

**LA ESTRUCTURA INSTITUCIONAL  
DE UN BANCO CENTRAL REVISITADA**  
LA PERSPECTIVA DE LA  
ECONOMÍA POLÍTICA CONSTITUCIONAL

**Juan Pablo Couyoumdjian**

La literatura sobre la autonomía de los bancos centrales sugiere que puede haber buenas razones para el establecimiento de una organización institucional de este tipo; estos argumentos se derivan principalmente de problemas de inconsistencia dinámica y credibilidad. Sin embargo, en la medida que estos modelos sugieren que los bancos centrales independientes son instituidos por planificadores sociales benevolentes, ellos no son capaces de explicar por qué existe en realidad un banco central autónomo. En este trabajo argumentamos que para explicar la razón de estas reglas debemos basarnos en la perspectiva de la economía política constitucional. Reseñamos entonces distintos modelos que reconocen que las instituciones monetarias se determinan en un ambiente político.

*Palabras clave:* institucionalidad monetaria; banco central autónomo; economía política constitucional.

---

JUAN PABLO COUYOUMDJIAN. Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Ph. D. en Economía de George Mason University. En la actualidad es profesor e investigador de la Facultad de Gobierno y la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad del Desarrollo. [jpc@udd.cl](mailto:jpc@udd.cl).

## 1. Introducción

Hacia fines del siglo XX, muchos países reformaron su institucionalidad monetaria paralelamente a la aparición de nuevos desarrollos teóricos sobre la autonomía de los bancos centrales, todo lo cual dio lugar a un debate académico y de política pública muy activo y vigoroso. En los años 60 Milton Friedman había cuestionado la idea de establecer bancos centrales autónomos por considerar que serían vulnerables a presiones políticas, pero en los años 90 Alberto Alesina y Lawrence Summers (1993) sugirieron que los bancos centrales autónomos otorgaban la posibilidad de lograr una baja tasa de inflación a un mínimo costo<sup>1</sup>. Hoy sabemos que esta relación entre la existencia de un banco central autónomo y una baja tasa de inflación es sensible a la muestra de datos empleados. Como explican Silvester Eijffinger y Jakob de Haan (1996) en su reseña de la literatura, lo que en verdad importa es la *independencia efectiva* de un banco central. En cuanto a la *autonomía legal*, ésta promueve la estabilidad de precios sólo en países desarrollados, siendo éste un resultado bastante robusto<sup>2</sup>. De esta forma, dado que los resultados de estos análisis dependen críticamente de la forma de medición del grado de independencia de un banco central, ha aflorado una sensación bastante generalizada de que ya no queda mucho por hacer en esta área.

Pensamos, sin embargo, que esta impresión debe ser reevaluada. Al analizar la estructura institucional de un banco central surgen varias preguntas de interés. Por ejemplo, la relación entre la autonomía otorgada a un banco central y la literatura sobre la delegación regulatoria a agencias independientes. La lógica que inspira estos esquemas institucionales parece bastante similar y, sin embargo, como explica Fabrizio Gilardi (2007), existen algunas diferencias entre estos modelos que sugieren la necesidad de analizar estos temas con más cuidado<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Agradecemos los comentarios de un árbitro anónimo de esta revista, quien nos recordó este comentario de Friedman (1962/1968).

<sup>2</sup> Véase Eijffinger y De Haan (1996), Tablas B2 y B3. Si bien la reseña de Eijffinger y De Haan (1996) data de hace más de diez años y puede, por ello, parecer atrasada, es importante explicar que en este trabajo no proponemos un análisis independiente de la literatura respecto de estos temas. Para revisiones bibliográficas más recientes véanse Berger *et al.* (2001) y De Haan *et al.* (2008).

<sup>3</sup> En esta línea véase también Quintyn (2009).

Una cuestión más fundamental aún se refiere al cómo y por qué un país adopta una estructura institucional determinada. Esto es, en particular, lo que nos proponemos analizar en este trabajo. Suponiendo que efectivamente existe una relación entre la tasa de inflación y el grado de independencia de un banco central, ¿es posible concluir que esa relación explica el otorgamiento de la autonomía a un banco central? La experiencia y la teoría de la economía política nos indican claramente que la fundamentación de diversas políticas, o la implementación de diversas instituciones, no obedecen necesariamente a la búsqueda del “bien común”, como sea que uno defina este término<sup>4</sup>. Las políticas públicas se determinan en un ambiente político, bajo determinadas reglas del juego que constituyen el marco dentro del cual interactúan los agentes políticos. En este sentido son los incentivos y las restricciones que enfrentan estos agentes políticos (o grupos de interés que actúan a través de agentes políticos) los que importan para explicar cuáles son las políticas públicas que se adoptan, y por qué.

El enfoque que inspira nuestro análisis es el del programa de investigación de la economía política constitucional que analiza el problema del diseño de instituciones a partir de una perspectiva individualista, tal que las instituciones son sujetos de elección por parte de los agentes económicos. Usando el título del conocido trabajo de Geoffrey Brennan y James M. Buchanan (1985), la pregunta que nos interesa examinar es cuál es la “razón de las normas”: en este caso, la “razón” de un banco central autónomo. En este trabajo efectuamos una revisión de la literatura sobre la estructura institucional de los bancos centrales, que es selectiva en el sentido de que nos basamos en la perspectiva de la economía política. A partir de esa revisión buscamos acercarnos a una explicación más rica del diseño y la persistencia de una institucionalidad monetaria basada en un banco central autónomo.

## **2. ¿Por qué un banco central autónomo?**

### **El argumento tradicional**

El argumento tradicional en favor de un banco central autónomo se basa en consideraciones de credibilidad e inconsistencia intertemporal de la autoridad monetaria, siguiendo los ya clásicos trabajos de Finn

---

<sup>4</sup> Sobre esto véase, por ejemplo, Buchanan (1979/1999), quien explica lúcida-mente los fundamentos de la economía política positiva que, a su vez, está basada en el enfoque de la economía neoclásica.

Kydland y Edward Prescott (1977) y de Robert Barro y David Gordon (1983). El problema en cuestión surge porque, a pesar de cualquier compromiso que se pueda haber explicitado antes de que los agentes económicos formen sus expectativas inflacionarias, *ex post* la autoridad monetaria va a tener incentivos para “mover” la economía a lo largo de una curva de Phillips de corto plazo. Debido a que las autoridades no se pueden comprometer creíblemente a no explotar dicha capacidad de maniobra, y dado que los agentes económicos tienen expectativas racionales, el nivel de inflación de equilibrio será subóptimo, lo que tiene costos en el nivel de bienestar social. En este sentido, la institución de un banco central autónomo permitiría delegar el manejo de la política monetaria a agentes más independientes, lo que presumiblemente eliminaría la posibilidad que tienen las autoridades económicas de un manejo estratégico de la política económica (Rogoff 1985).

Como bien ha explicado Bennett McCallum (1995), sin embargo, es importante tener presente que un banco central autónomo no resolverá el problema de un manejo discrecional de la política económica, sino que solamente lo “relocalizará”. En otras palabras, un banco central autónomo sigue teniendo la posibilidad de manejar la economía de un modo oportunista. Y, en principio, no existen incentivos que lleven a un banquero central a desaprovechar esa posibilidad. Un esquema de contratos entre el banco central y el gobierno para asegurar una inflación baja, de forma de hacer que las remuneraciones de los banqueros centrales dependan de sus resultados en materia antiinflacionaria o, por lo menos, sean responsables de la consecución del objetivo de la estabilidad de precios, podría resolver este problema (Persson y Tabellini 1993, Walsh 1995). Pero, como advierte McCallum, uno debiera preguntarse qué incentivos puede tener un gobierno para hacer cumplir un contrato de este tipo en el caso de que los objetivos antiinflacionarios no se cumplan.

Más aún, como ha explicado Jörg Bibow (2004), estos argumentos a favor de un banco central autónomo implícitamente patrocinarían un esquema de discreción en vez de reglas en el manejo de la política monetaria, suponiendo así que esta política se puede manejar de forma predecible y ordenada. En este punto es interesante anotar que estos temas constituyen, justamente, las bases técnicas de la argumentación de Milton Friedman (1962/1968) en contra del establecimiento de un banco central autónomo y a favor de un sistema de reglas monetarias; a estos argumentos Friedman agregaría, también, una inquietud política relacionada con el poder de esta institución.

En la medida que se introduce un componente político a estos modelos, podrían aparecer incentivos adicionales para el establecimiento de un banco central autónomo. Por una parte, conforme las autoridades político-económicas puedan manipular la política económica de una forma oportunista, de manera de incrementar sus posibilidades de ser reelectos y permanecer en el gobierno (Nordhaus 1975, Rogoff y Sibert 1988), existirían incentivos adicionales para aislar el manejo de dicha política de las autoridades gubernativas de turno<sup>5</sup>. En este caso, sin embargo, no resulta evidente que el “gobierno” y la “oposición” puedan concordar en la idea de otorgar autonomía al banco central (aunque véase Cukierman 1994).

Manteniendo el supuesto de que las autoridades económicas buscan manejar la política económica de manera de incrementar la probabilidad de ganar la próxima elección, modelos de economía política de tipo “partisano” difieren de los modelos “oportunistas” que mencionamos recién en cuanto a que no suponen que todos los agentes políticos tienen las mismas preferencias por la inflación y por el desempleo y, por consiguiente, los mismos incentivos para manejar la política monetaria en una forma estratégica (Hibbs 1977, Alesina 1987). En general, sin embargo, esta vertiente de la literatura sobre el ciclo político-económico no considera la cuestión de la autonomía del banco central (para una reseña de estos modelos véase Alesina, Roubini y Cohen 1997).

Como se puede ver, entonces, los argumentos teóricos tradicionales a favor de un banco central autónomo, con todo lo interesantes y elegantes que son, tienen problemas para explicar el origen de una institucionalidad de este tipo. En estos modelos los beneficios de un banco central autónomo sólo pueden realizarse si se supone que esta institución es instaurada por un “planificador social benevolente”. Pero esta explicación resulta insatisfactoria desde un punto de vista de la economía política.

### **3. La autonomía de un banco central: Algunos antecedentes empíricos**

Dentro de la voluminosa bibliografía sobre la institucionalidad de un banco central hay una serie de trabajos empíricos que tratan ex-

---

<sup>5</sup> En el contexto de los Estados Unidos, el trabajo de Woolley (1984) constituye un trabajo pionero en términos de ilustrar la influencia política en el manejo de la política monetaria.

plicítamente sobre los determinantes de la autonomía de la autoridad monetaria. Estos estudios son de particular interés porque aparentemente van al meollo del asunto que nos interesa aquí. A pesar de que nuestra discusión es selectiva, estamos dispuestos a argumentar que nuestra evaluación general, que entregaremos a continuación, es bastante robusta. Y, como ya señalamos, también es importante destacar que no es lo mismo la autonomía legal que la autonomía efectiva. Por ello debemos ser cautos al considerar únicamente la independencia legal de un instituto emisor, pues ésta puede exhibir una variación menor (a través del tiempo) que su independencia efectiva, que es la variable, sin embargo, que más fidedignamente refleja la autonomía de un banco central<sup>6</sup>.

En el último capítulo de su ya clásico trabajo sobre este tema, Alex Cukierman (1992) identificó una serie de variables como determinantes del grado de autonomía legal de un banco central. En primer lugar, Cukierman se refiere a la influencia de la inestabilidad política en la independencia de un banco central. De acuerdo a este autor, desde un punto de vista teórico el efecto en cuestión es ambiguo. Por una parte, en la medida que una coalición gobernante presenta que va a ser derrotada, ella tendrá mayores incentivos para establecer un banco central independiente y de esa forma dejar las manos atadas a sus sucesores. Sin embargo, si en una comunidad el grado de afinidad de valores cívicos es bajo y el régimen político es inestable, una coalición podría estar dispuesta a instrumentalizar a determinadas instituciones para mantener su influencia política y económica, con lo cual la independencia efectiva de un banco central se podría ver reducida. Cukierman examina estas hipótesis empíricamente tanto por separado como de forma conjunta, utilizando dos indicadores distintos de variabilidad política. Al considerar como variable explicativa *proxy* de la estabilidad política el grado de estabilidad o, para ser más preciso, de inestabilidad de la política partidaria, el autor encuentra que la independencia de un banco central estaría positivamente asociada a este indicador. Por otra parte, la autonomía de un banco central sería menor mientras mayor es la inestabilidad de un régimen político, cuando esta variable describe regímenes en que los

---

<sup>6</sup> En este punto es importante recordar un estudio temprano de Cukierman, Webb y Neyapti (1993), que indicaba que en los países en vías de desarrollo la independencia legal de un banco central no se correlaciona con su independencia efectiva.

cambios políticos ocurren a través de medios no democráticos, como golpes de estados u otros. Aunque, como el mismo Cukierman señala, el poder explicativo de estas variables medidas a través del  $R^2$  de su estimación econométrica es bastante bajo, los resultados son consistentes con las predicciones del modelo; más aún, de acuerdo a este criterio el mejor modelo es el que permite unificar ambas hipótesis. Es interesante advertir, sin embargo, que en la medida que se utilizan otros indicadores de inestabilidad política y, especialmente, de autonomía de un banco central (más allá de la autonomía legal), los resultados son “mixtos” (Eijffinger y De Haan 1996, 44-47).

Otras hipótesis planteadas por Cukierman se relacionan con el comportamiento del gobierno, particularmente en cuanto al manejo de la política fiscal (Cukierman 1992, 450-451). Una tesis especialmente interesante en este sentido postula que a mayor endeudamiento del gobierno se esperaría una menor independencia del banco central, ya que, entre otras razones, los incentivos para recurrir al señoraje serían más grandes. Aunque el autor no explora esta hipótesis formalmente, Eijffinger y De Haan (1996) reseñan la evidencia empírica en cuanto a este punto argumentando que ella no apoyaría la tesis de Cukierman.

Una de las tesis más conocidas respecto de los determinantes de la autonomía de un banco central es la de Adam Posen (1993, 1995), que revisaremos con más detalle más abajo, quien postula que la oposición del sector financiero a la inflación es una variable fundamental. Cukierman (1992) también había especulado que a mayor tamaño y profundidad de los mercados financieros se vería una mayor autonomía del banco central. En particular, este autor introduce el concepto de la “oposición a la inflación por parte del público” que tendría un efecto significativo sobre el grado de autonomía de un banco central. Es importante tener presente, sin embargo, que los grupos afectados, y que presumiblemente estarían dispuestos a actuar en la arena política, no serían necesariamente los mismos en los modelos de Posen y Cukierman; más aún, medir o tratar de reflejar la oposición del público a la inflación no parece una tarea sencilla (aunque véase Eijffinger y De Haan 1996). En todo caso, el punto de fondo aquí, que refuerza la diferencia entre la autonomía legal y la autonomía efectiva de un banco central, ha sido destacado con lucidez por Stanley Fischer cuando escribe que:

La independencia y la rendición de cuentas de un Banco Central seguramente llevarán a una inflación baja, pero la independencia legal y la rendición de cuentas no serán suficientes a menos que la sociedad realmente apoye el objetivo de una baja inflación. (1994, 40)

Desde un punto de vista algo distinto, en su trabajo citado anteriormente Cukierman (1992) había examinado el rol que el grado de indexación de una economía podría tener como determinante del grado de autonomía de un banco central. Si bien en la literatura no parece existir un consenso acerca de los efectos y del rol de la indexación en una economía, es obvio que la indexación le permite a la población de un país acostumbrarse a vivir en un ambiente inflacionario<sup>7</sup>. En este sentido, se podría esperar que la oposición a la inflación por parte del público fuera baja. Cukierman aventuraba que a mayor grado de indexación, menores serían los costos de la inflación y menores los incentivos para instaurar un banco central autónomo. Por desgracia, sin embargo, desconocemos si esta hipótesis ha sido examinada empíricamente.

En general las hipótesis que hemos revisado corresponden a trabajos interesantes que están bien enfocados en cuanto a determinar la influencia de algunas variables en el grado de autonomía de un banco central. Pero a su vez estos modelos constituyen en general, con pocas excepciones, especificaciones *ad hoc*; aquí no hay modelos específicos acerca del comportamiento de los actores políticos tal que, por ejemplo, se pueda explicar por qué los datos muestran una relación positiva entre la oposición a la inflación por parte del público y el grado de autonomía de un banco central<sup>8</sup>. En otras palabras, los modelos reseñados no parecen ser modelos de equilibrio (en el sentido de un concepto de equilibrio derivado de la teoría de juegos).

Suponer que los procesos de diseño institucional son llevados a cabo por un planificador social benevolente, como aparece en algunos

---

<sup>7</sup> Para un análisis de estos temas véase el interesante trabajo de Landerretche, Lefort y Valdés (2002).

<sup>8</sup> Una excepción importante la constituye Cukierman (1994). Allí el autor trata de formalizar algunos de los resultados presentados en esta sección en un modelo donde el grado de autonomía de un banco central depende de la evaluación que los agentes políticos hagan del manejo anticíclico de la autoridad monetaria y del manejo de la deuda pública por parte del gobierno. La proposición clave de este modelo es que a mayor nivel de inestabilidad política, mayor será el grado de autonomía que se otorgará a un banco central, siempre que exista un nivel suficientemente alto de polarización política.



de los modelos examinados, es equivalente a asumir que vienen del cielo. La variabilidad de las instituciones monetarias entre países y dentro de una misma nación a lo largo del tiempo también es cuestión que merece una explicación (Bernhard 2002). ¿A qué se deben estas diferencias? Más aún, ¿cómo se explica que la institución del banco central autónomo se haya generalizado durante los años 90 más que en otros períodos? (Cukierman 2006).

#### **4. La economía política de un banco central autónomo revisitada**

El problema de fondo aquí es la importancia de endogeneizar las instituciones monetarias. Cuando analizamos la evolución coyuntural de la política monetaria, muchas veces dejamos de lado este tipo de cuestiones que en realidad juegan un papel crucial. Después de todo, la estructura de incentivos de una economía —es decir, sus instituciones— es fundamental a la hora de explicar el comportamiento de los agentes económicos y políticos y, por lo tanto, el desempeño de la economía como un todo (North 1990). Por ello el diseño de la institucionalidad monetaria es de vital importancia para entender la manera en que se lleva a cabo la política monetaria propiamente tal.

A nuestro juicio, la línea de investigación que nos permite aproximarnos de mejor forma a estos temas es la agenda de la economía constitucional. Este programa de investigación parte de la base de que, al igual que en su vida diaria los agentes económicos toman decisiones dentro de un entorno institucional dado, en otras ocasiones toman decisiones respecto de la forma que adoptarán estas instituciones (Buchanan 1987). En este sentido, existe una diferencia fundamental entre la política económica, que estudia los efectos de políticas alternativas en el contexto de un marco institucional determinado, y la economía constitucional, que estudia el proceso mediante el cual se llega a la determinación de las instituciones en sí.

En un trabajo donde se aplica el enfoque de la economía constitucional al problema de la institucionalidad monetaria, James M. Buchanan (1986) ha expuesto bien el asunto que nos interesa abordar aquí. Como disciplina positiva, la economía constitucional se propone analizar dos tipos de cuestiones. Por una parte, estudiar los efectos de regímenes alternativos de reglas. Por otra parte, la economía consti-

tucional positiva también nos invita a estudiar el comportamiento de agentes políticos y económicos cuando se llevan a cabo cambios en las instituciones que regulan un sistema social determinado. Éste es el problema que nos interesa examinar aquí, enfocándonos en particular en posibles explicaciones para una reforma institucional en el sentido de otorgarle la autonomía a un banco central. Siguiendo las bases de la teoría económica moderna y la metodología de la economía constitucional, consideraremos modelos basados en un criterio individualista, donde las decisiones en materia de reglas son tomadas por agentes económicos racionales. La consistencia metodológica es clave aquí: dado que los modelos utilizados en el ámbito post-constitucional se basan en el comportamiento de agentes racionales, parece coherente utilizar el mismo modelo para examinar la determinación de las instituciones en sí<sup>9</sup>.

En esta sección vamos a reseñar, entonces, una serie de trabajos que buscan explicar el origen de una institucionalidad monetaria basada en un banco central autónomo. Aunque éstos no necesariamente siguen el enfoque de Buchanan, por lo menos explícitamente, sí siguen la visión de la perspectiva de la economía constitucional en el sentido de representar modelos positivos, basados en el enfoque de elección racional, respecto del problema de diseño institucional. Los trabajos que analizaremos han sido agrupados en explicaciones basadas en el rol de los grupos de interés, en características de la institucionalidad política en la cual se desenvuelven los actores políticos, y en modelos basados en consideraciones de economía política internacional.

#### **4.1. El rol de los grupos de interés políticos**

Dado que los grupos de interés tienen una influencia evidente en las sociedades democráticas, es importante examinar el rol que pueden tener distintos tipos de intereses políticos y económicos en el establecimiento de un banco central autónomo<sup>10</sup>. Asimismo, es interesante

---

<sup>9</sup> Para un examen más detenido de estos puntos y, en general, una visión más extensa acerca de la perspectiva de la economía constitucional, véase Brennan y Buchanan (1985); también véase Voigt (1999).

<sup>10</sup> Para una introducción de la literatura de los grupos de interés en la economía, véase Mitchell y Munger (1991); sobre la base individualista de estos modelos, véase Olson (1965).

considerar cómo un banco central debe estar permanentemente atento para salvaguardar y mantener su autonomía ante cambios en el entorno político y económico que modifican la influencia relativa de distintos grupos de interés. Estos factores han sido desarrollados por diversos autores en diferentes modelos, algunos de los cuales examinaremos en la revisión selectiva que ofrecemos a continuación.

Para Adam Posen (1993, 1995) el hecho que la inflación tenga consecuencias distributivas tiene implicancias fundamentales para el manejo de la política monetaria y la elección de las instituciones monetarias. En particular, si bien reducir la inflación a través, por ejemplo, del establecimiento de un banco central autónomo comprometido con la estabilidad de precios puede repercutir favorablemente a nivel de la comunidad como un todo, pueden existir algunos grupos que se vean negativamente afectados. Ello implicará que no todos los grupos de una sociedad estén igualmente inclinados a establecer un banco central autónomo. De esta forma, la existencia y el apoyo de los grupos de interés que se oponen a la inflación serán los factores determinantes para explicar el éxito de un banco central en cuanto a llevar a cabo un proceso de reducción de inflación (o incluso el establecimiento de un banco central de carácter autónomo). De acuerdo a Posen, el grupo de interés clave a considerar aquí es el sector financiero. Dados los efectos de la inflación sobre el desarrollo de un mercado financiero, este grupo va a tender a favorecer la estabilidad de precios y a oponerse a la inflación; en otras palabras, el sector financiero tiene preferencias por políticas conducentes a bajos niveles de inflación. En este sentido la relación que pareciera existir entre el grado de autonomía de un banco central y el nivel de inflación sería ilusoria; esencialmente, esta relación desaparecería en la medida que uno pueda controlar, en términos econométricos, por la oposición del sector financiero a la inflación.

El modelo que examinamos tiene, entonces, una clara predicción que puede ser testeada formalmente. Se debiera esperar que exista una correlación positiva entre lo que Posen llama la “oposición del sector financiero a la inflación” y el grado de autonomía de un banco central. Además, debiera existir una correlación negativa entre esta variable de oposición a la inflación y la tasa de inflación misma.

La construcción de los índices de oposición del sector financiero a la inflación y la elaboración de los índices que miden la autonomía de un banco central son asuntos esencialmente subjetivos, que pueden te-

ner consecuencias no triviales. Abstrayendo de estas cuestiones y considerando directamente la evidencia presentada por Posen, se observa que los resultados parecen apoyar sus hipótesis. El trabajo que revisamos sugiere, de esta forma, que no existen recetas mágicas para lograr tasas de inflación bajas; el establecimiento de un diseño legal o institucional determinado no bastará, por sí solo, para lograr el presumiblemente deseado objetivo de estabilidad de precios. Esto es, por cierto, un tema que ha sido discutido extensamente en otros ámbitos; en particular en la literatura que destaca los incentivos que debe contener un diseño institucional para que éste sea acatado (*i.e.* donde las reglas sean diseñadas de forma de inducir su cumplimiento). Lo que se busca es que una institución sea una convención o un equilibrio en un juego de coordinación donde existan múltiples equilibrios posibles (Hardin 1989, Ordeshook 1992). Si bien esta forma de analizar el problema parece distante de la idea de las instituciones como contratos sociales, es importante notar que ella permite acentuar la idea de un equilibrio institucional, que es un tema muy importante en sí mismo.

En un interesante trabajo anterior incluso a las contribuciones de Posen, John Goodman (1991) ha propuesto un modelo esencialmente político acerca de la determinación del grado de autonomía de un banco central. El punto de partida de Goodman es que agentes políticos y banqueros centrales pueden tener diferencias respecto de los objetivos de la política económica, y por lo tanto acerca de cómo se debiera manejar la política monetaria. En el modelo de Goodman la política económica está determinada por la interacción de distintas coaliciones sociales, que pueden tener preferencias diferentes acerca de cómo proceder respecto de estas materias. En cuanto al problema particular que nos concierne, esto implica que el grado de autonomía de un banco central estará determinado por la influencia relativa de las coaliciones que están a favor y en contra de la inflación. Como parece natural, en la medida que sea más fuerte o exitosa aquella coalición que prefiere un escenario de inflación baja, mayor será la probabilidad de encontrar un banco central autónomo. Pero esto no es suficiente. Goodman argumenta que se requiere, además, que los agentes políticos, que representan a las coaliciones en sus actividades políticas, tengan un horizonte de decisiones relativamente corto. Efectivamente parece bastante razonable esperar que agentes que van a estar poco tiempo en el gobierno estén más dispuestos a perder grados de autonomía en el manejo de la política econó-

mica estableciendo lo que en realidad constituye una forma de “amarre” institucional<sup>11</sup>.

En un escenario como éste preservar la autonomía de un banco central una vez que ella ha sido otorgada será un asunto no menor. Los banqueros centrales, si bien son agentes autónomos, deberán manejarse diestramente en el ambiente esencialmente político en el cual actúan, ya que, en caso contrario, y en particular si sus políticas difieren de forma sustancial de las del gobierno de turno, podrían poner en jaque dicha autonomía. En particular deberán ser capaces de buscar y concitar apoyo en la sociedad y comprender que en ocasiones puede ser mejor acomodarse y ceder a presiones políticas con vistas a preservar su independencia legal. En todo caso Goodman argumenta que mantener la autonomía de un banco central es más fácil que establecer dicha independencia en un sentido original, porque una vez establecida ésta, las interacciones sociales deben considerar la existencia de un agente adicional, lo que implica que un cambio institucional no será neutral (1991, 335).

Este modelo es particularmente interesante al enfatizar la dimensión política de la autonomía de un banco central<sup>12</sup>. Sin embargo existen diversas cuestiones, algunas bastante importantes, que requieren de un tratamiento más acabado dentro de este argumento. En particular el punto de cómo se forman las coaliciones examinadas parece incompleto; los aportes de la línea de investigación desarrollada por Mancur Olson (1965) son especialmente relevantes de considerar en este contexto. Asimismo es necesario discutir el potencial problema de agencia que podría existir entre los representantes de estas coaliciones y sus principales.

Geoffrey Miller (1998) también propone una teoría de la autonomía de un banco central que depende críticamente de la existencia de grupos de interés. Sin embargo el modelo de Miller es fundamentalmente diferente en cuanto a que visualiza el mercado político de una forma bastante particular, donde la extracción de rentas en el sentido de Fred McChesney (1987)<sup>13</sup> aparece como una actividad disponible,

---

<sup>11</sup> Nótese que en este sentido este argumento no necesariamente considera el amarre institucional como algo voluntariamente ventajoso para una coalición gobernante. Para una evaluación de diferentes visiones en este sentido, véase Elster (2000).

<sup>12</sup> Goodman reseña incluso alguna evidencia acerca de cómo tres bancos centrales europeos se han manejado a través del tiempo y que sería consistente con esta teoría.

<sup>13</sup> En el modelo de McChesney (1987) los agentes políticos no sólo buscan ser “intermediarios” que redistribuyen recursos a distintos grupos de interés (generando de esta forma rentas para estos grupos), sino que buscan, derechamente, extraer rentas de los agentes económicos privados. Éste es un concepto desarrollado por el autor en el contexto de la teoría económica de la regulación.

e incluso deseada y preferida, por parte de los agentes políticos. Específicamente Miller considera una situación donde los agentes políticos tienen incentivos para crear inflación no-anticipada, ya que ésta permite desarmar arreglos específicos alcanzados por ellos con distintos grupos de interés. Según este autor, subsidios, transferencias, o impuestos y regulaciones que están expresados en términos de precios nominales constituirían algunos de los acuerdos más comunes de este tipo. Crear un proceso inflacionario otorga, entonces, los incentivos a los agentes políticos para renegociar estos acuerdos y volver a extraer rentas de estos grupos de interés que buscan tratos especiales. El punto clave en este argumento es que los agentes políticos tienen un problema de consistencia temporal; *ex ante* quieren “vender” estas transacciones que crean rentas para los grupos de interés (y, por cierto, para ellos también), pero *ex post* prefieren renegar y volver a negociar con los grupos de interés.

Es interesante anotar que, en estricto rigor, para extraer rentas los agentes políticos no tienen que crear una inflación no anticipada. En la medida que puedan efectuar una amenaza creíble, en el sentido de que provocarían un proceso inflacionario, incitarán un proceso de *lobby* por parte de los grupos que se verían afectados, lo cual les generará rentas. Por cierto, generar el proceso inflacionario de vez en cuando ayudará a que el factor amenaza sea en realidad creíble (Miller 1998, 443-444). Con todo, el argumento general se basa en que un proceso inflacionario de tipo no anticipado sería una forma particularmente buena a disposición de los agentes políticos para lograr extraer rentas de grupos de interés empeñados en tener un tratamiento especial a través de transferencias u otras ventajas expresadas en términos de precios nominales. Por lo tanto, el establecimiento de un banco central autónomo hará posible que los agentes políticos se comprometan a evitar sorpresas inflacionarias<sup>14</sup>.

Este modelo deja algunas interrogantes respecto de por qué otras alternativas para preservar la vigencia de arreglos que involucran una transferencia de rentas a determinados grupos de interés, y que podrían estar a disposición de las partes interesadas, no son utilizadas. Pero más que esto, este modelo presenta una visión muy poco romántica de la

---

<sup>14</sup> Como explica Miller, su artículo tiene mucho en común con el conocido modelo de Landes y Posner (1975), en el cual un poder judicial independiente otorga “dureza” a arreglos alcanzados por grupos de interés en el proceso legislativo.

política que lleva a la cuestión más fundamental acerca de la naturaleza misma del “mercado” político y de la institucionalidad que la rige; para distintas visiones en este sentido, véanse Wittman (1995) y Buchanan (1979).

#### **4.2. Los efectos de la institucionalidad política**

Las decisiones adoptadas por agentes políticos en términos de la determinación de la institucionalidad monetaria se llevan a cabo bajo un marco político-institucional dado. Por ello parece de la mayor importancia considerar cuidadosamente cómo este marco institucional puede afectar el comportamiento de los agentes que toman estas decisiones.

En esta línea Susanne Lohmann (1998) ha argumentado que el carácter federalista del sistema político alemán constituye un factor importante para explicar el grado de autonomía (efectiva) del Bundesbank en Alemania. Siguiendo una intuición como la analizada anteriormente, Lohmann parte de la base de que grupos políticos pueden amenazar la estructura o existencia de un banco central autónomo si éste no les es acomodaticio. Pero el éxito que tengan en esta tarea dependerá críticamente de la estructura político-institucional de un país.

Como explica Lohmann, el Bundesbank alemán era una ley de carácter federal, a la vez que la estructura organizacional del banco era de tipo descentralizado, en base a una sede central y a una serie de bancos centrales regionales. El punto clave a considerar es que el Bundesbank era dirigido por un consejo con la participación de representantes de los bancos centrales regionales y, minoritariamente, miembros designados por el gobierno federal. A su vez, la cámara baja del congreso, el Bundesrat, integrada por congresistas delegados de los estados regionales, tenía un poder de veto sobre cambios en la legislación en materia de institucionalidad monetaria. En otras palabras, una de las cámaras legislativas no sólo tenía derecho a veto sobre modificaciones a la ley del Bundesbank sino que además sus miembros tenían, como representantes de los gobiernos regionales, una participación en el Bundesbank.

En este contexto, Lohmann argumenta que la capacidad del gobierno federal de influir en la política monetaria sería función no sólo de su popularidad, sino que de este poder de veto y de si el control de ambas cámaras legislativas está dividido o no (en términos de la influencia de los partidos políticos). Dado un determinado nivel de disci-

plina partidaria (que en el caso alemán sería bastante alto), si el partido de gobierno controla ambas cámaras, la probabilidad de controlar o influir sobre el banco central aumenta. Esto da lugar a una hipótesis verificable en términos empíricos: ¿existe una correspondencia entre variables relacionadas con el manejo de la política monetaria y el control partidario del congreso? Los resultados de Lohmann sugieren que la independencia del Bundesbank aumentaría a medida que disminuye el número de miembros del Bundesrat que apoyan al gobierno federal. En otras palabras, la independencia efectiva del Bundesbank habría variado a pesar de que la independencia legal permanecía constante. Esto es interpretado por la autora como indicación de que la evolución de la independencia efectiva habría respondido a las preferencias de los votantes, expresadas puntualmente en este caso en la composición en términos de partidos políticos de los miembros del parlamento<sup>15</sup>.

Dentro de la misma línea de investigación Peter Moser (1999) nos recuerda que si bien la independencia legal de un banco central se otorga por ley, ésta puede ser removida por ley de la misma forma en que fue otorgada. Como explica Moser, “Con la excepción de algún costo de oportunidad para los legisladores, un banco central que cuenta con autonomía legal es en realidad dependiente de los legisladores que pueden cambiar la ley” (1999, 1571). El punto importante a tener presente en este contexto, sin embargo, es que la existencia de diversos mecanismos institucionales, en particular la presencia de equilibrios y contrapesos, puede restringir la capacidad de los legisladores de cambiar las reglas vigentes en una comunidad. Un ejemplo en este sentido lo constituye un poder legislativo bicameral, donde ambas cámaras tienen poder de veto sobre la legislación. Desde un punto de vista más general, un sistema legislativo que contenga a lo menos dos jugadores (con preferencias distintas) con poder de veto hará más costoso el tratar de modificar la independencia de un banco central. Bajo estas condiciones es posible esperar que un banco central autónomo sea más creíble.

Una vez más, esta teoría tiene predicciones definidas que pueden ser testeadas. Al regresionar diversas medidas de la autonomía de un banco central con el nivel de equilibrios y contrapesos existentes en el diseño institucional, Moser encuentra una relación positiva entre estas

---

<sup>15</sup> Lohmann argumenta también que la evidencia entregada por Banaian *et al.* (1986), que encuentran una relación positiva entre una estructura de gobierno federalista y el grado de independencia de un banco central, sería consistente con su hipótesis.



variables. Este trabajo entrega, pues, una explicación respecto de cómo agentes políticos, responsables de la política económica, pueden comprometerse a mantener y preservar la autonomía de un banco central. A su vez, este estudio presenta también un argumento económico de tipo más general a favor de un sistema político de equilibrios y contrapesos; estas variables institucionales otorgan a un agente la posibilidad de comprometerse creíblemente a una política económica<sup>16</sup>.

William Bernhard (1998, 2002) ha analizado el tema que nos interesa considerando a los partidos políticos como determinantes de la “oferta” de un banco central autónomo. De acuerdo a Bernhard, en una democracia representativa de tipo parlamentario la delegación de la política económica puede crear conflictos políticos dentro de una coalición gobernante. Esto se produciría por la existencia de problemas de agencia entre los legisladores y el gabinete ministerial dada la discreción con que este último puede manejar la política económica. En casos de gran insatisfacción en estas materias los congresistas pueden incluso disolver el gabinete, lo que podría implicar el término de la coalición gobernante.

Un banco central autónomo sería, entonces, una institución que puede ayudar a que los partidos políticos mantengan sus coaliciones, ya que les quita algún poder de discreción a los miembros de un gabinete. Éste es un punto importante para los agentes políticos que, presumiblemente, buscan ser reelegidos y mantenerse como coalición gobernante. Así, los políticos estarían más interesados en promover un banco central autónomo cuando la presencia de conflictos potenciales sobre la política monetaria amenaza la estabilidad del gobierno y su permanencia. De acuerdo a Bernhard este argumento de tipo político sería clave para explicar la oportunidad de las reformas a la institucionalidad del banco central que se han visto en las últimas décadas; la evidencia que presenta el mismo autor, ya sea a través de un análisis de casos como a través de un estudio econométrico, apoya su hipótesis.

Un punto importante a tener presente, sin embargo, es que la delegación de la política monetaria no es la única forma de reducir los roces

---

<sup>16</sup> Es interesante anotar que este argumento es muy similar al razonamiento de Keefer y Stasavage (2003), quienes argumentan que otorgar la autonomía a un banco central será una medida efectiva en términos antiinflacionarios si esta autonomía no puede ser fácilmente revertida. La existencia de un sistema de equilibrios y contrapesos sería, entonces, fundamental en este sentido. Para un modelo parecido, véase Acemoglu *et al.* (2008).

dentro de una coalición gobernante y extender su viabilidad a través del tiempo. Después de todo, ¿qué incentivos reales pueden tener los legisladores para levantarse contra su propia coalición y conducir a una potencial derrota electoral? La historia electoral de las naciones muestra que quizás ello no es tan raro como nos imaginamos, pero el argumento tampoco es tan directo como parece a la luz del razonamiento de Bernhard.

### **4.3. Consideraciones de economía política internacional**

Una mayor integración de los mercados financieros internacionales implica que los costos de una política monetaria ineficiente serán más elevados. A partir de esta observación, en un interesante trabajo Sylvia Maxfield (1997) ha subrayado la coincidencia existente entre la autonomía otorgada a los bancos centrales en numerosos países en vías de desarrollo durante la década de los 90 y las necesidades de financiamiento exterior que presentaban muchas de estas naciones.

El argumento de Maxfield se basa en que el otorgamiento de la autonomía al banco central puede ser una estrategia adecuada para países que manifiestamente buscan indicar su solvencia financiera a inversionistas o agencias extranjeras. En la medida que la autonomía está asociada, por ejemplo, a limitar en alguna forma el financiamiento de los déficits fiscales, parece razonable pensar que una medida de este tipo efectivamente podría cumplir con los objetivos citados. Por otra parte, la evidencia anecdótica sugiere también que quienes participan en los mercados financieros de los países desarrollados se preocupan efectivamente de estos temas.

Pero Maxfield no sólo presenta un argumento general en estas líneas, sino que también avanza una serie de hipótesis refutables respecto de su modelo. En particular la autora postula que la probabilidad de que un país busque inspirar solvencia a través del otorgamiento de la autonomía a su banco central es función de cuatro variables (1997, 35). Los requerimientos de financiamiento externo que puede presentar un país, y que están asociados a una situación frágil en la balanza de pagos, constituyen un primer factor en este sentido. Evidencia preliminar recolectada por la autora indica que países que presentan bajas razones de deuda externa a exportaciones (excluyendo, sin embargo, el caso de países africanos que no tienen mayor acceso a los mercados de capitales

internacionales) tienden a tener bancos centrales no autónomos. Por otra parte, la efectividad esperada de esta señalización también es una variable importante a tener presente; después de todo, como explica Maxfield, si la oferta global de fondos es mayor que la demanda, no parece necesario tener que hacer esfuerzos muy especiales para recibir financiamiento externo. En tercer lugar, la estabilidad en sus cargos de los agentes políticos domésticos también podría ser una variable relevante en este sentido. Mientras mayor sea el horizonte de las autoridades políticas y económicas en sus cargos, menor sería la necesidad que ellos tengan de mantener un control estricto sobre la política monetaria de forma de inducir un ciclo político-económico y asegurar sus posibilidades de reelección. Finalmente, a mayor regulación financiera en el mercado doméstico, menor sería la necesidad de un país de tener que recurrir a financiamiento externo. El argumento en este punto se refiere a que si para colocar su deuda un gobierno enfrenta un mercado doméstico virtualmente cautivo, no necesitaría recurrir a los mercados internacionales para financiar sus déficits.

Este modelo tiene un par de particularidades que es importante tener presente. Por una parte, es necesario considerar que el argumento respecto de los efectos de la globalización de los mercados financieros sobre el otorgamiento de la autonomía a un banco central parece estar acotado principalmente a países en vías de desarrollo. Por otra parte el argumento expuesto pareciera sugerir que la única variable que consideran los inversionistas y agencias internacionales es la señal sobre la solvencia de un país que transmite el establecimiento de un banco central autónomo. Pero el análisis de casos que revisa la autora también nos ilustra sobre la interacción de consideraciones de este tipo con el entorno político de cada país. En el caso de Brasil, por ejemplo, la autonomía legal del Banco Central do Brasil, creado en 1964, se vio menoscabada al poco tiempo. Esto puede explicarse, en parte, por la relativa independencia de este país de fuentes de capital internacional. Pero en esa época había en Brasil una serie de condicionantes políticas e institucionales que también hay que tener presente; en particular, la inestabilidad política que a lo largo de varios períodos de la segunda mitad del siglo XX ha condicionado la independencia del banco<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Dicho todo lo anterior, es interesante explicar que el establecimiento, bastante tardío en términos relativos, del Banco Central do Brasil es también un tema que puede ameritar una investigación más extensa.

## 5. Sobre el otorgamiento de la autonomía al Banco Central de Chile

Como es bien sabido, el Banco Central de Chile fue originalmente instituido en 1925 a partir del proyecto presentado por la misión de asesoría a nuestro país encabezada por el profesor Edwin Walter Kemmerer, que buscaba reestructurar la institucionalidad del sistema monetario y financiero nacional<sup>18</sup>. La autonomía del Banco Central de Chile, por otra parte, sólo fue consagrada a través de la Ley 18.840, publicada en el *Diario Oficial* el 10 de octubre de 1989, que fijó el texto de la ley orgánica constitucional del Banco Central.

Esta reforma institucional representa un caso de estudio que es interesante de considerar en el contexto de nuestra discusión sobre estos temas, especialmente dadas las particularidades que ella presenta. Obsérvese, por ejemplo, que si bien a partir del otorgamiento de su autonomía el Banco Central de Chile se ha ganado un reconocido prestigio tanto en el país como en el exterior, en su momento la idea de establecer un banco central independiente fue considerada fuertemente controversial<sup>19</sup>. Más allá de los temas técnicos envueltos en estas discusiones, el punto conflictivo que nos interesa analizar aquí se relaciona específicamente con la oportunidad de esta reforma; es decir, estamos interesados en la economía política de una reforma que implicaba otorgar un grado importante de independencia a los responsables del manejo de la política monetaria. Ésta es, en realidad, una cuestión problemática; ¿había alguna razón técnica para que esta reforma institucional se haya llevado a cabo a fines de los años 80? Por otra parte, ¿cómo y por qué se produjo el cambio de opinión que hemos visualizado respecto del rol del banco central autónomo en la economía chilena? Éstos son temas que vale la pena examinar cuidadosamente.

El “momento” en el cual se le otorga la autonomía a un banco central es un problema no menor que puede influir incluso en su proba-

---

<sup>18</sup> Sobre la visita a Chile de la Misión Kemmerer, véanse Drake (1984) y Hirschman (1963).

<sup>19</sup> Una crítica especialmente frecuente se refería al hecho de que un banco central autónomo institucionalizaría un “equipo paralelo” al equipo económico del gobierno. Estos sentimientos se pueden desprender incluso de debates académicos reseñados en revistas nacionales. El número 77 de la revista *Cuadernos de Economía* correspondiente al año 1989, dedicado precisamente a este tema, evidencia claramente estas diferencias de opinión.

bilidad de éxito; si la reforma es implementada en un contexto adverso, es más probable que ella sea desconocida por las autoridades políticas. En esta línea, Nicolás Eyzaguirre y Rodrigo Vergara (2003) han argumentado que los fines de la década de los 80 representaron un entorno económico muy propicio para una reforma de este tipo en Chile; a su vez, el consenso existente en torno al modelo económico también es un elemento a destacar en este sentido. Dicho esto, los autores reconocen que el sobrecalentamiento que experimentaba la economía en esos años hacía necesaria la implementación de un programa de ajuste monetario que pondría a prueba la nueva institucionalidad, especialmente porque el consenso sobre los costos de la inflación y la consiguiente necesidad de una institución focalizada en combatir la inflación no se habían dado en el país.

De acuerdo a Delia Boylan (1998, 2001), por otra parte, el establecimiento de un banco central autónomo en Chile hacia fines del gobierno del general Augusto Pinochet estaría relacionado con la existencia de legados institucionales o enclaves por parte de gobiernos autoritarios que están en un proceso del traspaso de su mando. De esta forma el otorgamiento de la autonomía al Banco Central de Chile habría creado una institución aislada, y lo que habría buscado el gobierno militar era justamente atar las manos de sus sucesores<sup>20</sup>; en este argumento son claves la inminencia de la transición política, las fuentes de apoyo del gobierno autoritario que deja el poder y las políticas económicas que podría adoptar un régimen democrático.

Respecto de este último punto, Boylan argumenta que a fines de los años 80 había dudas importantes respecto a las políticas económicas que se adoptarían en un eventual gobierno de la “Concertación de Partidos por la Democracia”, como se llamaba el conglomerado opositor al régimen autoritario. A pesar de las señales enviadas por los equipos económicos de la Concertación, durante esos años existía un no despreciable grado de incertidumbre respecto de las políticas a implementar por un eventual gobierno de esta coalición. Las diferencias en el seno de esta coalición respecto de estos temas llevaría, a su vez, a algunas ambigüedades en el programa económico de la Concertación, en par-

---

<sup>20</sup> Nótese que en este sentido el argumento de Boylan se basa en el conocido trabajo de McCubbins, Noll y Weingast (1987), que representa una contribución seminal en la literatura sobre los incentivos que pueden tener los agentes políticos para establecer una burocracia independiente de consideraciones partisanas.

ticular en cuanto al establecimiento de un modelo de “crecimiento con equidad” y a la necesidad de enfrentar la “deuda social” derivada de la política económica del gobierno militar (Boylan 2001, 102-106). Es esta situación la que explicaría la urgencia para abordar este tema por parte del gobierno militar.

Es interesante anotar, en todo caso, que esta autora refiere antecedentes contrapuestos respecto del alcance del envío del proyecto en cuestión después del plebiscito de 1988. Por un lado, algunas de sus fuentes (que corresponden a entrevistas anónimas) argumentaban el carácter programado de estas reformas, mientras otras aducían un carácter oportunista de las mismas (ibídem, 110-112). Boylan otorga, sin embargo, un peso especial a la evidencia en el sentido de que la legislación que otorgó el carácter autónomo al Banco Central sólo haya entrado en vigencia después del plebiscito, lo que habría permitido al gobierno contar con un banco central “dependiente” para esta elección. En este sentido, esta condicionante política podría explicar por qué, a pesar de que la idea de un banco central autónomo fue discutida en el seno del gobierno del general Pinochet durante los años 70 y principios de los años 80, al final esta idea no fructificara en ese momento, aunque es importante destacar que la Constitución de 1980 efectivamente recogió las bases de esta idea<sup>21</sup>. Como fuere, es importante anotar que postergar esta reforma institucional también involucraba un peligro para el gobierno militar, puesto que si el desenlace del plebiscito resultaba desfavorable al gobierno era bastante probable que el gobierno saliente hubiere tenido que negociar distintos elementos de este proyecto con la oposición.

A la luz de estos comentarios, ¿se habría llevado a cabo la reforma en el caso de que el “Sí” hubiera ganado en el referido plebiscito?

---

<sup>21</sup> Dicho esto, es importante destacar también que es claro que la situación económica post-crisis de 1982 hacía inviable una reforma en esta línea. Para un relato de la evolución de las discusiones que habrían surgido en el gobierno militar en torno de la viabilidad de esta idea, véase Boylan (2001), pp. 88-91. Como nos hace notar un árbitro de esta revista, parece extraño que esta innovación institucional se haya planteado en un momento en que en la economía chilena existía un tipo de cambio fijo. Si bien estos mecanismos son de alguna forma sustitutos, un tipo de cambio fijo parece una “constitución monetaria” más maleable, que está basada en un modelo teórico bastante resistido como lo es el enfoque monetario de la balanza de pagos, por lo que se podría pensar que lo que se buscaba era dejar planteada la idea de contar con una norma más permanente en este sentido. En todo caso, es interesante anotar también que las normas constitucionales sobre esta materia resultaron bastante vagas.

Dadas las normas constitucionales vigentes, es bastante probable que sí, aunque Boylan cree que ésta hubiera tenido más que nada un carácter “cosmético”, de forma similar al proceso de reforma ocurrido en México en 1993 (ibídem, 113 y pp. 169 y siguientes). Ello es, sin embargo, discutible.

En efecto, antes del establecimiento del Banco Central autónomo en nuestro país el gobierno militar había implementado reformas que crearon instituciones que podrían considerarse como “enclaves”; en este sentido, y como ha argumentado Robert Barros (2002), en muchos ámbitos las reformas institucionales implementadas por el gobierno militar terminaron por restringir la capacidad de maniobra del propio gobierno.

Un punto particularmente interesante de esta discusión tiene que ver con el análisis de la conducta de la Concertación frente a este cambio institucional una vez que se produjo la derrota del general Pinochet en el plebiscito y la victoria del candidato de esta coalición, Patricio Aylwin, en las elecciones presidenciales de 1989. Dado que el gobierno entrante no contaba con los votos para enmendar esta situación, ella representaba una restricción vinculante que se mantendría independientemente de la voluntad de las autoridades del poder ejecutivo. Además en el país ya existía, por esta fecha, un sector empresarial consolidado que habría estado dispuesto a servirle de soporte al banco central autónomo (Boylan 2001, 133-134). Por otra parte, una vez que esta institucionalidad ya existía, su fortalecimiento otorgaba un grado no menor de credibilidad en cuanto al manejo de la política económica por parte de las nuevas autoridades<sup>22</sup>. En otras palabras, habrían existido importantes razones por las cuales el gobierno de la Concertación estaba interesado en preservar el esquema de un banco central autónomo, aun cuando se reconoce que este diseño institucional bien pudo haber restringido el manejo económico del nuevo gobierno. La “paradoja” de la persistencia de este esquema de institucionalidad monetaria es, entonces, un tema donde se mezclan distintos tipos de consideraciones.

En esta línea es interesante considerar que Andrés Bianchi (2008) ha hecho hincapié en algunos de los mecanismos que han otorgado legitimidad al Banco Central de Chile bajo su nueva estructura institucio-

---

<sup>22</sup> En este sentido vale la pena considerar que Edgardo Boeninger, quien fue Ministro Secretario General de la Presidencia durante el gobierno de Patricio Aylwin, ha explicado que para los gobiernos de la Concertación ganar credibilidad en cuanto al manejo de la política económica implicó muchas inversiones en confianza (Boeninger 1992).

nal; los equilibrios en la nominación del primer Consejo constituyen un elemento bastante evidente en este sentido. Por otra parte, de acuerdo a este autor, la actuación firme pero a la vez mesurada del banco en materia antiinflacionaria permitió lograr una efectiva coordinación y comunicación con las autoridades económicas y políticas del país que permitió, a su vez, despejar las dudas que pudieron existir respecto del actuar del banco como organismo autónomo<sup>23</sup>.

En último término, aun como “institución aislada” el Banco Central de Chile ha sido altamente efectivo en el logro de sus objetivos, trabajando coordinadamente con los otros actores responsables del manejo de la política económica. De esta forma, hoy en día podemos decir que la institucionalidad de un banco central independiente está fuertemente consolidada en el país y que la autonomía efectiva del Banco Central de Chile es mucho más fuerte que cuando ella fue otorgada.

## 6. En suma

En términos generales nuestra mirada selectiva a la literatura sobre la economía política de la autonomía de un banco central nos muestra que en esta línea de investigación existen importantes aportes teóricos, cada uno con distintas particularidades y, a su vez, virtudes y defectos. Desde un punto de vista más general, esta revisión nos deja también varias lecciones. Aun si aceptamos que la autonomía efectiva de un banco central es beneficiosa desde un punto de vista social, hemos visto como los argumentos tradicionales de credibilidad e inconsistencia intertemporal no son capaces de explicar el surgimiento de una institucionalidad monetaria de este tipo. En vez hemos destacado la importancia de considerar el punto de vista de la economía política constitucional, que estudia el comportamiento de agentes racionales que buscan llevar a cabo cambios en las reglas e instituciones de una sociedad. Ello permite explicar también la variabilidad en materia de institucionalidad monetaria entre países y dentro de una misma nación a lo largo del tiempo. En este sentido coincidimos en que “las decisiones institucionales que son óptimas bajo un planificador social pueden ser subóptimas en el mundo político” (Alesina *et al.* 1997, 224) y que, por lo tanto, explicar su establecimiento requiere de un análisis adicional.

---

<sup>23</sup> Véase, también, Céspedes y Valdés (2006).



Por otra parte, nuestra exploración nos recuerda también que las leyes por sí mismas no son necesariamente el factor más importante en estas reformas; la autonomía de un banco central se puede quitar de la misma forma que fue otorgada. Lo que importa es la interacción entre factores económicos y políticos que en un sentido casi literal sostienen a un banco central autónomo. Distintas experiencias internacionales, incluyendo por ejemplo los casos de Chile y Brasil, ilustran la importancia de mirar más allá de la independencia legal de un banco central y considerar más bien su independencia efectiva y las bases de su legitimidad.

Al concluir es importante recordar que nuestra discusión ha partido de la base de que efectivamente existe una institucionalidad monetaria basada en un banco central. Como los expertos en teoría monetaria notarán inmediatamente, sin embargo, en términos de la institucionalidad monetaria existen muchas alternativas<sup>24</sup>. Advertir este punto lleva inmediatamente al reconocimiento de que distintos mecanismos institucionales pueden tener distintas consecuencias en términos de la política monetaria. Éste es precisamente el punto de una segunda parte del programa de la economía constitucional positiva (Buchanan 1986), y su examen cuidadoso también parece una cuestión digna de un estudio más acabado.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, Pablo Querubín y James A. Robinson (2008). "When Does Policy Reform Work? The Case of Central Bank Independence". Por aparecer en *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Alesina, Alberto (1987). "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game". *Quarterly Journal of Economics* 102: 651-678.
- Alesina, Alberto y Nouriel Roubini, con Gerald D. Cohen (1997). *Political Cycles and the Macroeconomy*. Cambridge: MIT Press.
- Alesina, Alberto y Lawrence Summers (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence". *Journal of Money, Credit and Banking* 25: 151-162.
- Banaian, King, Leroy Laney y Thomas D. Willet (1986). "Central Bank Independence: An International Comparison". En E. F. Toma y M. Toma (eds.), *Central Bankers, Bureaucratic Incentives and Monetary Policy*, pp. 199-219. Boston: Academic Publishers.

---

<sup>24</sup> En esta línea véase, por ejemplo, el volumen editado por Yeager (1962), o el argumento de Hayek (1976). Por otra parte está el muy interesante tema de la sustitución de un banco central por diversos esquemas cambiarios; para un análisis de estos temas desde una perspectiva de economía política véase Bernhard, Broz y Clark (2002).

- Barro, Robert J. y David Gordon (1983). "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.
- Barros, Robert (2002). *Constitutionalism and Dictatorship: Pinochet, the Junta and the 1980 Constitution*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Berger, Helge, Jakob de Haan y Sylvester Eijffinger (2001). "Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence". *Journal of Economic Surveys* 15: 3-40.
- Bernhard, William J. (1998). "A Political Explanation of Variations in Central Bank Independence". *American Political Science Review* 92: 311-327.
- (2002). *Banking on Reform: Political Parties and Central Bank Independence in the Industrial Democracies*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Bernhard, William J., J. Lawrence Broz y William Roberts Clark (2002). "The Political Economy of Monetary Institutions". *International Organization* 56: 693-723.
- Bianchi, Andrés (2008). "La Autonomía del Banco Central de Chile: Origen y Legitimación". *Documento de Política Económica* N° 26, Banco Central de Chile.
- Bibow, Jörg (2004). "Reflections on the current fashion for central bank independence". *Cambridge Journal of Economics* 28: 549-576.
- Boeninger, Edgardo (1992). "Governance and Development: Issues and Constraints". En *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1991*. Washington D. C.: The Brookings Institution.
- Boylan, Delia (1998). "Preemptive Strike: Central Bank Reform in Chile's Transition from Authoritarian Rule". *Comparative Politics* 30: 443-462.
- (2001). *Defusing Democracy: Central Bank Autonomy and the Transition from Authoritarian Rule*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Brennan, Geoffrey y James M. Buchanan (1985). *The Reason of Rules: Constitutional Political Economy*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Buchanan, James M. (1979/1999). "Politics Without Romance: A Sketch of Positive Public Choice Theory and Its Normative Implications". Reimpreso en *The Collected Works of James M. Buchanan*, Vol. 1, pp. 45-59. Indianapolis: Liberty Fund Inc.
- (1986). "The Relevance of Constitutional Strategy". *Cato Journal* 6: 477-511.
- (1987). "Constitutional Economics". En J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Vol. 1, pp. 585-588. Londres: Macmillan.
- Céspedes, Luis Felipe y Rodrigo Valdés (2006). "Autonomía de Bancos Centrales: La Experiencia Chilena". *Economía Chilena* 9: 25-45.
- Cukierman, Alex (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press.
- (1994). "Commitment through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence". En J. A. H. de Beaufort Wijnholds et al. (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, pp. 55-74. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- (2006). "Independencia del Banco Central e Instituciones Responsables de la Política Monetaria: Pasado, Presente y Futuro". *Economía Chilena* 9: 5-23.
- Cukierman, Alex, Steven Webb y Bilin Neyapti (1993). "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes". *World Bank Economic Review* 6: 353-398.

- De Haan, Jakob, Donato Masciandaro y Marc Quintyn (2008). "Does Central Bank Independence Still Matter?" *European Journal of Political Economy* 24: 717-721.
- Drake, Paul W. (1984) "La misión Kemmerer a Chile: Consejeros norteamericanos y endeudamiento. 1925-1932". *Cuadernos de Historia* 4: 31-59.
- Eijffinger, Sylvester y Jakob de Haan (1996). "The Political Economy of Central Bank Independence". *Special Papers in International Economics* No. 19 (International Finance Section, Department of Economics Princeton University).
- Elster, Jon (2000). *Ulysses Unbound*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Eyzaguirre, Nicolás y Rodrigo Vergara (1993). "Reflexiones en Torno a la Experiencia de Autonomía del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía* N° 91: 327-348.
- Fischer, Stanley (1994). "The Costs and Benefits of Disinflation". En J. A. H. de Beaufort Wijnholds *et al.* (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, pp. 31-42. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Friedman, Milton (1962/1968). "Should there be an Independent Monetary Authority?". Reimpreso en su *Dollars and Deficits: Living with America's economic problems*, pp. 173-194. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Gilardi, Fabrizio (2007). "The Same, But Different: Central Banks, Regulatory Agencies, and the Politics of Delegation to Independent Authorities". *Comparative European Politics* 5: 303-327.
- Goodman, John (1991). "The Politics of Central Bank Independence". *Comparative Politics* 23: 329-349.
- Hardin, Russell (1989). "Why a Constitution?" En B. Grofman y D. Wittman (eds.), *The Federalist Papers and New Institutionalism*, pp. 100-120. Nueva York: Agathon Press.
- Hayek, Friederich A. (1976/1990). "Denationalisation of Money: The Argument Refined". *IEA Hobart Papers* N° 70.
- Hibbs, Douglas (1977). "Political Parties and Macroeconomic Policies". *American Political Science Review* 71: 1467-1487.
- Hirschman, Albert O. (1963). "Inflation in Chile". En su *Journeys Towards Progress: Studies of Economic Policy-Making in Latin America*, pp. 161-223. Nueva York: The Twentieth Century Fund.
- Keefer, Philip y David Stasavage (2003). "The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy". *American Political Science Review* 97: 407-423.
- Kydland, Finn y Edward Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy* 85: 473-491.
- Landerretche, Óscar, Fernando Lefort y Rodrigo Valdés (2002). "Causes and Consequences of Indexation: A Review of the Literature". En F. Lefort y K. Schmidt-Hebbel (Eds.), *Indexation, Inflation and Monetary Policy*, pp. 19-64. Santiago: Banco Central de Chile.
- Landes, William y Richard A. Posner (1975). "The Independent Judiciary in an Interest-Group Perspective". *Journal of Law & Economics* 18: 875-901.
- Lohmann, Susanne (1998). "Federalism and Central Bank Independence: The Politics of German Monetary Policy, 1957-1992". *World Politics* 50: 401-446.
- Maxfield, Sylvia (1997). *Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton: Princeton University Press.

- McCallum, Bennett (1995). "Two Fallacies Concerning Central Bank Independence". *American Economic Review* 85: 207-211.
- McChesney, Fred (1987). "Rent Extraction and Rent Creation in the Economic Theory of Regulation". *Journal of Legal Studies* 16: 101-118.
- McCubbins, Mathew, Roger Noll y Barry R. Weingast (1987). "Administrative Procedures as Instruments of Political Control". *Journal of Law, Economics and Organization* 3: 243-277.
- Miller, Geoffrey (1998). "An Interest-Group Theory of Central Bank Independence". *Journal of Legal Studies* 27: 433-453.
- Mitchell, William C. y Michael C. Munger (1991). "Economic Models of Interest Groups: An Introductory Survey". *American Journal of Political Science* 35: 512-546.
- Moser, Peter (1999). "Checks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence". *European Economic Review* 43: 1569-1593.
- Nordhaus, William (1975). "The Political Business Cycle". *Review of Economic Studies* 42: 169-190.
- North, Douglass C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Olson, Mancur (1965). *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge: Harvard University Press.
- Ordeshook, Peter (1992). "Constitutional Stability". *Constitutional Political Economy* 3: 137-157.
- Persson, Torsten y Guido Tabellini (1993). "Designing Institutions for Monetary Stability". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 53-84.
- Posen, Adam (1993). "Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There is no Institutional Fix for Politics". En R. O'Brien (ed.), *Finance and the International Economy*, Vol. 7, pp. 40-65. Nueva York: Oxford University Press.
- (1995). "Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence". En B. Bernanke y J. Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 253-274. Cambridge: MIT Press.
- Quintyn, Marc (2009). "Independent agencies: more than a cheap copy of independent central banks?". *Constitutional Political Economy* 20: 267-295.
- Rogoff, Kenneth (1985). "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target". *Quarterly Journal of Economics* 100: 1169-1189.
- Rogoff, Kenneth y Anne Sibert (1988). "Elections and Macroeconomic Policy Cycles". *Review of Economic Studies* 55: 1-16.
- Voigt, Stefan (1999). *Explaining Constitutional Change: A Positive Economics Approach*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Walsh, Carl (1995). "Optimal Contracts for Central Bankers". *American Economic Review* 85: 150-167.
- Wittman, Donald (1995). *The Myth of Democratic Failure: Why Political Institutions are Efficient*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Woolley, John T. (1984). *Monetary Politics: The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Yeager, Leland B. (ed.) (1962). *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press.