

Artículo

Gobernanza de bancos centrales para los desafíos del siglo XXI

Sebastián Claro^a y Catalina Margulis^b

^a Universidad de los Andes, Chile

^b Fondo Monetario Internacional, Estados Unidos

RESUMEN: Luego de décadas de consolidación en el mundo de un esquema monetario basado en bancos centrales autónomos, nuevos desafíos han surgido para la política monetaria y la estabilidad financiera a partir de las sucesivas crisis económicas de los últimos quince años y del fuerte aumento en inflación durante los últimos trimestres. Estos desafíos exigen visitar algunos aspectos de la gobernanza de los bancos centrales. Tomando en consideración los debates financieros más relevantes en la actualidad y las mejores prácticas internacionales, este artículo revisa aquellos principios que han sustentado el éxito de los bancos centrales, y que constituyen la base de una banca central moderna. Aspectos relacionados con el mandato, la disponibilidad de herramientas, la autonomía de sus miembros y con los procesos de rendición de cuentas son revisados detalladamente de manera de establecer cuáles elementos de la institucionalidad deben mantenerse

SEBASTIÁN CLARO es economista de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Es PhD por The University of California, Los Angeles. Es profesor de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de los Andes, Chile. Dirección: Av. Monseñor Álvaro del Portillo 12455, Las Condes, Santiago, Chile, CP 7550000. Email: sclaro@uandes.cl.

CATALINA MARGULIS es abogada de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Es Master of Laws de la Harvard Law School. Actualmente se desempeña en el Departamento Jurídico del Fondo Monetario Internacional (FMI). Dirección: 700 19th Street, NW, Washington, DC 20431, United States. Email: cmarguliskoch@lm18.law.harvard.edu.

Agradecemos los comentarios del editor, de dos árbitros anónimos y de Alberto Nau-dón a versiones previas de este artículo. Las opiniones expresadas en este documento pertenecen a los autores y no representan necesariamente las opiniones del FMI, su Directorio Ejecutivo o la administración del FMI.

y cuáles deben robustecerse para enfrentar los desafíos macroeconómicos futuros.

PALABRAS CLAVE: autonomía, banco central, gobernanza, estabilidad financiera, inflación, mandato, política monetaria, rendición de cuentas, transparencia

RECIBIDO: enero 2022 / **ACEPTADO:** mayo 2022

Central Bank Governance for the Challenges of the 21st Century

ABSTRACT: After decades of consolidation in the world of a monetary scheme based on autonomous central banks, new challenges have arisen for monetary policy and financial stability derived from the successive economic crises of the past fifteen years and the strong increase in inflation in the last quarters. These challenges require revisiting some aspects of central bank governance. Taking into consideration the most relevant financial debates today and best international practices, this article reviews those principles that have supported the success of central banks, and that constitute the basis of modern central banking. Aspects related to the mandate, the availability of tools, the autonomy of its members and the accountability processes are reviewed in detail in order to establish which elements of the institutional framework should be maintained and which should be strengthened to face future macroeconomic challenges.

KEYWORDS: autonomy, central bank, governance, financial stability, inflation, mandate, monetary policy, accountability, transparency

RECEIVED: January 2022 / **ACCEPTED:** May 2022

La autonomía de los bancos centrales se ha consolidado como el diseño institucional más adecuado para lidiar con el desafío inflacionario que afectó al mundo por buena parte del siglo pasado. Fue a partir de la década de 1970 cuando los países comenzaron a otorgarles autonomía a los bancos centrales, de manera de proteger su actuar del ciclo político. Desde entonces —y especialmente a partir de 1990—, los países han ido fortaleciendo la autonomía de los bancos centrales de forma de desligar su quehacer de objetivos políticos en el corto plazo (Garriga 2016). Esta autonomía, complementada con objetivos legales de estabilidad de precios y con la consagración legal de los instrumentos para lograrlo, contribuyó a una baja sostenible de la inflación en las décadas posteriores, como muestran diferentes trabajos.¹ Lo anterior no solo contribuyó a

¹ Ver Claro y Valdés (2020) para una discusión al respecto.

asegurar una inflación baja y estable, sino que también lo hizo con poco impacto en actividad y empleo en la medida en que la credibilidad de los mandatos y facultades de los bancos centrales se fue consolidando. Esta credibilidad —conseguida mayoritariamente bajo la implementación de esquemas de metas de inflación— representa el activo más importante para lograr los objetivos al menor costo posible y se construye no solo a base de su actuar sino también de la solidez de su sistema de gobernanza (Goodhard y Lastra 2018).

La validez de esta institucionalidad se plasma en la columna de opinión publicada en mayo de 2019 por los expresidentes de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke y Janet Yellen en el *Wall Street Journal*, titulada ‘Estados Unidos necesita un Banco Central independiente’. En esta columna, publicada en medio de las tensiones entre la Fed y el entonces presidente Trump con respecto al manejo monetario, los banqueros argumentan por qué la economía funciona mejor cuando los bancos centrales están libres de presiones políticas.

La realidad, sin embargo, no es estática, y los desafíos económicos, políticos y sociales que enfrentan los países son cambiantes en el tiempo. Ello exige evaluar en qué medida el sistema de gobernanza de las instituciones y la arquitectura financiera es adecuada para enfrentar estas nuevas exigencias. Los bancos centrales no escapan de este desafío. Así, se hace necesario revisitar si el alcance de sus mandatos, de su autonomía y de sus grados de rendición de cuentas son suficientes para enfrentar una realidad macroeconómica más compleja, como también una realidad social y política que exige a sus instituciones mayor transparencia en su quehacer. Aunque los principios que justifican la existencia de instituciones autónomas sigan plenamente vigentes, los pilares que conforman el sistema de gobernanza de los bancos centrales deben ser capaces de adecuarse a los cambios. El objetivo de este artículo es evaluar qué elementos de la institucionalidad deben mantenerse y cuáles deben reforzarse.

La crisis financiera de 2008-2009 y la crisis derivada de la pandemia por el coronavirus son ejemplos de los nuevos desafíos que han tenido que enfrentar los bancos centrales. Aun siendo eventos de diferente naturaleza, dichas crisis han tenido impactos económicos muy significativos, empujando a reacciones extremas de política económica. Los ban-

cos centrales no han sido la excepción, llevando sus balances a niveles jamás vistos para mitigar los efectos de las crisis. Como botón de muestra, entre agosto de 2007 y octubre de 2021, el balance de la Fed creció 900%, dando cuenta de una expansividad monetaria extraordinaria. En este proceso, muchos bancos centrales han utilizado sus herramientas y atribuciones al límite, abriendo en algunos casos una genuina confusión respecto de la distinción entre política monetaria (que le compete al banco central) y política fiscal (que le compete al gobierno de turno), como plantea Rogoff (2021).²

Junto a ello, los episodios de volatilidad financiera se han multiplicado y los mecanismos de transmisión de la política monetaria se han complejizado como consecuencia de las políticas adoptadas para enfrentar las sucesivas crisis.³ La acción de los bancos centrales en los mercados de deuda y su comunicación respecto de perspectivas futuras de política monetaria han incrementado la sensibilidad de los precios de los activos a noticias, lo que en un mundo más integrado se ha traducido en mayores flujos de capital y *spillovers* en precios de activos, como muestra el Fondo Monetario Internacional (2021).

Asimismo, la magnitud de la crisis financiera y la volatilidad observada en los mercados en los últimos años han generado cambios en el entorno macroeconómico que llevan a realzar también los objetivos de estabilidad financiera que tienen los bancos centrales y que se expresan explícita o tácitamente en las leyes que los rigen. Los bancos centrales han tenido responsabilidades sobre la estabilidad financiera desde hace un siglo, como muestra la discusión en torno a la creación de la Fed en 1913, luego de una serie de pánicos bancarios que impulsaron su creación para proveer liquidez de última instancia. El alcance de las responsabilidades de los bancos centrales por la estabilidad financiera es, sin embargo, una discusión más abierta, toda vez que no existe una manera única de definirla (BIS 2009). Históricamente, este objetivo se ha entendido como orientado a la búsqueda de estabilidad en el sistema

² Ver Bernanke (2015) para un detallado recuento de las acciones emprendidas durante la crisis financiera, las cuales exigieron interpretaciones discutibles respecto del alcance de la tarea y uso de herramientas por parte de la Fed. Especial relevancia tuvo la interpretación de la sección 13.3 de su estatuto para otorgar financiamiento a instituciones no bancarias. Ver también Bossu y Weenink (2021) para un análisis jurídico de las medidas excepcionales tomadas por los bancos centrales durante la pandemia de 2020.

³ Para un detallado análisis de esta materia, ver Fondo Monetario Internacional (2022).

bancario, pero la sofisticación alcanzada por los mercados financieros, la ampliación de mecanismos e instituciones de intermediación financiera diferentes de los bancos, así como la movilidad internacional de capitales, obligan a debatir sobre una perspectiva más amplia para la estabilidad financiera.

Los desafíos de los bancos centrales no han sido solo respecto de la implementación de nuevas medidas para paliar las crisis, sino que además han debido enfrentarse a un intenso escrutinio público y político durante las crisis y con posterioridad a ellas (Rogoff 2021). Ello no es sorprendente, especialmente considerando las implicancias cuasi-fiscales de algunas acciones de los bancos centrales, entendidas como cualquier política que afecte el balance del banco central y que no se enmarque dentro del manejo autónomo de la política monetaria para el logro de los objetivos de inflación.⁴ Las crisis financieras dejan tal nivel de daño económico que se eleva la temperatura pública respecto de las responsabilidades institucionales así como de las ayudas entregadas, y la naturaleza de las intervenciones monetarias realizadas durante estos episodios —ya sea financiando al fisco o asumiendo riesgo de crédito— aumenta las exigencias de rendición de cuentas por el uso de dichas herramientas.⁵

A su vez —y en parte como consecuencia del accionar de las autoridades económicas—, la inflación ha vuelto con inusitada fuerza y, con ello, el quehacer de los bancos centrales y su reacción a las últimas crisis ha vuelto a estar en el centro del escrutinio público. La mayor inflación en décadas en las principales economías del mundo es, por sí misma, un gran desafío para los bancos centrales, pero además lo es reconocer que la expansividad de sus balances ha tenido un impacto de primer orden sobre la actividad y, finalmente, sobre la trayectoria de los precios, quedando en evidencia la dificultad de separar el quehacer de la política monetaria tradicional con intervenciones orientadas a la estabilidad financiera.

Todos estos desafíos tienen una dimensión práctica que involucra el manejo de diferentes instrumentos de manera simultánea para lo-

⁴ Ver Park (2015) para una discusión sobre cómo políticas no convencionales determinan el manejo de la política monetaria.

⁵ Ver Claro y Gredig (2010) para un debate de esta materia en torno a la crisis financiera de 2008.

gar distintos objetivos, pero también tienen una dimensión jurídica e institucional que no puede ser obviada. Ello, toda vez que el sistema de gobernanza de los bancos centrales, que se encuentra establecido por ley, debe ser capaz de acomodar esta nueva realidad cumpliendo con ciertos principios fundamentales que han mostrado ser exitosos. Lo anterior tiene consecuencias sobre la definición de objetivos de los bancos centrales, la disponibilidad y el alcance de instrumentos, la coordinación con el gobierno central y con otras entidades públicas, así como sobre el proceso de rendición de cuentas, que adquiere nueva relevancia cuando las consideraciones financieras toman mayor preponderancia en el quehacer de los bancos centrales. Así, el marco jurídico que da vida a los bancos centrales modernos está orientado a conseguir un equilibrio entre la eficacia en el actuar del banco central, por un lado, y un sistema de ‘frenos y contrapesos’, por el otro. Este equilibrio es particularmente relevante al considerar que la autonomía de ciertas instituciones genera una tensión con otros órganos políticos de la democracia representativa, toda vez que estos últimos le entregan a un ente autónomo facultades para ejercer tareas que, estrictamente, le son propias.

Este artículo discute en qué medida la institucionalidad de los bancos centrales consagrada por ley, está preparada para enfrentar tales desafíos macrofinancieros y de mayor escrutinio público y político. En base a un análisis comprehensivo de las mejores prácticas internacionales en materia de gobernanza de banca central, esta investigación revisa aquellos aspectos de la institucionalidad monetaria moderna que deben robustecerse y aquellos que requieren modificaciones para enfrentar una realidad macroeconómica cada vez más compleja. Para ello, el artículo tiene la siguiente estructura: la sección 1 hace una pequeña revisión de la literatura respecto de los principales desafíos actuales de los bancos centrales; la sección 2 describe las buenas prácticas internacionales relacionadas con el mandato, autonomía y mecanismos de transparencia y rendición de cuentas de bancos centrales, basadas en la doctrina y ejemplos de legislación comparada de bancos centrales líderes, tanto de economías avanzadas como emergentes. Lo anterior permite proyectar el quehacer de estas entidades a los nuevos desafíos a partir de un diseño jurídico robusto, que conjuga la necesidad de autonomía en un contexto de mayor exigencia democrática. La sección 3 discute aquellos aspectos de la gobernanza de los bancos centrales que deberían ser fortalecidos. Finalmente, la sección 4 presenta las conclusiones.

I. Nuevos desafíos para los bancos centrales

La fisonomía monetaria actual comenzó a gestarse en la década de 1970 como consecuencia de un período sostenido de alta inflación. Por un lado, los gobiernos, manejando los bancos centrales, tenían el incentivo de manipular la política monetaria a su favor, para lograr una mayor actividad económica aun a costa de un aumento transitorio en la inflación. Este problema de inconsistencia dinámica hizo que las personas, aprendiendo este sesgo, ajustaran sus expectativas de tal manera que la economía terminaba con mayor inflación y sin impacto sistemático en la actividad económica (Kydland y Prescott 1977; Barro y Gordon 1983). En América Latina, el problema de inflación estuvo fundamentalmente determinado por la llamada dominancia fiscal, donde la ineficacia de subir impuestos y la imposibilidad de contraer deuda pública dio paso a una creciente monetización de los déficits fiscales.⁶ Como consecuencia de ello, el foco principal de los bancos centrales autónomos en el mundo estuvo en la búsqueda de una inflación baja y estable.

Como ya hemos mencionado, ello no significó que otras responsabilidades en materia financiera fueran dejadas de lado (Araya y Lyon 2021b).⁷ Así, en la gran mayoría de los bancos centrales modernos conviven objetivos de inflación con objetivos de estabilidad financiera, ya sea porque la ley lo establece como un objetivo explícito o bien porque es un elemento a considerar dentro de la formulación e implementación de la política monetaria. A su vez, en la mayoría de los países la responsabilidad de estabilidad financiera es un objetivo compartido entre distintas entidades públicas, ya que son varias las autoridades que tienen asignadas por ley funciones que contribuyen a la estabilidad financiera, por ejemplo, la regulación y supervisión bancaria.⁸

⁶ Ver la revisión de experiencias latinoamericanas en Kehoe y Nicolini (2022).

⁷ Uno de los casos más interesantes, en el cual se manifiesta la necesidad de enfocar el quehacer de los bancos centrales a la inflación sin debilitar objetivos de estabilidad financiera, se dio en la discusión de unificación monetaria europea y en la creación del Banco Central Europeo (BCE). Ver James (2012) y Carriere-Swallow y Claro (2013).

⁸ En el caso de Chile, la tarea de supervisión bancaria ha estado en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (actualmente Comisión para el Mercado Financiero) desde sus orígenes en 1925. La Ley Orgánica Constitucional (LOC) que rige al Banco Central de Chile (BCC) establece como objetivos velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos (artículo 3). Para una discusión sobre el alcance de este último objetivo, así como de las herramientas para lograrlo, ver Banco Central de Chile (2020).

A partir de la crisis financiera de 2008-2009 ha surgido con fuerza una serie de debates para reevaluar el alcance de los objetivos de estabilidad financiera de los bancos centrales, sin desatender su objetivo principal de estabilidad de precios. Ello obedece en parte a que el éxito en el control de la inflación —en el contexto de un período conocido como la Gran Moderación a partir de la década de 2000 (Bernanke 2004)— no fue impedimento para la acumulación de grandes desequilibrios financieros que terminaron en la gran crisis. Por ello, surge la pregunta de si la política monetaria tradicional enfocada en la estabilidad de precios, permite al mismo tiempo promover la estabilidad financiera o en qué medida se necesitan más herramientas para lograr objetivos adicionales, especialmente en el contexto reciente de tasas de interés nominales cercanas en su mínimo técnico.

Algunos autores argumentan que la baja inflación de bienes en el período previo a la crisis de 2008 permitió a los bancos centrales la implementación de políticas monetarias extraordinariamente expansivas que contribuyeron a la formación de desequilibrios financieros.⁹ En particular, un período extendido de baja inflación —como consecuencia, entre otras cosas, de cambios globales en los niveles de precios— habría llevado a los bancos centrales a tener una política monetaria muy expansiva, impulsando el crédito y los precios de los activos financieros. De acuerdo a esta escuela, la política monetaria debería incorporar consideraciones de estabilidad financiera en su análisis, aunque ello signifique una desviación temporal de sus metas de inflación. Desviaciones temporales de las metas de inflación son actualmente parte del quehacer de los bancos centrales en su búsqueda de estabilidad de precios con bajo costo en actividad y empleo, pero esta doctrina va más allá al impulsar la aceptación de desvíos inflacionarios más persistentes por consideraciones de estabilidad financiera.

Una tensión similar se ha producido en los años posteriores a la crisis financiera global, toda vez que la política monetaria hiperexpansiva no se tradujo en un aumento de la inflación de bienes de consumo, sino en un alza en precios de activos financieros. En efecto, la contracara de la expansión de los balances de los bancos centrales a partir de 2009 fue un aumento muy sustancial en el valor de los bonos, acciones, materias pri-

⁹ Ver Filardo y Rungcharoenkitkul (2016) para una revisión de los argumentos en este debate.

mas y bienes raíces. Quizá por ello la crisis de la pandemia llevó a que los bancos centrales tuviesen un comportamiento aún más expansivo que en la crisis anterior, no solo llevando sus tasas de interés de corto plazo a cero nuevamente, sino incrementando de manera muy significativa el tamaño de sus balances.¹⁰

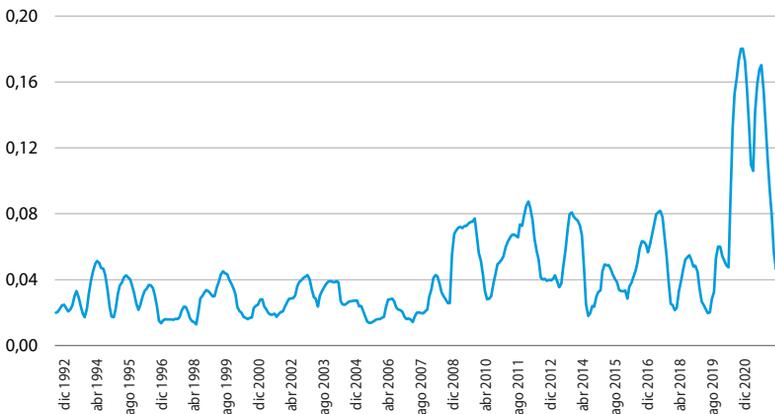
A partir de comienzos de 2021, cuando la recuperación económica posterior a las cuarentenas de la pandemia se consolidó, se ha producido un aumento muy sustancial en la inflación a nivel global y se ha comenzado a cuestionar si los estímulos monetarios fueron excesivos. Desde Larry Summers (2022) hasta John Cochrane (2022) se han levantado voces manifestando que la Fed equivocó su política monetaria a partir de la crisis del COVID, siendo demasiado expansiva y demorando el retiro de los estímulos, alimentando así el alza de la inflación y arriesgando una recesión como consecuencia de las posteriores alzas significativas de las tasas de interés.

El retorno de la inflación representa un desafío inmenso para la política monetaria, toda vez que parte de las políticas no convencionales implementadas a partir de 2009 tuvieron como justificación la escasa reacción de la inflación a impulsos monetarios tradicionales. Así, mientras la provisión de liquidez durante la crisis financiera global se justificó para evitar un apriete excesivo de las condiciones financieras, la mantención de tasas de interés en sus niveles mínimos por casi una década junto con ingentes recursos de los bancos centrales en la compra de bonos tuvo como justificación la baja inflación en los años posteriores a la crisis financiera. La crisis del COVID impulsó una estrategia aún más agresiva y la rápida normalización de las actividades dio origen a un sostenido aumento de precios que ha generado dudas respecto de la posible acumulación de un importante desequilibrio monetario. De esta manera, la vuelta de la inflación no solo levanta dudas sobre las estrategias necesarias para retirar los altos niveles de liquidez en el mercado sin generar una recesión, sino también lleva a una evaluación sobre cómo las políticas monetarias de expansión cuantitativa afectan la valoración de activos financieros, la estabilidad financiera y la inflación de bienes en último término.

¹⁰ El debate a partir de la crisis de 2009 respecto de la pertinencia de los esquemas de metas de inflación como marco de acción de los bancos centrales, está bien recogido en los capítulos del libro editado por Reichlin y Baldwin (2013).

Este período de fuerte expansión cuantitativa de los bancos centrales también ha estado acompañado de eventos de inestabilidad financiera que se han hecho más recurrentes en la última década. Por ejemplo, en un contexto donde las tasas de política monetaria se han mantenido cercanas a cero, las tasas de interés de largo plazo se han vuelto más volátiles. La Figura 1 muestra la volatilidad del componente cíclico de la tasa de los bonos de gobierno a diez años del Tesoro en Estados Unidos. Después de controlar por la tendencia decreciente en las tasas largas, su volatilidad aumentó sistemáticamente a partir de 2007, fenómeno que se acrecentó fuertemente a partir de 2019.

Figura 1. DESVIACIÓN ESTÁNDAR (VENTANA MÓVIL DE 12 MESES) DE COMPONENTE CÍCLICO DEL *TREASURY 10Y*



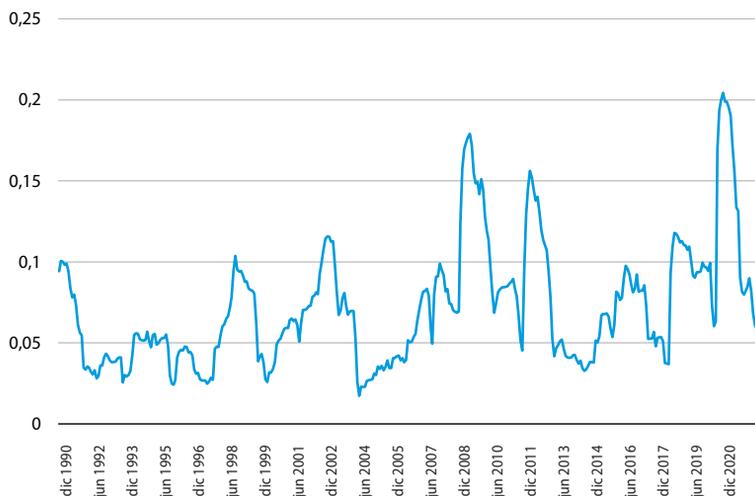
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile.

De igual manera, como se observa en la Figura 2, la volatilidad del índice VIX¹¹ —medido como la desviación estándar en una ventana móvil de un año— aumentó significativamente con posterioridad a la crisis financiera global y más aún a partir de 2019. La mayor volatilidad de este índice refleja una mayor preponderancia de eventos de toma de riesgo (*risk-on* y *risk-off*) en los mercados financieros, con el consiguiente incremento en la volatilidad en los precios de activos financieros. Ello coincide con la evidencia presentada por Albagli et al. (2019) respecto de que, lue-

¹¹ Indicador de volatilidad financiera construido a partir de opciones sobre el índice S&P500.

go de la crisis financiera global, se ha incrementado significativamente la sensibilidad de las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados y emergentes, a sorpresas de política monetaria de la Reserva Federal.

Figura 2. DESVIACIÓN ESTÁNDAR (VENTANA 12 MESES) DEL ÍNDICE VIX



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile.

No es fácil identificar la causa del aumento en eventos de inestabilidad financiera. Es posible que el manejo de los bancos centrales enfocado en la compra de activos haya modificado los mecanismos de transmisión de la política monetaria, como sugieren algunos estudios del Fondo Monetario Internacional, afectando los mecanismos de toma de riesgo de los agentes del sector financiero.¹² Por otro lado, también podría deberse a la existencia de más eventos de riesgo o a una mayor integración en los mercados financieros globales, especialmente de renta fija, lo que tiende a amplificar los eventos de riesgo. En cualquier caso, parece necesario reconocer que la interacción entre el manejo de las tasas de interés de corto plazo, las acciones de relajamiento cuantitativo y los eventos de riesgo parece ser más compleja de la sugerida en los modelos tradicionales de metas de inflación, lo que complejiza el manejo de la política monetaria y su interacción con la estabilidad financiera.

¹² Ver también Fondo Monetario Internacional (2021).

Una mejor comprensión del nexo entre política monetaria y estabilidad financiera es sin duda necesaria para un mejor entendimiento de estos fenómenos y para un manejo óptimo de los instrumentos de los bancos centrales. Con todo, la opinión mayoritaria es que la orientación general de la política monetaria en los últimos años ha sido adecuada en el mundo —aunque el alza de la inflación en los últimos trimestres levante ciertas dudas al respecto—, y que para el logro de objetivos adicionales de estabilidad financiera se requieren instrumentos adicionales que complementen el manejo tradicional de tasas de interés de muy corto plazo.¹³ Por ello, las preguntas dominantes dicen relación con la evaluación de cuáles podrían ser esos los instrumentos adicionales de política para cumplir con los objetivos de estabilidad financiera sin sacrificar los logros en el control de la inflación,¹⁴ y qué aspectos de la institucionalidad de los bancos centrales requiere revisarse para enfrentar mejor estos desafíos. Para ello, es necesario realizar una revisión exhaustiva de la gobernanza de los bancos centrales modernos.

2. Gobernanza¹⁵

Entendemos el concepto de gobernanza como el conjunto de estructuras y mecanismos a través de los cuales una organización toma decisiones en cumplimiento de su mandato. La buena gobernanza requiere de un equilibrio entre la eficiencia en el proceso de toma de decisiones y la eficacia de la decisión. Este concepto aplica para todo tipo de instituciones y los bancos centrales no son la excepción. Como señala Lybek (2005, 2), “(l)a buena gobernanza en materia de banca central significa que los objetivos y tareas delegados a una institución son realizados de manera efectiva y eficiente, evitando así el mal uso de recursos”.

El sistema de gobernanza de los bancos centrales está conformado por cuatro pilares íntimamente relacionados entre sí: (a) la definición del

¹³ Ver Lane (2016) para una discusión del programa iniciado en 2016 por el Banco de Canadá para entender esta interrelación.

¹⁴ Balls, Howat y Stansbury (2018) presentan un análisis detallado de cómo los principales bancos centrales del mundo han perfeccionado sus objetivos y herramientas, así como su grado de coordinación con la política fiscal, para mejorar el monitoreo y el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad financiera.

¹⁵ Para un análisis más detallado se sugiere revisar el curso en línea denominado Foundations of Central Bank Law (FCBLx), presentado por el Instituto de Capacitación y por el Departamento Jurídico del Fondo Monetario Internacional.

mandato, (b) la fortaleza de su autonomía, (c) los procesos de transparencia y rendición de cuentas, y (d) la estructura de toma de decisiones.¹⁶ El marco jurídico que rige a los bancos centrales juega un papel fundamental ya que establece y regula los elementos esenciales de dichos pilares. Esto es relevante, toda vez que la credibilidad de la institucionalidad monetaria moderna se basa no solo en la calidad de sus decisiones, sino también en la fortaleza y coherencia del marco jurídico que la rige.

Las siguientes secciones describen las buenas prácticas internacionales en la materia, enfocándose en los tres primeros pilares, y contienen ejemplos de legislación comparada de bancos centrales reconocidos mundialmente, tanto de economías desarrolladas como emergentes.¹⁷

Mandato

Los bancos centrales son entidades públicas de naturaleza institucional, financiera y jurídica compleja que ejercen fundamentalmente un mandato 'soberano' en nombre del Estado. Su naturaleza es compleja ya que son organismos que combinan dos características que no suelen recaer en una misma entidad: tienen un rol soberano de formulación de políticas públicas combinado con una capacidad financiera de alto poder (Bossu y Rossi 2019). Su relevancia es tal, que suele ser habitual que su existencia se consagre no solo a nivel legal, sino que también constitucional. Independientemente de su consagración constitucional o legal, es clave que todos los componentes del mandato de un banco central estén claramente establecidos en la ley que lo rige. Ello, toda vez que los bancos centrales, en cuanto entidades públicas, solo pueden realizar aquellas actividades que se enmarquen dentro de su mandato legal. De no ser así, los bancos centrales se exponen a cuestionamientos sobre la legalidad de su actuar, como sucedió en un fallo reciente del Tribunal Constitucional Federal Alemán del año 2020. En esta sentencia se puso en duda la legalidad de la participación del Bundesbank en el programa de compras de deuda soberana del Banco Central Europeo (BCE) realizado a partir del año 2015,

¹⁶ Para un análisis detallado sobre la estructura de toma de decisiones y la función de vigilancia en los bancos centrales, ver Bossu y Rossi (2019).

¹⁷ Se analizaron las leyes y/o tratados internacionales que rigen los bancos centrales de Alemania, Australia, Canadá, Chile, Estados Unidos, Israel, Japón, Malasia, México, Noruega, Perú, la Unión Europea, Singapur y Suiza.

señalando que el actuar del BCE no ha sido proporcionado y deberá ser revisado, al ir más allá de su mandato de estabilidad de precios.

El mandato de un banco central consiste en la combinación de sus objetivos, funciones y poderes. Los objetivos responden a la pregunta de *para qué* fue creado el banco central, por ejemplo, para velar por la estabilidad de precios. Las funciones, por su parte, se refiere a *qué* es lo que puede hacer un banco para alcanzar su(s) objetivo(s). La formulación e implementación de la política monetaria, la administración de las reservas internacionales y el actuar como prestamista de última instancia son algunas de sus funciones típicas. Finalmente, los poderes se refieren a *cómo* un banco central ejecuta sus funciones, por ejemplo, a través de operaciones de mercado abierto, facilidades de liquidez y de depósitos, o emisión de instrumentos de deuda. Así, una primera condición de una buena gobernanza es que cada uno de estos componentes del mandato esté claramente establecido en la ley, lo que facilita la rendición de cuentas de los bancos centrales, toda vez que sus acciones deben enmarcarse dentro del mandato legal.

Por ello, la multiplicidad de objetivos que tienen los bancos centrales —y en particular la consagración legal de objetivos adicionales a la estabilidad de precios— plantea varios desafíos de relevancia jurídica.¹⁸ El principal radica en establecer un mecanismo que resuelva un potencial conflicto entre distintos objetivos establecidos por ley. Una solución ha sido establecer explícitamente la primacía del objetivo de estabilidad de precios y otorgarle al banco central la autoridad última en este sentido.¹⁹ Como indican Araya y Lyon (2021b, 6), “para que un banco central pueda cumplir su mandato principal de forma eficaz y responsable, cualquier otro objetivo adicional debe quedar subordinado al cumplimiento o realización del primero”. De acuerdo a un estudio del Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements, BIS), la ley suele establecer la estabilidad de precios como un objetivo único o bien con primacía sobre otros objetivos macroeconómicos establecidos por ley (BIS 2009; Araya y Lyon 2021b), como es el caso del Banco de Japón y del BCE. En algunas jurisdicciones esto se realiza a través de acuerdos o decisiones entre el banco central y el gobierno. Por ejemplo, el Banco de

¹⁸ Goodhard y Lastra (2018) detallan varios de ellos.

¹⁹ Ver Dincer y Eichengreen (2014) y Fondo Monetario Internacional (2015) para una discusión sobre la interacción entre distintos objetivos.

la Reserva de Australia tiene como responsabilidad contribuir a la estabilidad de la moneda, al pleno empleo, y a la prosperidad y bienestar de las personas en Australia. En la práctica, el mismo banco, en acuerdo con el gobierno, ha establecido que estos principios se traducirán en la búsqueda de un objetivo de inflación de mediano plazo, junto con la búsqueda de un sistema financiero robusto y un sistema eficiente de medios de pago. La Fed, por su parte, es una excepción dado que sus objetivos de estabilidad de precios y de máximo empleo tienen igual jerarquía legal. Cabe señalar, sin embargo, que la misma Fed en su página web define el máximo empleo como el nivel más alto de empleo o el nivel más bajo de desempleo que puede sostener la economía mientras mantiene un nivel estable de inflación. De esta manera, es posible inferir la primacía del objetivo de estabilidad de precios.

Si bien es común que los bancos centrales tengan más de un objetivo, existe consenso en la doctrina especializada de que no deben incorporarse objetivos que excedan el ámbito monetario o financiero, como lo sería la promoción de actividades de desarrollo o de fomento de ciertos sectores de la economía, alcanzar el pleno empleo, velar por el desarrollo del país o por su diversificación productiva.²⁰ Aquí resulta clave la distinción ya mencionada entre política monetaria y política fiscal. Todos estos objetivos, cuya relevancia no está en discusión, requieren de políticas que están en el ámbito fiscal y que no son resorte del banco central. La razón, como lo demuestra tanto la experiencia comparada como los estudios empíricos, radica en la imposibilidad de que un banco central pueda ejercer actividades cuasifiscales y al mismo tiempo cumplir con su fin último de estabilidad de precios (Park 2015; Goodfriend 2011; Klüh y Stella 2008; Sims 2003). Es decir, la inclusión de objetivos de carácter cuasifiscal es contradictoria con el objetivo de velar por la estabilidad de precios toda vez que representa una amenaza al control de la inflación. Asimismo, se corre el riesgo de desnaturalizar al banco central y convertirlo en una agencia del gobierno de turno, con la consiguiente afectación de su autonomía.

²⁰ Ver Park (2015), Goodfriend (2011), Klüh y Stella (2008) y Sims (2003) sobre la inconveniencia de establecer otros objetivos a los bancos centrales.

Autonomía

El segundo pilar de la gobernanza de las entidades monetarias es su autonomía, la que no debe entenderse como una declaración legal formal, sino como la capacidad de actuar con discrecionalidad en la ejecución de su mandato, sin interferencia por parte de otros órganos del Estado ni de intereses económicos privados (Lybek 2005). Cabe destacar que la autonomía no otorga arbitrariedad a los bancos centrales para actuar, sino que les entrega discrecionalidad para usar sus poderes y funciones para alcanzar su objetivo, dentro de un marco jurídico previamente establecido (Goodhart y Lastra 2018). Este último aspecto es crucial y clave para el desarrollo de una autonomía efectiva: un banco central debe tener discrecionalidad para tomar decisiones pero dentro de ámbitos bien definidos, con objetivos claros e instrumentos bien establecidos. De otra manera, resulta muy difícil no inmiscuir a la autoridad monetaria en debates de carácter político.

Sin autonomía jurídica y, en último término, sin autonomía real, la capacidad del banco central para alcanzar sus objetivos básicos podría verse minada ante cualquier cambio en la respuesta del Gobierno ante presiones políticas a corto plazo o a un cambio del partido político en el poder. (BIS 2009, 59-60)

De este modo, resulta clave precisar que la autonomía es una herramienta esencial que le permite a un banco central alcanzar el o los objetivos establecidos en la ley y que ella no debe ser entendida como un fin en sí misma (Goodhart y Lastra 2018; BIS 2009).

El grado de autonomía de un banco central no solo se correlaciona con la estabilidad de precios, sino también —y quizás lo más importante— hace menos costoso el cumplimiento de sus objetivos (Crowe y Meade 2008). Esta discrecionalidad —por cierto, enmarcada en un marco jurídico claro— es lo que facilita el cumplimiento de objetivos a mínimos costos. En otras palabras, la autonomía real de un banco central disminuye el sacrificio en términos de actividad económica requerido para lograr ciertos objetivos de inflación.

La autonomía es un concepto amplio, por lo que resulta importante definir de manera concreta sus dimensiones relevantes. Para ello, la literatura distingue cuatro dimensiones distintas de la autonomía, pero relacionadas entre sí: autonomía *institucional*, autonomía *funcional*, auto-

nomía *financiera* y autonomía *personal*.²¹ Estos no son meros conceptos teóricos, sino que se concretizan a través de elementos específicos que deben estar consagrados en las leyes que rigen a los bancos centrales, los que se analizan a continuación.

Autonomía institucional

La autonomía institucional se define como aquella capacidad de un banco central de ejecutar su mandato sin influencias o instrucciones de terceros, y en particular del Estado (Dall'Orto Mas et al. 2020). Es la esencia de lo que se entiende por autonomía y la que sienta las bases e informa las otras categorías. Además de que la ley (o la Constitución en su caso) califique de manera explícita al banco central como un ente autónomo, existen dos elementos clave que concretizan la autonomía institucional.

Primero, la ley debiese prohibir expresamente que representantes del gobierno y demás órganos del Estado sean miembros de los órganos de toma de decisión de un banco central y que asistan con derecho a voto a las reuniones relevantes como, por ejemplo, de política monetaria.²² Con esto se busca evitar que representantes del poder ejecutivo ejerzan una influencia indebida en el proceso de toma de decisiones de un banco central, al anteponer los intereses del gobierno de turno por sobre los de la entidad monetaria. En esta misma línea,²³ y como un segundo elemento, la ley también debiese prohibir explícitamente al banco central solicitar o recibir instrucciones de terceros, así como que terceros otorguen instrucciones al banco central.²⁴

Así, una autonomía institucional efectiva debe establecer un límite claro a la influencia del gobierno y de terceros en el actuar del banco central. Debe precisarse, sin embargo, que ello no significa, en ningún caso, la ausencia de diálogo y coordinación con el gobierno. Como indica el BIS (2009, 96),

²¹ Este marco fue desarrollado por la Unión Europea en el contexto de la preparación de la Zona Euro. Ver también Dall'Orto Mas, et al. (2020).

²² Por ejemplo, artículo 2, Ley del Banco Central de Noruega.

²³ Dall'Orto Mas et al. (2020), Goodhart y Lastra (2018) y Lybek (2005) entregan diferentes perspectivas respecto de los efectos sobre la autonomía de la interferencia gubernamental.

²⁴ Los Estatutos que rigen el BCE (artículo 7) incluyen una cláusula de este tipo. Cláusulas similares se observan en los bancos centrales de Suiza (Artículo 6 de la Ley que rige al Banco Central Suizo) y México (Artículo 28 de la Constitución Mexicana).

[d]esde un punto de vista técnico, los flujos de información entre el banco central y el Gobierno también suelen ser necesarios para la instrumentación diaria de la política monetaria. [...] La relación entre ambos también será necesaria si el banco central presta servicios bancarios o de gestión de deuda al Gobierno. (BIS 2009, 96)

Como discutimos arriba, la coordinación no es solo relevante para el cumplimiento de los objetivos de los bancos centrales, sino que ha tomado una especial relevancia considerando los desafíos para la estabilidad financiera en que tanto los bancos centrales como los gobiernos suelen tener un rol relevante.

Autonomía funcional

Los mecanismos que contienen la influencia del gobierno en las decisiones del banco central deben también asegurar que este sea funcionalmente autónomo, esto es, que pueda ejecutar su mandato sin intervención directa de terceros. En otras palabras, el banco central debe poder valerse de todos sus poderes e instrumentos para alcanzar sus objetivos y ejecutar sus funciones, sin necesidad de autorización o aprobación previa por parte de otros organismos del Estado (Dall’Orto Mas et al. 2020).

Son tres los elementos clave que otorgan autonomía funcional a un banco central. Primero, la ley del banco central debe especificar con claridad el marco legislativo que lo rige. De esta manera se evita que leyes ajenas a la ley orgánica del banco central regulen materias que incidan directamente en la ejecución de su mandato o que disminuyan su autonomía. En esta línea, tanto el estatuto del BCE como la ley orgánica (LOC) que rige al Banco Central de Chile (indistintamente BCCh), son buenos ejemplos de cómo establecer con precisión el marco jurídico.²⁵

Asimismo, resulta conveniente que la ley contemple un mecanismo de consulta previa y obligatoria al banco central respecto de proyectos de ley en tramitación que caigan dentro del ámbito de sus competencias. Con esto se busca asegurar la consistencia y coherencia del marco jurídico que rige al banco central, proteger su mandato y, en último término, evitar que modificaciones a la legislación vigente interfieran con la autonomía establecida en la ley (BIS 2009). Por ejemplo, el artículo 282

²⁵ Artículo 1.1. del Estatuto del BCE y artículo 2 de la LOC del BCCh. Una norma similar se encuentra en el artículo 3 de la ley que rige al Banco Central de Perú.

número 5 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, dispone que “[e]n los ámbitos que entren dentro de sus atribuciones, se consultará al Banco Central Europeo sobre todo proyecto de acto de la Unión y sobre todo proyecto de normativa a escala nacional”.²⁶

Finalmente, la ley no debe contener disposiciones que autoricen a otras entidades públicas a obstaculizar el desempeño de las funciones del banco central por medio de mecanismos legales, como por ejemplo sucedería si el banco central tuviese que requerir de aprobación previa del poder ejecutivo o legislativo para formular sus políticas o si miembros del poder ejecutivo pudiesen vetar sus decisiones.

Autonomía financiera

Una tercera dimensión de la autonomía busca garantizar que el banco central pueda disponer de recursos suficientes para la ejecución eficiente de su mandato (Dall’Orto Mas et al. 2020). En la práctica legal, esta dimensión se cautela asegurando al banco central su (i) derecho a gastar, (ii) derecho a no gastar y (iii) derecho a tener sus propios recursos financieros.

Mediante el *derecho a gastar* se asegura que los bancos centrales estén debidamente habilitados por ley para tener su propio presupuesto —distinto al del gobierno central—, sin necesidad de aprobación política por parte del poder ejecutivo o del poder legislativo. Ello, por cuanto son los propios bancos centrales los que generan los recursos para solventar tanto sus gastos operativos como financieros. El hecho de que los gastos de un banco central no sean financiados con el presupuesto público es uno de los argumentos que justifican su autonomía presupuestaria. El otro, y tal vez el más importante, es que la autonomía presupuestaria

evita que el banco central esté sujeto a potenciales presiones del resto de entidades del Estado y permite que las decisiones de gasto se orienten de manera eficiente a la activación de los procedimientos operativos de la política monetaria y al cumplimiento de su objetivo. (Pérez, Quispe y Rodríguez 2016, 57)

Cabe señalar que la autonomía presupuestaria se observa en la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes

²⁶ Similar norma encontramos en el artículo 127 número 4 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

y, en algunos casos, como es el del Norges Bank, se agrega un requisito de información, ya que el presupuesto aprobado debe ser enviado al Ministerio de Finanzas, lo que aumenta la transparencia y rendición de cuentas del proceso presupuestario.²⁷

El *derecho a no gastar*, por su parte, implica que la ley debe establecer límites claros al financiamiento monetario del gobierno por parte del banco central, incluyendo la prohibición de adquirir títulos públicos en el mercado primario. Así, con el objeto de proteger la posición financiera y el balance del banco central, por un lado, y de mantener disciplina fiscal y evitar riesgos inflacionarios, por otro, las leyes de los bancos centrales prohíben —con mínimas excepciones— el financiamiento monetario del gasto público por parte del banco central (Claro y Valdés 2020; Dall’Orto et al. 2020).

Para evitar un escenario de dominancia fiscal, la mayoría de las jurisdicciones establecen una prohibición absoluta de financiamiento monetario al fisco a todo evento, sin excepciones. Este es el caso del BCE, en que tanto su Estatuto como el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíben al BCE y a los bancos centrales nacionales otorgar créditos al gobierno.²⁸ Existen algunos casos en los cuales se permite el otorgamiento de préstamos excepcionales de corto plazo al gobierno, los que luego deben ser devueltos por el gobierno en efectivo al término del año fiscal. Este financiamiento, permitido por ejemplo en Canadá o Israel, busca amortiguar déficits transitorios de caja.²⁹

Asimismo, dado que la adquisición de títulos de deuda en el mercado primario por parte del banco central constituye un mecanismo de financiamiento similar a un crédito directo al gobierno, las leyes también suelen prohibirlo.³⁰ El artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea mencionado anteriormente contiene esta prohibición que está redactada en los siguientes términos: “Queda prohibida [...] la

²⁷ Ver, por ejemplo, la sección 4-2 de la Ley del Banco Central de Noruega y el artículo 46 de la Ley del Banco de México.

²⁸ Artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

²⁹ En algunos países, las normas que imponen una prohibición absoluta incluyen alguna cláusula de escape para situaciones excepcionales. Ver Bossu y Weenink (2021) para una descripción más amplia de este asunto.

³⁰ Ver presentación al Senado del Banco Central de Chile (Marcel 2020), a raíz de la reforma constitucional para permitir la compra extraordinaria de bonos públicos en mercados secundarios en Chile.

adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales”.

La compra de títulos públicos en el mercado secundario, por su parte, es esencialmente distinta, toda vez que se trata de operaciones que se efectúan en un mercado en el que participan diversos agentes en un entorno competitivo, con mecanismos transparentes de formación de precios, donde no existe una interacción bilateral directa entre el banco central y el fisco. Aquí, el banco central adquiere instrumentos públicos que se encuentran en poder de otros agentes distintos del fisco, como bancos comerciales, compañías de seguros, fondos mutuos o fondos de pensiones. Es por ello que esta modalidad, en términos generales, no constituye ni se entiende como financiamiento monetario, y es permitida y usada por la gran mayoría de los bancos centrales en el mundo (Marcel 2020).

El *derecho a no gastar* también implica que el banco central esté impedido de realizar actividades cuasifiscales. Ello, por cuanto tales actividades pertenecen inherentemente a la política fiscal, dada su naturaleza esencialmente distributiva o de promoción de ciertos sectores de la economía, por lo que no corresponde traspasar el riesgo financiero de dichas políticas desde el gobierno a una organización autónoma con patrimonio propio como el banco central. Es por eso que durante la crisis del coronavirus, varios países distinguieron entre políticas que le corresponden al banco central y aquellas políticas fiscales que le corresponden al gobierno.³¹ Esto se hizo a través del diseño de programas de ayuda financiera implementados por los bancos centrales, en que el Estado era el que soportaba el riesgo financiero de dichas medidas. Así, por ejemplo, el Fondo de Estabilización Cambiaria del Tesoro de Estados Unidos realizó inyecciones de capital a los programas de préstamo de la Fed.³² Si bien es cierto que la mayoría de las leyes de los bancos centrales no suelen tener una prohibición expresa en este sentido, la aplicación de los principios de legalidad y de atribución de poderes excluye al banco central de dichas operaciones, ya que en virtud de tales principios las entidades públicas solo pueden realizar aquellas actividades que les

³¹ Ver Bossu y Weenink (2021) para una discusión acerca de las implicancias sobre los bancos centrales de las medidas adoptadas para enfrentar la crisis del COVID.

³² Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/money20200323b.htm> [5 de julio 2022].

estén permitidas por ley. En todos aquellos casos en que las leyes de los bancos centrales no autoricen de manera expresa la realización de operaciones cuasifiscales, estas deben entenderse prohibidas. Sin embargo, resulta siempre más conveniente que la redacción de la norma no dé lugar a ambigüedades, por lo que se sugiere que la ley sea más explícita en esta materia, como en el caso de Perú.³³

Finalmente, el *derecho a tener sus propios recursos financieros* busca asegurar la solidez del balance de los bancos centrales, lo que se logra a través de (i) la fijación por ley de un monto mínimo de capital estatutario completamente pagado por el Estado,³⁴ (ii) un marco jurídico adecuado para la formación de reservas del banco central y de distribución de utilidades al fisco, incluyendo una prohibición de distribución de utilidades no realizadas (ver Bunea et al. 2016; Archer y Moser-Boehm 2013), y (iii) un marco general de recapitalización automático y obligatorio por parte del Estado, de manera de evitar que las pérdidas financieras en las que pueda concurrir el banco central afecten su capacidad de conducción de la política monetaria (Lybek 2005).³⁵ Aunque las normativas que regulan el capital de los bancos centrales puedan parecer secundarias, no lo son por cuanto una situación financiera desmedrada podría inducir al banco central a buscar financiamiento a través de una mayor inflación, debilitando su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios.³⁶

Autonomía personal

La autonomía personal tiene por objeto garantizar la independencia de los miembros que integran los órganos de toma de decisión de un banco central (Dall’Orto Mas et al. 2020; Goodhart y Lastra 2018). Así se busca que el marco jurídico establezca criterios mínimos para actuar con independencia del gobierno (y de terceros), garantizando su seguridad y permanencia en el cargo. Los elementos clave para asegurar la autonomía personal del banco central dicen relación con los mecanismos de *nombramiento y remoción* de las autoridades del banco, con los criterios de *elegibilidad*, con el establecimiento de requisitos estrictos de *incom-*

³³ Artículo 81 de la Ley del Banco Central de Reserva de Perú.

³⁴ Esto no aplica para los (pocos) bancos centrales que tienen accionistas privados.

³⁵ Ver artículo 93 de la Ley que rige al Banco Central de Reserva de Perú.

³⁶ Archer y Moser-Boehm (2013) discuten en detalle los efectos de diferentes situaciones patrimoniales de los bancos centrales sobre su manejo monetario.

patibilidad, con la *duración* y *escalonamiento* de los mandatos, así como con la determinación y protección de sus *remuneraciones* (Goodhart y Lastra 2018).

Respecto del *nombramiento*, la ley debe establecer un procedimiento que contemple la participación de dos o más entidades relativamente independientes entre sí en la designación de los miembros de los órganos de toma de decisiones del banco central, lo que se denomina 'doble veto' (BIS 2009). Con esto se busca asegurar un sistema de frenos y contrapesos, evitando que un solo órgano detente todo el poder para nombrar (y remover) a los directivos, minimizando así el riesgo de que estas personas estén sujetas a presiones indebidas. Cabe recordar que el banco central, pese a ser un ente autónomo del gobierno de turno, sigue siendo un organismo público y es por ello que resulta de toda lógica que en el nombramiento de sus integrantes participen otros poderes del Estado, como ocurre en todos los bancos centrales del mundo. Por ejemplo, en el nombramiento de los miembros del Directorio de la Fed, participan el presidente de la República y el Senado, al igual como sucede en Chile.³⁷

Con miras a evitar nombramientos de personas que no tengan las competencias necesarias, es recomendable que la ley establezca criterios de *elegibilidad* objetivos, como título profesional en materias afines a su quehacer y experiencia previa relevante.³⁸ A su vez, la ley debe establecer requisitos estrictos de *incompatibilidades*, prohibiendo que otros trabajadores del sector público, políticos y accionistas, directivos o *staff* de bancos e instituciones financieras sean al mismo tiempo directivos de un banco central (Goodhart y Lastra 2018).³⁹ De este modo se promueve el nivel más alto de autonomía, no solo respecto del poder político sino también del sector privado que tiene conflictos de interés en su relación con la autoridad monetaria (Fouad et al. 2019).

³⁷ El BCE también tiene un procedimiento de doble veto para el nombramiento de los miembros de su comité ejecutivo.

³⁸ Pese a lo relevante de esta buena práctica, la gran mayoría de las leyes de los bancos centrales es deficiente en esta materia. De una muestra propia de 164 leyes de bancos centrales, solo 6 cumplen con estos criterios y en aquellos casos en que la ley sí los contempla, los requisitos suelen estar formulados de una manera más genérica. Ver BIS (2009) y Goodhart y Lastra (2018).

³⁹ Por ejemplo, artículos 2-3, 2-6 y 2-16 de la Ley del Banco Central de Noruega, artículo 10 de la Ley de la Autoridad Monetaria de Singapur y artículo 17 de la Ley de la Reserva Federal de Australia.

Cabe destacar que las influencias del poder ejecutivo sobre los miembros del banco central se minimizan con nombramientos que sean *más largos que el ciclo político* e idealmente *escalonados* en el tiempo (BIS 2009; Lybek 2005). Ello contribuye también a que exista continuidad en el actuar del banco central. Este es el caso de los miembros del directorio de la Fed, en que por disposición legal sus mandatos tienen una duración de 14 años (excediendo con mucho el ciclo político de 4 años), con renovación alternada cada 2. El caso del Banco Central de Chile es otro buen ejemplo, ya que la duración del mandato de los miembros de su consejo es de 10 años (siendo el ciclo político de 4 años) con renovación parcial de un consejero cada 2 años.⁴⁰

Tanto o más importantes que los mecanismos de nombramientos para cautelar la autonomía de los bancos centrales, son los mecanismos de *remoción* de sus directivos. Para prevenir el riesgo de abuso, asegurar el debido proceso y la estabilidad institucional, la remoción de miembros directivos —cuyas decisiones son eminentemente técnicas— debe basarse en causas específicas y no de carácter general ni políticas (BIS 2009; Dall’Orto Mas et al. 2020; Goodhart y Lastra 2018; Lybek 2005). Este principio ha sido recalcado por el BIS (2009, 13), que manifiesta que “la protección frente a influencias indebidas también se consigue restringiendo las causas para la destitución”. En particular, la ley debe (i) establecer *causales de remoción objetivas* y que no tengan una ‘inspiración política’ (BIS 2009; Goodhart y Lastra 2018), (ii) incluir un procedimiento de *dobles veto* en la remoción (Lybek 2005) y (iii) garantizar el *debido proceso* a través de decisiones colegiadas en que se respete el derecho de los directivos a ser oídos y a impugnar la decisión de remoción. La objetividad de la causal de remoción resulta de tal relevancia, que en aquellos casos en que la ley contempla causales de remoción que sean ‘políticas’, como lo sería una acusación constitucional o un juicio político, existen autores que han estimado que la autonomía del banco central es, simplemente, inexistente (Fouad et al. 2019).

El hecho de que los banqueros centrales no estén sujetos a una acusación constitucional no implica, en ningún caso, que estas autoridades no deban rendir cuentas, toda vez que existen otros mecanismos de remoción que aseguran su responsabilidad, pero sin un grave detrimento a

⁴⁰ Sección 10 del Federal Reserve Act y artículo 8 de la LOC del Banco Central de Chile, respectivamente.

su autonomía (Araya y Lyon 2021a). Al autorizar un juicio político contra una o más autoridades de un banco central, se está, en los hechos, permitiendo que un organismo político, como el Congreso, opine y decida sobre materias eminentemente técnicas que han sido delegadas por ley al banco central. Es de tal importancia este aspecto, que la gran mayoría de los países del mundo, reconociendo los riesgos de politizar el banco central, no contemplan la acusación constitucional como causal de remoción, sino causales limitadas y objetivas.⁴¹ Así, por ejemplo, los principales bancos centrales del mundo incluyen como causales de remoción aquellas que dan cuenta de un término en las condiciones personales y profesionales vigentes al momento del nombramiento, como quiebra personal, condena por un delito, ausentismo injustificado o incapacidad física o mental, y la culpa grave en el desempeño de sus funciones como es el caso del BCE y los bancos centrales de Australia, Japón, Malasia y Singapur. Con respecto al *doble veto* en la remoción, opera el mismo principio que para el caso del nombramiento y los mismos ejemplos mencionados en el párrafo anterior son aplicables a este caso, así como también para el caso chileno.⁴² Además, el ordenamiento jurídico debe garantizar el *debido proceso* en la remoción, por ejemplo, permitiendo la posibilidad de recurrir ante los tribunales de justicia.

Por último, cabe mencionar que la ley debe idealmente establecer un criterio para fijar la *remuneración* de los directores, de modo tal de que sea posible contratar y retener a personas idóneas que sean altamente calificadas para el cargo.⁴³ Asimismo, debe existir una *prohibición de reducción de la remuneración* de los directivos durante la duración de su mandato, evitando así que, a través de la amenaza de la reducción de las remuneraciones, el gobierno presione a los directivos del banco central a tomar decisiones que se aparten de su objetivo (BIS 2009; Lybek 2005).

Rendición de cuentas y transparencia

La autonomía de un banco central frente al Estado no debe entenderse como absoluta o estática, ni menos como la entrega de un poder soberano aislado del quehacer del Estado. Es por ello que las leyes de

⁴¹ Solo el Banco de México contempla el mecanismo de acusación constitucional.

⁴² Artículos 15, 16 y 17 de la LOC BCCh, respectivamente.

⁴³ Ver la discusión en BIS (2009) sobre ventajas y desventajas de diferentes esquemas de remuneraciones.

los bancos centrales deben incluir mecanismos mediante los cuales se establezca la obligación del banco central de dar cuenta de sus decisiones y acciones ante los órganos políticos (poder ejecutivo/Congreso) y ante el público en general (Dall'Orto Mas et al. 2020). En particular, los bancos centrales deben rendir cuentas con respecto a (i) la formulación de políticas y (ii) su situación financiera. La rendición de cuentas está inherentemente ligada al deber de transparencia de los bancos centrales, toda vez que estos deben informar sobre cuestiones que son relevantes para los organismos políticos, los participantes en el mercado y el público en general. Esto se hace generalmente a través de informes de política monetaria, de estabilidad financiera, comparecencia ante el Congreso e información al poder ejecutivo.

La gran mayoría de las leyes de los bancos centrales regulan la manera en que estos deben rendir cuentas. El estatuto del BCE, por ejemplo, dispone que el BCE elaborará y publicará informes sobre las actividades del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) con una periodicidad al menos trimestral, y además presentará informes anuales sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso (Artículo 15). Una exigencia similar contiene la LOC del BCCh, que establece que este debe presentar anualmente ante el Ministerio de Hacienda y el Senado una memoria sobre las actividades del año inmediatamente anterior, en la que se informará acerca de la ejecución de las políticas y programas desarrollados en dicho período e incluirá los estados financieros con sus respectivas notas y la opinión de los auditores externos. Además, el BCCh debe presentar en septiembre de cada año una completa evaluación del avance de sus políticas y programas, proyecciones económicas y los efectos sobre el balance del banco (Artículo 80 LOC BCCh). Similares deberes de rendición de cuentas y transparencia encontramos en las leyes que rigen a la Fed, al Banco de Reserva de Australia y al Banco de Japón, por nombrar algunos.

Estos deberes de rendición de cuentas y transparencia permiten equilibrar el mayor grado de autonomía que tienen los bancos centrales con respecto a otras entidades públicas. Esto es, mientras más autonomía se le otorgue a un banco central, la ley debe establecer mayores deberes de rendición de cuentas y de transparencia. En términos generales, la rendición de cuentas tiene por finalidad demostrar que la institución opera dentro del marco legal, que es financieramente sólida y que la

utilización de los recursos se realiza de una manera efectiva y eficiente. En este aspecto es importante enfatizar que la exigencia de autorización previa por parte del Congreso o del poder ejecutivo es una vulneración de la autonomía del banco central y no un esquema de rendición de cuentas internacionalmente aceptado, cuyo foco es la rendición de cuentas *ex post* respecto de los objetivos asignados y las atribuciones conferidas, en contraste con un esquema de autorización previa o *ex ante*. De esta manera, la rendición de cuentas en ningún caso debe implicar sustituir al banco central como el encargado de formular políticas públicas de carácter altamente técnico, sino más bien representa una exigencia de transparencia *ex post* sobre el uso eficaz de sus herramientas en el cumplimiento de sus objetivos. Es por ello que el hecho de que otros actores tengan o participen de funciones que por su naturaleza le corresponden al banco central o que se permita el juicio político como mecanismo de destitución de sus autoridades, importaría darle funciones de banca central a organismos que no lo son, con la consiguiente vulneración de su autonomía.

3. Reforzando la institucionalidad monetaria

A la luz del análisis anterior es que podemos evaluar en qué medida la institucionalidad monetaria moderna es adecuada para enfrentar nuevos desafíos de inflación y de estabilidad financiera, y cuáles son los cambios necesarios a su sistema de gobernanza para adaptarse a esta nueva realidad. Hay que tener presente que estos desafíos macrofinancieros son de gran magnitud, especialmente tomando en cuenta la sofisticación alcanzada por los mercados financieros y sus grados de integración a nivel global. Para enfrentar con éxito esta nueva realidad no basta solo con reconocerla y desarrollar las competencias técnicas necesarias, sino que también se requiere un buen diseño institucional sostenido sobre un marco jurídico adecuado.

Una primera aproximación parte por discutir el mandato de los bancos centrales en relación a los objetivos de estabilidad financiera. Sin desatender como prioritario el objetivo de estabilidad de precios, surge la necesidad de delimitar el alcance de los objetivos sobre la estabilidad financiera que, explícitamente o *de facto*, tienen los bancos centrales. Esta discusión requiere reconocer que la política monetaria

tradicional —entendida como el manejo de las tasas de interés de corto plazo— ha mostrado ciertas limitaciones en el manejo del ciclo económico, en parte porque la capacidad de los bancos centrales de implementar políticas más expansivas queda restringida cuando las tasas de interés nominales se acercan a cero. Como menciona Rogoff (2021), “[e]n su límite inferior, la política monetaria queda paralizada, lo que restringe de manera importante su efectividad como instrumento de estabilización en recesiones normales”. Por ello, los bancos centrales han buscado mecanismos para aumentar la efectividad de la política monetaria. El principal mecanismo usado ha sido la compra de instrumentos de deuda tanto pública como privada, acción conocida como política monetaria no convencional.

Muchas de estas acciones, aunque extraordinarias, se han basado en facultades con que cuentan los bancos centrales autónomos, aunque en algunos casos se han requerido interpretaciones extraordinarias sobre su mandato.⁴⁴ Las intervenciones en los mercados de deuda pública y privada deben ser analizadas desde sus implicancias macroeconómicas, fiscales, políticas y legales. Las operaciones con instrumentos de largo plazo complementan los instrumentos tradicionales de política monetaria, por lo que tienen una justificación en el objetivo inflacionario, más allá de que históricamente no hayan sido utilizadas de manera frecuente (Bossu y Weenink 2021). En particular, estas políticas han generado una presión bajista en las tasas de interés de largo plazo, aliviando las condiciones financieras en diferentes mercados de deuda y permitiendo un mejor manejo monetario.⁴⁵

Sin embargo, estas acciones también han tenido una orientación evidente hacia la estabilidad financiera (Mersch 2020). La alta volatilidad en los precios de activos financieros como consecuencia de cambios abruptos y persistentes en el apetito por riesgo puede generar efectos patrimoniales significativos en un sinnúmero de instituciones financieras. El manejo de tasas de interés de corto plazo tiene efectos acotados en los precios de activos más riesgosos y de largo plazo, y aunque ello no es de por sí problemático —toda vez que la política monetaria debe

⁴⁴ Ver Bernanke (2015) para una referencia a la interpretación de la Reserva Federal de sus atribuciones durante la Crisis Financiera Global.

⁴⁵ Ver Chung et al. (2019) para una discusión sobre la efectividad de las políticas monetarias no convencionales.

permitir que los factores de riesgo se reflejen en los precios—, eventos de iliquidez extrema pueden ocasionar interrupciones importantes en el funcionamiento de mercados e instituciones financieras. Así, los bancos centrales han buscado suavizar los ajustes de los activos financieros a las nuevas condiciones económicas con miras a la estabilidad financiera.

Adicionalmente, la política monetaria tradicional afecta directamente las condiciones de financiamiento de los bancos comerciales y a través de ellos las condiciones generales de financiamiento de la economía. La sofisticación alcanzada por los mercados y la especialización de intermediarios financieros en mercados específicos hace menos efectiva la política monetaria tradicional para mantener condiciones financieras adecuadas para un desarrollo armónico. Por ello, los bancos centrales han intervenido directamente en mercados diferentes a los de financiamiento bancario de corto plazo, buscando limitar bolsones de iliquidez o ineficiencia que puedan poner en riesgo el buen funcionamiento de la economía, especialmente en momentos de crisis.⁴⁶ Aunque muchas intervenciones han estado orientadas a estabilizar el funcionamiento de mercados clave más que a privilegiar la estabilidad de instituciones de importancia sistémica, esta diferencia es en algunas circunstancias bastante sutil y por ende sujeta a un delicado balance.

Las implicancias de estas intervenciones son vastas y potencialmente complejas, por lo que la ley debe precisar su alcance y objetivos (Bossu et al. 2020). Considerando que estas intervenciones deben ser temporales y específicas, evitando anular el reconocimiento de mayor riesgo en los precios de instrumentos financieros, los criterios de intervención son particularmente complejos. Ello, por cuanto la ley debe otorgar certeza jurídica respecto de los poderes que tiene el Banco Central y, por otro lado, debe ser lo suficientemente amplia para otorgarle flexibilidad en tiempos de crisis. Las leyes de los bancos centrales han regulado la provisión de liquidez principalmente a instituciones bancarias, en tiempos normales o en situaciones extraordinarias. De acuerdo a algunos autores, se podría justificar el ampliar la provisión de liquidez a instituciones no bancarias, así como eventualmente ampliar el tipo de

⁴⁶ Ver Albagli et al. (2019) para un ejemplo de cómo la política monetaria afecta el funcionamiento de mercados de deuda en países desarrollados y emergentes. Ver también Claro y Moreno (2015) para el caso chileno.

instrumentos que los bancos centrales podrían descontar en sus operaciones de liquidez.⁴⁷

Así, resulta conveniente que la ley establezca dentro de los poderes del banco central, cuáles son las transacciones y activos autorizadas (pudiendo incluir cláusulas abiertas) y que a su vez le otorgue un grado de autonomía suficiente para determinar las contrapartes elegibles para distintas transacciones en una regulación secundaria. Respecto de la ampliación del acceso a liquidez a instituciones diferentes de los bancos o en mercados diferentes de los títulos públicos o bancarios, ello puede inducir comportamientos riesgosos por parte de instituciones mal reguladas, por lo que avances en esta área deben ser cuidadosamente analizados y —en caso de prosperar— deben venir asociados con importantes cambios regulatorios a instituciones no bancarias. Estos riesgos pueden ser mitigados introduciendo parámetros amplios para guiar la acción del Banco Central, mediante la prohibición de préstamos sin garantía o la prohibición de operaciones de créditos con contrapartes insolventes (Bossu y Weenink 2021). Así, más que establecer una interpretación comprehensiva del alcance de la estabilidad financiera, parecería deseable definir en el marco jurídico poderes específicos que estructuren el actuar del Banco Central en el ámbito de la estabilidad financiera.

De especial importancia en esto es el rol de la creciente integración financiera entre países. Como establece Obstfeld (2015, 2), “la globalización aumenta el valor marginal de tener herramientas adicionales de manejo macroeconómico y financiero”. Para Obstfeld (2015), sin embargo, la principal dificultad estriba en que la integración financiera global hace muy complejo mantener el control de los instrumentos de política financiera y al mismo tiempo cautelar la estabilidad financiera. Ello no solo implica que objetivos precisos de estabilidad financiera son difíciles de lograr, sino también que el logro de la estabilidad financiera introduce restricciones en el manejo de la política fiscal y de la política monetaria. Por ello, el reconocimiento de objetivos de estabilidad financiera —inevitablemente difusos—, representa un reto mayor para los bancos centrales. Más que detallar objetivos específicos, es importante definir principios básicos buscados, y reconocer las tensiones existentes entre los objetivos de precios y de estabilidad financiera. Es por ello que, para

⁴⁷ Ver Fischer (2017) para una discusión sobre las ventajas y riesgos de avanzar en esta dirección.

evitar conflictos entre objetivos distintos, la ley del Banco Central debe establecer la primacía del objetivo de estabilidad de precios.

Este punto no solo se relaciona con el mandato, sino también con la definición de su autonomía, entendida como la capacidad de actuar de manera discrecional en la ejecución de su mandato, pero dentro de un marco legal establecido *ex ante*. Por ello, el fortalecimiento de la autonomía requiere la mayor claridad posible sobre el marco jurídico que rige las acciones de los bancos centrales. En materia monetaria y de objetivos de inflación, ello está bastante delimitado, pero en materia de estabilidad financiera su alcance es más difuso y las herramientas más amplias. Lo anterior, por cuanto, la complejidad de las operaciones no convencionales y, en general, de intervenciones en mercados financieros específicos, la dificultad de definir bien sus alcances y su posible connotación cuasifiscal hacen que —en contraste con un mandato único y acotado de estabilidad de precios—, la autonomía de los bancos centrales quede más expuesta, sobre todo en un ambiente donde las consideraciones financieras adquieren mayor preponderancia.

En particular, las operaciones no convencionales de los bancos centrales han hecho menos nítida la diferencia entre política monetaria y política fiscal. Muchas de las acciones de los bancos centrales han involucrado riesgo de crédito, lo que no debiese ser de cargo de la autoridad monetaria, sino del gobierno (Cochrane 2020). Estas políticas cuasifiscales son especialmente complejas porque involucran a los bancos centrales en el quehacer de la política fiscal y con ello minan su autonomía financiera al soportar el riesgo de crédito. Por ello, el marco jurídico debe prohibir este tipo de operaciones y debe definir con mayor claridad las herramientas disponibles en operaciones no convencionales (Rogoff 2021). La claridad en los límites del actuar delimitan su espacio de discrecionalidad, lo que es crucial para proteger la autonomía de los bancos centrales. Finalmente, preservar la autonomía presupuestaria es importante, de modo que las decisiones que puedan tener un impacto financiero en su balance deban ser tomadas por su directorio sin interferencia del gobierno.

El riesgo a la autonomía de los bancos centrales no está circunscrito a operaciones financieras en ciertos mercados, sino que también existe en decisiones de política de estabilidad financiera como podría ser el establecimiento de límites al endeudamiento inmobiliario, exigencias de ca-

pital específicas a algunos bancos, o provisión de liquidez a instituciones no bancarios o no financieras.

Ello se hace más evidente al reconocer que la estabilidad financiera es un asunto que no compete exclusivamente a una institución en particular sino a un conjunto de instituciones públicas, incluyendo por cierto al gobierno central. Por tanto, la coordinación y división de responsabilidades con el gobierno central y otros organismos reguladores y supervisores enfatiza la necesidad de fortalecer la autonomía del banco central y, a su vez, de establecer buenos mecanismos de rendición de cuentas. Pero la coordinación no debe ser confundida con subordinación. Mientras la primera permite compartir información y diagnósticos, pero mantiene la responsabilidad de la toma de decisiones en las instituciones específicas —fomentando el proceso de transparencia y rendición de cuentas de instituciones públicas—, la segunda diluye las responsabilidades y daña la autonomía.

Es por eso que la estabilidad financiera requiere una coordinación entre la política monetaria y la política fiscal basada en reglas previsible, cuestión especialmente relevante en un contexto de fuerte presión alcista de deuda pública en innumerables países desarrollados y emergentes (Claro y Soto 2012; Yared 2019). Una política fiscal sostenible y previsible favorece la estabilidad macroeconómica, y con ello facilita el quehacer de la política monetaria. Por esto, una buena gobernanza en los bancos centrales debe compatibilizarse con un mecanismo simple de coordinación y con una política fiscal predecible, de manera de asegurar una relación adecuada entre los instrumentos macroeconómicos.⁴⁸

La coordinación entre política monetaria y política fiscal no se limita, sin embargo, al manejo macroeconómico en tiempos normales. En tiempos de crisis financieras esta coordinación se hace más relevante, por cuanto la situación económica exige mayor proactividad en las acciones de política, aumentando la posibilidad de que las operaciones del banco central tengan una connotación cuasifiscal. Por ejemplo, en cuanto a su rol de prestamista de última instancia, los bancos centrales suelen estar autorizados por ley para otorgar asistencia de liquidez de emergencia a bancos comerciales, en la medida en que estos sean

⁴⁸ Por ello, una serie de países han introducido principios de sostenibilidad fiscal —y eventualmente reglas fiscales— en sus constituciones, de manera de limitar la presión de deuda pública.

solventes; si, además, se permiten operaciones con contrapartes insolventes, la ley debe exigir una garantía por parte del Estado. Ello, por cuanto los préstamos a instituciones financieras insolventes pertenecen al ámbito de la política fiscal, por lo cual el gobierno debe asumir el riesgo financiero de este tipo de operaciones (Bossu y Weenink 2021). La dificultad práctica es que, en momentos de crisis y estrés financiero, la distinción entre problemas de liquidez y de solvencia puede no ser clara, lo que dificulta la labor de los bancos centrales. En este contexto, Balls, Howat y Stansbury (2018) proponen mejorar los mecanismos de coordinación entre política monetaria y política fiscal, manteniendo los instrumentos de provisión de liquidez en el banco central y fortaleciendo la rendición de cuentas de las acciones del gobierno.⁴⁹ Lo anterior exige que la estructura de toma de decisiones esté bien definida, no solo en lo referido a las decisiones internas de la organización, sino también en cuanto a la claridad de los objetivos y políticas confiadas al banco central. Un ejemplo de ello es el manejo de instrumentos de política para afectar los desarrollos en el sector financiero y cautelar la estabilidad financiera. Estos pueden pertenecer al ámbito de la llamada política macroprudencial, referida al uso de herramientas mayoritariamente prudenciales para limitar el riesgo sistémico en el sistema financiero, como por ejemplo límites de capital a los bancos o criterios macroeconómicos en las políticas de crédito.⁵⁰

⁴⁹ Para Chile, estas conclusiones están en línea con las recomendaciones del panel de expertos internacionales que evaluó recientemente el marco y la ejecución de las políticas monetaria y financiera en el Banco Central de Chile. Este informe (Flug et al. 2019) establece que el marco legal que gobierna al Banco Central le asegura total independencia en su conducción de la política monetaria, lo que se ha traducido en una gestión macrofinanciera que "ha sido ejemplar para los estándares de economías emergentes" (Flug et al. 2019, 37). A su vez, reconoce que el Banco Central también tiene una responsabilidad compartida con otras instituciones en el ámbito de la estabilidad financiera y es en esta área donde enfoca sus recomendaciones: (i) mejorar la capacidad para reaccionar en situaciones de crisis, (ii) mejorar herramientas analíticas, (iii) mejorar las comunicaciones en cuanto a transmitir mejor la incertidumbre en torno a desarrollos futuros y decisiones de política, y (iv) garantizar la capacidad de aplicar herramientas macroprudenciales. Finalmente, se sugiere el establecimiento de un alto grado de cooperación con el resto de los supervisores financieros, especialmente con la Comisión para el Mercado Financiero. De acuerdo al informe, el logro de estos objetivos requiere que el Banco Central no asuma obligaciones que no se ajustan a los mandatos de estabilidad de precios y financiera. Ver Flug et al. (2019).

⁵⁰ Otros instrumentos regulatorios —conocidos bajo la denominación de política microprudencial— están más orientados a velar por la solidez de instituciones financieras individuales y mayoritariamente recaen en instituciones de regulación bancaria.

En muchos países, la implementación de estas herramientas macroprudenciales han sido otorgadas a instituciones públicas encargadas de la regulación y supervisión financiera, pero en algunos casos están en manos de los bancos centrales, en cuyo caso debe quedar bien identificado el rol y la orientación de las decisiones de la autoridad monetaria (Cifuentes, Claro y Jara 2017). Distinto es el caso de otros instrumentos monetarios tradicionales como es la política cambiaria, cuyo manejo debe ser funcional a los objetivos de inflación y estabilidad financiera. Esta es, en los hechos, la manera en la cual los bancos centrales realizan el manejo cambiario en países que funcionan bajo el esquema de metas de inflación.⁵¹

El corolario principal de lo expuesto es que, siendo necesario incluir en la ley una referencia a objetivos de estabilidad financiera, es inevitable cierto grado de generalidad, estableciendo ciertos principios generales que orienten la acción de los bancos centrales en esta materia. Asimismo, junto con clarificar las herramientas con que cuentan los bancos centrales para la búsqueda de estabilidad financiera y junto con establecer mecanismos de coordinación con otras entidades responsables de la estabilidad financiera, es necesario fortalecer la autonomía personal de los directivos de los bancos centrales. Tanto por la importancia de aislar sus decisiones en materias que puedan tener alta sensibilidad y efectos redistributivos, como porque los objetivos de estabilidad financiera no son fácilmente identificables ya que obedecen a principios generales, es que se vuelve más relevante evitar influencias políticas en su quehacer. Así, los mecanismos de nombramiento y remoción cobran especial importancia.

A su vez, y como contrapartida a lo anterior, es necesario robustecer los mecanismos de control interno, junto con exigencias de rendición de cuentas. La doctrina de una banca central que rinde cuentas *ex post* sobre sus actuaciones —basadas en un conjunto de reglas fijadas con anterioridad— es especialmente importante en un contexto donde la estabilidad financiera toma creciente relevancia en la discusión sobre ciclo económico y política monetaria.

⁵¹ Este también es el caso, aunque por motivos diferentes, de países altamente dolarizados, donde la política cambiaria normalmente se maneja para evitar problemas de estabilidad financiera derivados de la dolarización (Bennett, Borensztein y Baliño 1999).

4. Conclusiones

Las complejidades macroeconómicas contemporáneas exigen respuestas flexibles. En la actualidad, el debate principal en la banca central dice relación con la profundización de los objetivos de estabilidad financiera, sin desviarse de los objetivos de inflación que han dominado su quehacer por décadas. La autonomía de los bancos centrales se ha consolidado en el mundo en virtud de sus resultados exitosos en el control de la inflación, y los desafíos financieros que se presentan exigen visitar la gobernanza y adecuar la institucionalidad para asegurar que su diseño sea adecuado.

La principal virtud de los bancos centrales autónomos es que son capaces de manejar las tensiones entre los efectos de corto y largo plazo de la política monetaria y financiera de forma más eficaz que las instituciones políticas. Esta autonomía permite construir de mejor manera credibilidad y, como tal, lograr los objetivos inflacionarios con menor volatilidad en la actividad económica y con mayor estabilidad en los mercados financieros. Es la credibilidad en el cumplimiento de los objetivos lo que explica el éxito de los bancos centrales autónomos.

Tal credibilidad se construye en base a una buena gestión y a una gobernanza adecuada, fundada en ciertos principios esenciales. Destacan en ello objetivos claros y precisos, acompañados de funciones y poderes legales bien definidos para su cumplimiento. También resulta relevante la prohibición de que el banco central financie al gobierno y que se involucre, *de facto*, en el quehacer de la política fiscal. Finalmente, las mejores prácticas internacionales muestran que tal credibilidad descansa en la autonomía efectiva de los miembros del directorio, y en un proceso de rendición de cuentas transparente y bien definido.

Bibliografía

- Albagli, E., Ceballos, L., Claro, S. y Romero, D. 2019. Channels of US Monetary Policy Spillovers to International Bond Markets. *Journal of Financial Economics* 134(2), 447-473.
- Albagli, E., Ceballos, L., Claro, S. y Romero, D. 2022. UIP: Insights from Event Studies. Manuscrito.
- Araya, J.P. y Lyon, F. 2021a. Acusación constitucional y su aplicación para la remoción de autoridades de bancos centrales: análisis nacional y comparado. *Actualidad Jurídica* 43, 45-72.

- Araya, J.P. y Lyon, F. 2021b. Análisis del mandato del Banco Central a la luz de su evolución histórica y la experiencia comparada. *Revista de Derecho Económico* 78(2), 1-36.
- Archer, D. y Moser-Boehm, P. 2013. Central Bank Finances, BIS Papers 71.
- Balls, E., Howat, J. y Stansbury, A. 2018. Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, what should a Model Central Bank Look Like? M-RCBG Working Paper Series 87.
- Banco Central de Chile 2020. Política Financiera del Banco Central de Chile. Disponible en: <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/politica-financiera> [6 de julio 2022].
- Barro, R. y Gordon, D. 1983. A Positive Theory of Monetary Policy in a Nature-Rate Model. *Journal of Political Economy* 91(4), 589-610.
- Bennett, A., Borensztein, E. y Baliño, T. 1999. Monetary Policy in Dollarized Economies. IMF Occasional Paper 1999/003.
- Bernanke, B. 2004. The Great Moderation. Remarks by Governor Ben S. Bernanke. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> [7 de julio 2022].
- Bernanke, B. 2015. The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath. New York: W.W. Norton and Company.
- BIS 2009. El buen gobierno en los bancos centrales. Bank for International Settlements, Informe elaborado por el Central Bank Governance Group. Disponible en: https://www.bis.org/publ/othp04_es.pdf [7 de Julio 2022].
- Bossu, W. y Rossi, A. 2019. The Role of Board Oversight in Central Bank Governance: Key Legal Design Issues. IMF Working Paper 19/293.
- Bossu, W. y Weenink, H. 2021. Central Bank Exceptional Measures in the COVID-19 Crisis. Special Series on Central Bank Law Design Issues to Respond to COVID-19. IMF Legal. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/covid19-special-notes> [7 de julio 2022].
- Bossu, W., Itatani, M., Margulis, C., Rossi, A., Weenink, H. y Yoshinaga, A. 2020. Legal Aspects of Central Bank Digital Currency: Central Bank and Monetary Law Considerations. IMF Working Paper 20/254.
- Bunea, D., Karakitsos, P., Merriman, N. y Studener, W. 2016. Profit Distribution and Loss Coverage Rules for Central Banks. ECB Occasional Paper 169.
- Carriere-Swallow, Y. y Claro, S. 2013. *Cueste lo que cueste: la batalla por salvar el Euro y Europa*. Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Cifuentes, R., Claro, S. y Jara, A. 2017. Macroeconomic and Financial Volatility and Macroprudential Policies in Chile (87-98). En *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies*. BIS Papers 94, Bank for International Settlements.
- Claro, S. y Gredig, F. 2010. *La pregunta de la reina: lecciones de la primera crisis económica del siglo XXI*. Prentice Hall: Pearson.
- Claro, S. y Moreno, C. 2015. Long Term Rates and the Term Premium: Evidence from Chile (97-112). En *What Do New Forms of Finance Mean for EM Central Banks?* BIS Papers 83, Bank for International Settlements.
- Claro, S. y Soto, C. 2012. Macro policies and Public Debt in Chile (103-112). En *Fiscal Policy, Public Debt and Monetary Policy in Emerging Market Economies*. BIS Papers 67, Bank for International Settlements.
- Claro, S. y Valdés, R. 2020. Banco Central de Chile (87-103). En *Aspectos económicos de la Constitución: alternativas y propuestas para Chile*. Santiago: Fondo de Cultura Económica.

- Cochrane, J. 2020. Challenges for Central Banks. Comments at the ECB Conference on Monetary Policy: Bridging Science and Practice. October 20.
- Cochrane, J. 2022. The End of Economic Illusion. *Project Syndicate*, April 15. Disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-puts-end-to-demand-stimulus-bailouts-climate-activism-by-john-h-cochrane-2022-04#:~:text=Coming%20after%20a%20year%20of,now%20be%20put%20behind%20us> [7 de julio 2022].
- Crowe, C. y Meade, E.E. 2008. Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. IMF Working Paper 08/119.
- Chung, H., Gagnon, E., Nakata, T., Paustian, M., Schlusche, B., Trevino, J., Vilan, D. y Zheng, W. 2019. Monetary Policy Options at the Effective Lower Bound: Assessing the Federal Reserve's Current Policy Toolkit. Finance and Economics Discussion Series 2019-2003. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Dall'Orto Mas, R. Vonessen, B., Fehlker, C. y Arnold, K. 2020. The Case for Central Bank Independence, A Review of Key Issues in the International Debate. European Central Bank, Occasional Paper Series 248.
- Dincer, N. y Eichengreen, B. 2014. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking* 10, 189-259.
- Filardo, A. y Rungcharoenkitkul, P. 2016. A Quantitative Case for Leaning against the Wind. BIS Working Papers 594.
- Fischer, S. 2017. The Independent Bank of England—20 Years On. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r171012d.htm> [7 de julio 2022].
- Flug, K., Calvo, G., Geraats, P., Kohn, D. y Mendoza, E. 2019. Independent Evaluation of the Monetary Policy and Financial Stability Policy of the Central Bank of Chile. Santiago: Banco Central de Chile.
- Fondo Monetario Internacional 2015. Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries. Staff Report, October. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Evolving-Monetary-Policy-Frameworks-in-Low-Income-and-Other-Developing-Countries-Background-PP5001> [7 de julio 2022].
- Fondo Monetario Internacional 2021. Shifting Gears: Monetary Policy Spillovers during the Recovery from COVID-19. World Economic Outlook. Managing Divergent Recoveries, April. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021> [7 de julio 2022].
- Fondo Monetario Internacional 2022. World Economic Outlook. War Sets Back the Global Recovery, April. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> [7 de julio 2022].
- Fouad, J., Mona, E., Talla, H. y Emam, A. 2019. A New Insight into the Measurement of Central Bank Independence. *Journal of Central Banking Theory and Practice* 1, 67-96.
- Garriga, A.C. 2016. Central Bank Independence in the World: A New Dataset. *International Interactions* 42(5), 849-868.
- Goodfriend, M. 2011. Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice. *Journal of Monetary Economics* 58(1), 1-12.
- Goodhart, C. y Lastra, R. 2018. Populism and Central Bank Independence. *Open Economies Review* 29, 49-68.
- James, H. 2012. *Making the European Monetary Union*. Cambridge, MA: Belknap, Harvard University Press.

- Kehoe, T. y Nicolini, J.P. 2022. *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis, MN: University of Minnesota Press.
- Klüh, U. y Stella, P. 2008. Central Bank Financial Strength and Policy Performance: An Econometric Evaluation. IMF Working Paper 08/176.
- Kydland, F. y Prescott, E. 1977. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85(3), 473-492.
- Lane, T. 2016. Monetary Policy and Financial Stability: Looking for the Right Tools. Discurso de vicepresidente del Banco de Canadá en el HEC. Montreal, 8 de febrero.
- Lybek, T. 2005. Central Bank Autonomy, Accountability, and Governance: Conceptual Framework (133-157). En *Current Developments in Monetary and Financial Law* 4. Disponible en: <https://www.elibrary.imf.org/view/book/781589065079/9781589065079.xml> [7 de julio 2022].
- Marcel, M. 2020. Reforma Constitucional que autoriza al BCCh para adquirir en mercado secundario bonos emitidos por el Fisco. Presentación ante la H. Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado, 3 de julio. Disponible en: <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/buscador?categoria=Prensa/Presentaciones> [7 de julio 2022].
- Mersch, Y. 2020. Asset Price Inflation and Monetary Policy. Keynote Speech at the Celebration of INVESTAS' 60th Anniversary, Luxembourg. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r200128c.htm> [7 de julio 2022].
- Obstfeld, M. 2015. Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalization. BIS Working Paper 480.
- Park, S.G. 2015. Central Banks' Quasi-Fiscal Policies and Inflation. *International Journal of Central Banking* 39, 199-236.
- Pérez, F., Quispe, Z. y Rodríguez, D. 2016. El proceso de institucionalización de la autonomía del Banco Central de Reserva de Perú (37-60). En Yamada, G. y Winkelried, D. (eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Reichlin, L. y Baldwin, R. 2013. Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis. London: Centre for Economic Policy Research. Disponible en: [https://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting\(2\).pdf](https://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting(2).pdf) [7 de julio 2022].
- Rogoff, K. 2021. Risks to Central-Bank Independence (27-54). En Pastén, E. y Reis, R. (eds.), *Independence, Credibility and Communication of Central Banking*. Santiago: Banco Central de Chile.
- Sims, C.A. 1994. A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy. *Economic Theory* 4(3), 381-399.
- Sims, C.A. 2003. Fiscal Aspects of Central Bank Independence. CESifo Working Paper 547. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=282309 [7 de julio 2022].
- Summers, L. 2022. The Fed is Charting a Course to Stagflation and Recession. *The Washington Post*, March 15. Disponible en: <https://www.washingtonpost.com/opinions/2022/03/15/fed-powell-fight-inflation-interest-rate-hike/> [7 de julio 2022].
- Volcker, P., Greenspan, A., Bernanke, B. y Yellen, J. 2019. America Needs an Independent Fed. *Wall Street Journal*, August 5. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/america-needs-an-independent-fed-11565045308> [7 de julio 2022].
- Yared, P. 2019. Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend. *Journal of Economic Perspectives* 33(2), 115-140. *EP*