidos.

Los intentos por desarrollar instituciones de banca central deberán abordar los aspectos del equilibrio entre la meta de estabilidad de precios y la necesidad de flexibilidad, de restringir el alcance del gobierno a compensar la estabilidad de precios con la necesidad de que el gobierno intervenga efectuando compensaciones a corto plazo, y de mantener su responsabilidad por los resultados de sus políticas. Con la finalidad de ver cómo las recientes reformas de los bancos

centrales han abordado estos temas, en las siguientes dos secciones se analizan estas reformas en Nueva Zelanda y Europa.

3. La experiencia de Nueva Zelanda

La reforma de 1989 del banco central de Nueva Zelanda abordó cada uno de los aspectos del diseño de mecanismos que se analizan en la sección anterior, de una manera más directa y explícita de lo que han hecho otras reformas recientes de bancos centrales. El propósito de la Ley del Banco de Reserva, que entró en vigencia el 1 de febrero de 1990, era establecer un objetivo de política claro y alcanzable del que pudiera responsabilizarse el Banco de Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ). Además, la ley estableció un procedimiento por medio del cual el gobierno y el banco central conjuntamente podían fijar metas a corto plazo definidas en término de índices específicos de precios, definía un conjunto de contingencias bajo las cuales esas metas podían modificarse, y establecía un medio para reforzar la responsabilidad del funcionario encargado de la política monetaria.

La ley, que fue aprobada con el apoyo de los dos partidos políticos más importantes de Nueva Zelanda, especifica claramente que “la función principal del Banco es formular e implementar una política monetaria dirigida al objetivo económico de lograr y mantener la estabilidad en los niveles generales de precios”¹². Sin embargo, si bien la ley establece que la estabilidad de precio es el único objetivo de la política monetaria, el Banco de Reserva no cuenta con completa discreción en la persecución de dicha estabilidad, sino que la política está formulada en términos de metas a corto plazo, y estas metas son determinadas *conjuntamente* por el gobierno y el Banco de Reserva. Pueden ser revisadas de común acuerdo entre el gobernador del Banco de Reserva y el Ministerio de Finanzas, siempre y cuando las nuevas metas sean registradas por escrito y publicadas. Cada acuerdo de meta de política, o AMP, también ha incluido una definición de la estabilidad de precios, considerada como una tasa de inflación de 0-2 por ciento medida por el índice de precios al consumidor (IPC) del Departamento de Estadística, y ha establecido condiciones bajo las cuales el Banco de Reserva podría desviarse de esta meta. De manera significativa, las situaciones que podrían justificar las desviaciones de 0-2 por ciento se basa en la demanda agregada: shocks externos que afectan los términos de intercambio, cambios en las tasas de los impuestos indirectos, un desastre natural o una caída muy importante en los números de cabezas de ganado debido a enfermedades, y cambios en los niveles de precios que resultan de los gravámenes gubernamentales. Por último, la ley es explícita en su asignación de las responsabilidades por el logro de las metas; de acuerdo con la Sección 41(1), “es obligación del gobernador asegurarse que el Banco lleve a cabo las funciones impuestas al mismo en esta ley” y si no se alcanzan las metas de la política, esto podría llevar a la destitución del gobernador¹³. El Acuerdo de Metas de Política puede ser visto como un

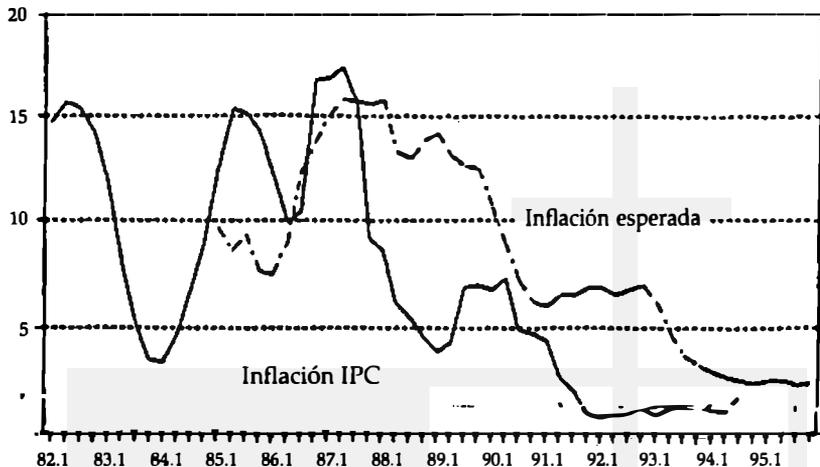
contrato de empleo entre el gobierno y el Gobernador del Banco de Reserva; especifica los objetivos de la política monetaria y una medida específica, la tasa de inflación del IPC, por la cual se juzgará el desempeño del Gobernador. También especifica las condiciones bajo las cuales puede alterarse la meta inflacionaria. Dada esta medida de desempeño, el Gobernador está libre de conducir la política a su discreción y sin interferencias directas. Si bien el gobierno puede alterar el objetivo del Banco de Reserva, deberá hacerlo de manera pública, aumentando el costo político de desviarse de una política consistente con la estabilidad de precios. Por último, la ley incluye un mecanismo claro para asegurar la responsabilidad a través de su amenaza de destitución.

Los cambios institucionales instituidos por la ley del Banco de Reserva, ¿han reducido el costo asociado con la desinflación de Nueva Zelanda, contribuyendo a la credibilidad de la política? DeBelle (1994) dice que la respuesta es negativa. Fisher y Orr (1994) no encuentran evidencias de que los anuncios del BRNZ o los cambios legislativos en Nueva Zelanda hayan tenido efecto alguno sobre las medidas de las encuestas de la situación monetaria percibida o esperada.

La Gráfica 1 muestra el comportamiento reciente de la tasa de inflación de Nueva Zelanda medida en función del IPC. También muestra la tasa de inflación media esperada basada en la Encuesta de Expectativas del Banco de Reserva. Esta serie, basada en una encuesta regular llevada a cabo por el BRNZ, muestra una tasa de inflación media que responde a lo que se espera ocurrirá durante los próximos doce meses. Para cada fecha, la tabla muestra la tasa de inflación alcanzada a lo largo de un período de doce meses y la tasa de inflación anual esperada por quienes respondieron a la encuesta doce meses antes. Como han notado otros autores (Fisher, DeBelle), el Banco de Reserva aparentemente se ha tenido que "ganar" las reducciones en la inflación esperada; las expectativas se reducen solamente *después* de que la inflación real se redujo. Esto es consistente con las evidencias de la credibilidad de los objetivos que encontró Svensson (1993). Su prueba de credibilidad rechaza la credibilidad del objetivo inflacionario de Nueva Zelanda antes de mediados de 1992: la prueba no rechaza la credibilidad después de mediados de 1992. Ahora bien, a mediados de este mismo año, el Banco de Reserva había logrado mantener la inflación en la banda objetivo de 0-2 por ciento durante más de 6 meses; la credibilidad del régimen de fijación de objetivos quedó establecida por ese éxito y no simplemente por los cambios legislativos incorporados en la ley del Banco de Reserva.

La conclusión de que las importantes reformas institucionales de Nueva Zelanda no han podido producir un "dividendo de credibilidad" puede ser demasiado pesimista. El hecho de basarse en comparaciones entre la inflación real y la inflación esperada para medir la credibilidad puede ser problemático, ya que las fluctuaciones no predecibles en la inflación pueden causar que la inflación real difiera de la inflación esperada aun cuando la política sea creíble. Este

Gráfica 1
Inflación a doce meses (IPC e inflación esperada en Nueva Zelandia)



problema puede evitarse hasta cierto punto al comparar los propios pronósticos del Banco de Reserva sobre la inflación con las expectativas del sector privado acerca de la inflación. Esto lo ha hecho Hutchison (1995). Descubrió que la brecha promedio entre la Encuesta de Expectativas y el pronóstico inflacionario del Banco de Reserva disminuyó después de haberse aprobado la ley. De esta manera, las reformas institucionales estuvieron asociadas a una convergencia de las expectativas inflacionarias del público y los pronósticos de inflación del Banco de Reserva, resultado que es consistente con la hipótesis de que las reformas han ayudado a generar credibilidad para las políticas desinflacionarias. La inflación real se redujo mucho más rápidamente que lo que había pronosticado el Banco de Reserva (y el público), llevando a la apariencia de que las expectativas disminuyeron sólo después de que la inflación se redujo en la práctica.

No cabe duda de que el compromiso del BRNZ en favor de una menor inflación es mayor ahora que a principios de los años ochenta. En parte, las reformas institucionales reflejan este compromiso y no al revés. Las reformas de Nueva Zelandia probablemente ejerzan una influencia continuada en la conducción de la política monetaria, en gran parte debido a que la nueva estructura proporciona una vinculación integrada con el objetivo de la política (la estabilidad de los precios) en la trayectoria a corto plazo destinada a lograr el objetivo (los AMP y las metas inflacionarias específicas) con un sistema que permite asegurar la responsabilidad (la posible destitución del Gobernador y la vigilancia pública sobre cualquier gobierno que altere los objetivos de la política). Sin

embargo, la nueva estructura de políticas todavía no ha sido verificada. El BRNZ ahora está pronosticando que la inflación del IPC excederá el 3 por ciento en 1995, pero ha argumentado que su propia estimación de inflación subyacente llegará a un máximo de 1.9 por ciento todavía dentro del máximo del 0-2 por ciento. Y la tasa media esperada en la encuesta de diciembre de 1994 para el año que terminaba en septiembre de 1995, fue de 2.5 por ciento, superior al nivel de 0-2 por ciento en los AMP. Las medidas que ha adoptado el BRNZ para redefinir la medición de la inflación, para poder mantenerse dentro del nivel de 0-2 por ciento, sugiere que puede eludirse la intención de la ley de aplicar la responsabilidad (Spiegel, 1995). Y el poder de la cláusula de destitución se probará si la inflación real supera el 2 por ciento este año.

4. Reformas en Europa

El autor se concentrará en cuatro cambios propuestos o adoptados que afectan a los bancos centrales en la Unión Europea: los estatutos del Banco Central Europeo (BCE), que están contenidos en el Tratado de Maastricht; los cambios legislativos del Banco de Francia, que entraron en vigencia en enero de 1994; el procedimiento de fijación de metas inflacionarias adoptado en el Reino Unido, en octubre de 1992, y las recomendaciones de un estudio privado subvencionado por el Centro de Política Económica (Roll y colaboradores, 1993), que ha presentado propuestas específicas para la reforma del Banco de Inglaterra. Desde que el Tratado de Maastricht requiere, como una condición para unirse a la unión monetaria propuesta, que los países miembros organicen la estructura de sus bancos centrales en forma consistente con la del Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Francia proporciona un ejemplo de la forma en que se está cumpliendo este requisito, mientras que la evolución ocurrida en el Reino Unido proporciona un intento, en cierta medida contrastante, por establecer un compromiso en favor de una baja inflación. Desde la perspectiva contractual, las reformas europeas han enfatizado la necesidad de restringir a los gobiernos elegidos sobre la necesidad de asegurarse que las compensaciones a corto plazo que realiza el banco central reflejen las preferencias del público y que el banco central asuma cierto grado de responsabilidad por su desempeño.

El Tratado de Maastricht también especifica una estructura institucional del BCE y aborda algunos de los aspectos de diseño que el enfoque de contratación enfatiza como de importancia crítica¹⁴. El tratado hace que el mantenimiento de la estabilidad de precios se convierta en el objetivo principal del BCE. En principio, esto proporciona una medida muy definida del desempeño que podría ser utilizada para medir el éxito o el fracaso del BCE y, por lo menos potencialmente, es consistente con el enfoque de contratación que utiliza incentivos basados en la inflación alcanzada.

En su búsqueda de la estabilidad de precios, el BCE tiene un alto grado de independencia con respecto a las influencias políticas y un amplio margen de discrecionalidad. De hecho, el BCE fue claramente diseñado para restringir a los gobiernos elegidos el control sobre la política monetaria. Su aislamiento con respecto a las presiones políticas se logra mediante la prohibición explícita de que el BCE acepte instrucciones de los gobiernos miembros de la CE (aunque el Presidente del Consejo Europeo puede participar sin voto en las reuniones del consejo directivo del BCE), y los miembros del directorio ejercen sus funciones por períodos prolongados (8 años) no renovables. El BCE tiene como objetivo respaldar la política general de la CE, pero sólo si el objetivo, que es la estabilidad de precios, no corre peligro.

Debido a que los bancos centrales inevitablemente enfrentan compensaciones en la implementación de las políticas a corto plazo, el enfoque de contratación mostró que al basar el desempeño del banco central sólo en la tasa de inflación alcanzada no se va a llegar a una estabilización óptima, a menos que el banco central comparta las preferencias de la sociedad. Nada en el diseño del BCE asegura que así será y, como se señaló anteriormente, un banco central independiente podría tener incentivos para concentrarse exclusivamente en la inflación a costa de las metas de estabilización.

El enfoque de contratación también presta atención a la necesidad de la responsabilidad. El Tratado de Maastricht no proporciona medios claros a través de los cuales el BCE podría ser responsabilizado de lograr la meta de la estabilidad de precios. De hecho, el establecimiento de períodos no renovables para los cargos de los miembros del directorio elimina un posible canal para asegurar esa responsabilidad. El hecho de que no proporciona una definición específica de la estabilidad de precios también reduce la capacidad del público para evaluar el desempeño del BCE. El único requisito formal que podría servir como una función de supervisión es el requisito de que el BCE publique informes trimestrales y presente un informe anual al Parlamento Europeo.

El Tratado de Maastricht requiere que los miembros de la unión monetaria propuesta revisen su propia legislación nacional sobre banca central para que sea consistente con el BCE. En enero de 1994, Francia satisfizo este requisito revisando los estatutos del Banco de Francia. Como el acuerdo gubernamental del BCE, el Banco de Francia tiene como objetivo primario lograr la estabilidad de precios. Sin embargo, la nueva legislación francesa continúa estableciendo que el Banco de Francia “deberá llevar a cabo sus obligaciones en el marco de la política económica general del gobierno”¹⁵. Y mientras el Banco de Francia “no deberá buscar ni aceptar instrucciones del gobierno”, el Primer Ministro y el Ministro de Asuntos Económicos podrían asistir y presentar propuestas en reuniones del consejo de políticas (aunque puedan no votar). Esta participación podría servir para asegurar que el Banco de Francia no se concentre de manera

exclusiva en la estabilidad de precios en la conducción de la política, pero que no existe un mecanismo que vincule el desempeño a corto plazo con un resultado fácilmente vigilado.

Tampoco existe un medio específico para asegurar la responsabilidad. Los nombramientos del Gobernador y los dos Gobernadores Suplentes del Banco de Francia pueden ser renovados una vez (cada período es de 6 años), pero este nuevo nombramiento no está condicionado a ninguna medida verificable bien definida y pública de desempeño, tales como la estabilidad de precios, y por tal razón es más probable que constituya un medio de influencia política en vez de reforzar la responsabilidad¹⁶. El Gobernador del Banco de Francia debe comparecer, por lo menos dos veces al año, ante la Asamblea Nacional y el Senado, pero no se le exige públicamente que fije metas a corto plazo que podrían servir como medios para proporcionar algún grado de responsabilidad en la conducción de la política monetaria.

En el Reino Unido, al Banco de Inglaterra no se le ha otorgado mayor independencia legal del gobierno ni tampoco tiene un objetivo de política establecido por la ley. En cambio, el gobierno ha formulado metas inflacionarias que sirven como metas dentro de las cuales se conduce la política monetaria. Este marco de política fue introducido a finales de 1992. Más que definir una meta de estabilidad de precios, una tasa de inflación del 1-4 por ciento es lo que sirve como meta de política a mediano plazo, con un objetivo del 2 por ciento como una meta a más largo plazo. El cambio hacia una meta inflacionaria no estuvo acompañado de un aumento en la independencia legal del Banco de Inglaterra ni las metas inflacionarias son legalmente obligatorias. Sin embargo, la independencia práctica del Banco se ha incrementado con el establecimiento de una nueva relación entre el Ministro de Hacienda (Chancellor of the Exchequer) y el Banco; las actas de las reuniones entre el Gobernador del Banco de Inglaterra y el ministro ahora son públicas. El Banco también está publicando trimestralmente una informe sobre sus políticas para el logro de los objetivos inflacionarios. Debido a que estos cambios no han sido establecidos en la ley, la medida en que representan un compromiso en favor de la estabilidad de precios no está completamente clara.

A modo de contraste, el Panel de Roll (Roll y colaboradores, 1993) ha proporcionado una propuesta detallada de una reforma legislativa para el Banco de Inglaterra. Este panel recomendó que el Parlamento enmendara la Ley del Banco de Inglaterra de 1946 estableciendo la estabilidad de precios como el objetivo único de la política, creando así un mandato formal de política más en línea con el BCE y el Banco de Francia. Las recomendaciones del Roll reducirían el papel directo del gobierno y otorgarían al Banco de Inglaterra una completa discrecionalidad para implementar políticas monetarias. El gobierno podría invadir la meta estatutaria propuesta de estabilidad de precios, pero solamente a

través de una Ley de Parlamento “de duración limitada”. El Panel de Roll está más en línea con el BCE y el marco francés al no seguir el modelo neozelandés de involucrar al gobierno directamente en el establecimiento de metas inflacionarias a corto plazo.

El Panel de Roll recomienda que el Banco de Inglaterra anuncie las metas inflacionarias a corto plazo. Argumenta que tales metas, expresadas en términos de un objetivo único, hacen más fácil la vigilancia de la política. Además, el Gobernador tendría que responder ante el Comité Selecto del Parlamento. Como ha demostrado el trabajo de contratación, un banco central perseguirá las políticas de estabilización apropiadas sólo si comparte las preferencias de la sociedad; si se le permite establecer metas a corto plazo, un banco central, con el único objetivo de lograr la estabilidad de precios, podría descuidar el papel de la estabilización que la política monetaria puede desempeñar a corto plazo.

Existen varias diferencias clave entre el enfoque neozelandés y las alternativas europeas. En primer lugar, el enfoque europeo ha asignado más énfasis a la restricción de la capacidad de los gobiernos para influir sobre la política monetaria y menos énfasis a dirimir posibles desacuerdos entre los bancos centrales y los gobiernos. En segundo lugar, Nueva Zelanda ha incorporado más mecanismos que Europa para asegurar la responsabilidad por parte del banco central. Las reformas europeas dependen notablemente de la estricta independencia política y los anuncios públicos por parte del banco central para reforzar la responsabilidad y mejorar la credibilidad de la política. Mientras las reformas neozelandesas también han enfatizado el papel de los anuncios públicos para limitar la influencia gubernamental en la política, el potencial de destitución por no alcanzar las metas de los AMP proporciona un mecanismo para asegurar el cumplimiento de las leyes más fuerte que el que existe en ninguno de los planes europeos.

5. Conclusiones

El diseño de mecanismos, o el enfoque de contratación, ofrece ideas que son relevantes para los análisis recientes sobre la institucionalización de la estabilidad de precios como la meta única de la política monetaria. Si la política monetaria tiene poco efecto sobre la economía real —como lo aceptan la mayoría de los economistas como una descripción razonable a largo plazo—, entonces el nivel de precios es la opción obvia como una medida del desempeño del banco central, y un esquema dinámico de incentivos resulta óptimo. Esto es, el banco central deberá ser penalizado por las desviaciones de la estabilidad de precios; dicha penalidad podría tomar la forma de una regla de destitución. Un mandato formal que establezca la estabilidad de precios como el objetivo único de la política monetaria parecería ser un medio apropiado para institucionalizar un contrato de este tipo.

A corto plazo, sin embargo, la política monetaria tiene efectos reales importantes, y los responsables de la formulación de políticas deberán inevitablemente efectuar compensaciones entre objetivos múltiples. En un entorno como éste, los esquemas de incentivos óptimos son más difíciles de diseñar, desde que el desempeño es difícil de medir. Los esquemas poco dinámicos son apropiados, tal vez combinándolos con ciertos límites a la flexibilidad del banco central. Las metas inflacionarias a corto plazo que se anuncian públicamente proporcionan un medio de formulación de políticas que es consistente con la estabilidad de precios a largo plazo y actúan como punto de referencia para juzgar las acciones del banco central. Si los bancos centrales muestran un sesgo excesivo en la inflación, podría ser necesario que el gobierno desempeñe algún papel en la fijación de metas a corto plazo.

De las reformas de banca central que se han analizado, la estructura de la política neozelandesa es la que más se asigna a lo que es el contrato de desempeño. Tiene procedimientos bien definidos que involucran tanto al banco central como al gobierno para fijar metas a corto plazo, y contiene un sistema que asegura la responsabilidad a través del requisito de que cualquier gobierno que trate de pasar por encima de las mismas deberá hacerse de manera pública y a través de la destitución del gobernador del banco central si no logra los objetivos. Hasta ahora, sin embargo, este sistema realmente no ha sido probado; los aumentos de inflación proyectados para 1995 constituirán su primera verdadera prueba. En Europa, el BCE y el Banco de Francia tienen mandatos para lograr la estabilidad de precios, pero sus marcos institucionales no aseguran que tengan los incentivos correctos para enfocar las compensaciones de política a corto plazo. Ni el BCE ni el Banco de Francia tienen la obligación de anunciar las metas a corto plazo que podrían ser utilizadas para evaluar su desempeño. El Panel de Roll y sus propuestas exigen que las metas a corto plazo sean propuestas por el Banco de Inglaterra, pero las recomendaciones no incorporan un mecanismo para asegurar que se sigan las políticas apropiadas de estabilización. Por último, los procedimientos actuales de fijación de metas, utilizados en el Reino Unido, representan el compromiso menos institucionalizado de todas las reformas analizadas.

26 de junio de 1999.

Referencias bibliográficas

- Ammer, J. y Freeman, R.T. Inflation targeting in the 1990s: The experiences of New Zealand, Canada, and the United Kingdom. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers Number 473, junio, 1994.
- Buckle, R.A. y Stemp, P.J. "Reserve bank autonomy and the credibility of monetary policy: A game-theoretic approach". *New Zealand Economic Papers*, 25, 1991, pp. 51-85.

- Canzoneri, M.B. "Monetary policy games and the role of private information". *American Economic Review*, 75, 1985, pp. 1056-1070.
- Canzoneri, M.B.; Nolan, C. y Yates, A. Mechanism for achieving monetary stability: Inflation targeting vs the ER. Bank of England. Mimeo, enero, 1995.
- Dawe, S. Reserve Bank of New Zealand Act 1989. En *Monetary Policy and the New Zealand Financial System 3rd ed.* Reserve Bank of New Zealand, 1993.
- Debelle, G. The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada. MIT. Mimeo, marzo, 1994.
- Debelle, G. y Fischer, S. "How independent should a central bank be?". En *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, J. C. Fuhrer (ed.). Boston: Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 38, 1994.
- Federal Reserve Bank of New York. *Intermediate targets and indicators for monetary policy*, 1990.
- Fischer, A.M. "Inflation targeting: The New Zealand and Canadian Cases", *Cato Journal*, 13, vol. 1, 1993, pp. 1-27.
- Fischer, A.M. y Orr, A. The determinants and properties of monetary conditions: Direct survey evidence from New Zealand. Swiss National Bank. Mimeo, mayo, 1994.
- Fratianni, M.J. von Hagen y Waller, C.J. *The Maastricht Way to EMU*. Essays in International Finance, No. 187. Princeton University, junio, 1992.
- Fratianni, M.J. von Hagen y Waller, C.J. "Central banking as a political principal-agent problem". *Economic Inquiry*, 1993.
- García de Peso, J.I. "Monetary announcements and monetary policy credibility". *Investigaciones Económicas*, 17, 1993, pp. 551-567.
- Goodhart, C. y Vinals, J. Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes. LSE Financial Markets Group. Special Papers No. 61, agosto, 1994.
- Holmstrom, B. y Milgrom, P. "The firm as an incentive system". *American Economic Review*, 84, 1994, pp. 972-991.
- Hutchison, M.M. Central bank credibility and disinflation in New Zealand. University of California, Santa Cruz. Mimeo, enero, 1995.
- Lohmann, S. "Optimal commitment in monetary policy: Credibility versus flexibility". *American Economic Review*, 82, 1992, pp. 273-286.
- New Zealand Parliament. *Reserve Bank of New Zealand Act 1989*, 1989.
- Persson, T. y Tabellini, G. "Designing institutions for monetary stability". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp. 53-84.
- Posen, A.S. "Why central bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics". En *Finance and the International Economy: 7* (The 1993 Mex Bank Review Prize Essays), R. O'Brien (ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Rogoff, K. "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target". *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1985, pp. 1169-1189.
- Roll, E.; Begg, D.; Corby, B.; Daintith, T.; Gleske, L.; Goodhart, C.; Lafayette, P.; Middleton, P.; Monti, M.; Portes, R.; Walker, D.; y Wyplosz, C. *Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*, Centre for Economic Policy Research, 1993.
- Spiegel, M. Rules versus discretion in New Zealand monetary policy. Federal Reserve Bank of San Francisco. Mimeo, 1995.
- Svensson, L.E.O. The simplest test of inflation target credibility. NBER Working Paper No. 4604, diciembre, 1993.

- Swinburne, M. y Castello-Branco, M. Central bank independence: Issues and experience. International Monetary Fund Working Paper 91-58, junio, 1991.
- Tirole, J. The internal organization of government. *Oxford Economic Papers*, 46, 1994, pp. 1-29.
- Waller, C.J. "A bargaining model of partisan appointments to the central bank". *Journal of Monetary Economics*, 29, 1992, pp. 411-428.
- Walsh, C.E. When should central bankers be fired? Universidad de California, Santa Cruz. Mimeo, septiembre, 1993.
- Walsh, C.E. "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an optimal central bank contract?". FRBSF Working Paper 94-01. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1994.
- Walsh, C.E. "Letting the agent choose the performance measure: Or why central banks favor price stability as their sole objective". *Journal of Money, Credit, and Bankruptcy*, 1995a.
- Walsh, C.E. "Optimal contracts for central bankers". *American Economic Review*, 85, vol. 1, 1995b, pp. 150-167.
- Woolley, J.T. "Central banks and inflation". En *The Politics of Inflation and Economic Stagnation*. L. Lundberg y C. Maier (eds.). The Brookings Institution.

Notas

1. Universidad de California, Santa Cruz, Banco de la Reserva Federal de San Francisco. Quisiera agradecer a Kent Kletzer, Michael Hutchison y Andreas Fischer por las discusiones que me ayudaron tanto; a Ben Bernanke y Julio Rotemberg por sus comentarios en una primera edición, y la NSF en la investigación. La responsabilidad por errores y opiniones sigue siendo mía, y cualquier opinión expresada no necesariamente es la opinión del Banco de Reserva Federal de San Francisco o del Sistema de Reserva Federal.
2. Swinburne y Castello Branco (1991) proporcionan un amplio resumen de los argumentos en favor del establecimiento de la estabilidad de precios como el objetivo único de la política monetaria. Estos incluyen los siguientes: como un instrumento único, la política monetaria debería tener una meta única; la política monetaria no puede tener efectos reales sostenibles; y los objetivos múltiples son menos consistentes con una política monetaria estable y creíble credibilidad.
3. Para un análisis de las discusiones sobre experiencia reciente en materia de fijación de metas inflacionarias, ver Ammer y Freeman (1994) o Fischer (1993). Pueden encontrarse análisis generales sobre la fijación de metas monetarias en Goodhart y Vinals (1994). Existe una colección extensa de ensayos sobre diversos aspectos de este enfoque Banco de Reserva la Federal de Nueva York (1990).
4. En el modelo estándar de Barro-Gordon, la optimización requiere que estas recompensas y penalidades sean lineales en la tasa de inflación alcanzada. Ver también Ftatianni, von Hagen y Waller (1993). Tirole (1994) argumenta más ampliamente la utilidad de la teoría de los incentivos para el estudio de las organizaciones gubernamentales.
5. El contrato óptimo puede imitarse mediante una regla que involucra despedir al presidente del banco central si la inflación excede un valor crítico (Walsh, 1993). Si existe una amplia oferta de nuevos funcionarios, la amenaza de despido es creíble, ya que el gobierno puede reemplazarlo con uno nuevo. Ex ante, el gobierno también quiere una inflación baja y entonces le resulta mejor despedir a un funcio-

nario que sucumba a la tentación de la inflación, a pesar de que ex post el gobierno esté contento de que lo haya hecho. En entornos más complejos que éste del modelo estándar de Barro-Gordon, el contrato óptimo podría depender del Estado en formas complicadas.

6. De hecho, para una perspectiva a más largo plazo, el desempeño del banco central es fácil de medir, de manera que el esquema de incentivo óptimo probablemente involucrará incentivos dinámicos vinculados solamente a los resultados en materia de precios.
7. En una situación caracterizada por objetivos múltiples, podría esperarse encontrar contratos poco dinámicos —compensaciones que no son muy sensibles a los resultados observables— y restricciones a la libertad de acción del agente (Holmstrom y Milgrom, 1994).
8. Wooley (1985) destaca la interacción entre las presiones políticas y la independencia del banco central. Ver también Posen (1993).
9. Lohamn (1992) muestra cómo la discrecionalidad puede combinarse con un mandato gubernamental para mejorar la compensación entre el sesgo inflacionario la estabilización.
10. Estos resultados se obtienen en una variante del modelo utilizado por Rogoff (1985) y otros. Si existen perturbaciones de velocidad que el banco central no puede contrarrestar, entonces el banco central podría escoger asignar algún peso a estas fluctuaciones en el empleo.
11. Un caso obvio es la experiencia en Estados Unidos, en donde la utilización por parte de la Reserva Federal de niveles de metas para agregados monetarios múltiples hizo que su desempeño fuera mucho más difícil de evaluar.
12. En contraste, la legislación anterior (la ley del Banco de Reserva de Nueva Zelandia de 1964) decía “...el mantenimiento y la promoción del crecimiento económico y el bienestar social en Nueva Zelandia, teniendo en cuenta de promover el nivel más alto de producción y comercio y el pleno empleo, y de mantener un nivel de precios internos estables” como objetivos de política monetaria (Sección 8, ley del Banco de Reserva de Nueva Zelandia de 1964, citado en Buckle y Stemp, 1991). La sección 10 (a) de la Nueva Ley dice, sin embargo, que al implementar la política monetaria, el Banco de Reserva deberá de tomar en cuenta la “eficiencia y solidez” del sistema financiero. Para un análisis más completo de la ley, ver Dawe (1993) o Walsh (1994).
13. A diferencia de la situación en Estados Unidos, en donde un comité (FOMC) es el responsable de las decisiones de la política monetaria, el gobernador del Banco de Reserva es el único responsable de la conducción de la política monetaria en Nueva Zelandia.
14. Para un análisis más detallado del BCE, ver, por ejemplo, Fratianni, von Hagen y Waller (1992).
15. El gobernador actual del Banco de Francia, Jean-Claude Trichet (nombrado en septiembre de 1993), dijo: “La independencia de los bancos centrales, cuando existe, deberá, de una forma u otra apoyar las políticas económicas generales de su país sin perjuicio, por supuesto, de su independencia monetaria” (citado en *The Banker*, 7 de febrero de 1994).
16. Los otros seis miembros del Consejo de Políticas del Banco de Francia los escoge el gobierno de las listas presentadas por la Asamblea Nacional, el Senado, y el Consejo Económico y Social. Estos seis miembros ocupan sus cargos por períodos no renovables escalonados de nueve años. Como muestra Waller (1992), la presencia de estos períodos escalonados puede servir para restringir la capacidad de un gobierno para influir la conducción de la política.