

## Recuadro I: Credibilidad e Independencia del Banco Central

### Introducción

La irrupción de la pandemia del coronavirus, además de los altos costos humanos, ha provocado un daño severo a la economía, generando un inmenso costo fiscal, tanto por los recursos adicionales destinados a apoyar a los sectores más afectados, como así también por la importante pérdida de ingresos derivada del deterioro de la actividad económica y la demanda. En este escenario, han surgido planteamientos relacionados al financiamiento de los bancos centrales al fisco, lo cual merece especial atención por los riesgos que pueden derivarse de este tipo de propuestas, sobre todo para países cuyas monedas no son de reserva internacional, como es el caso de Paraguay.

Existe un amplio consenso de que el éxito de la política monetaria depende crucialmente de la credibilidad del banco central. En el esquema de metas de inflación, la credibilidad es un pilar fundamental para anclar las expectativas de inflación a la meta establecida por la autoridad monetaria. Difícilmente, un banco central con una historia de tasas elevadas de inflación (y alta volatilidad) logrará guiar las expectativas de los agentes económicos hacia el objetivo inflacionario. De acuerdo con Blinder (1999), un banco central es creíble si la gente cree que cumplirá con su compromiso.

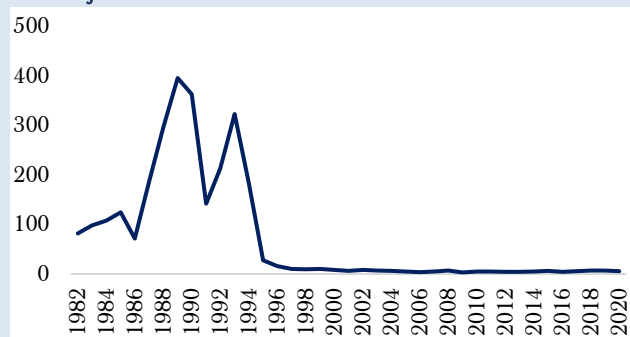
La credibilidad está estrechamente ligada a la independencia del banco central, la cual implica una separación clara entre la política monetaria y la política fiscal, con el fin de aislar al banco central de las interferencias de los gobiernos para propósitos políticos de corto plazo (financiamiento del gasto público o para estimular la actividad económica). Los bancos centrales en América Latina han sido dotados de independencia legal desde finales de la década de 1980, bajo el entendimiento que es un mecanismo válido para minimizar el sesgo inflacionario de los gobiernos. Estas reformas legales, entre otros aspectos, se orientaron a establecer: i) un mandato claro y acotado para la política monetaria y, ii) una prohibición de la monetización del déficit fiscal.

### Independencia de bancos centrales

La independencia del banco central podría mejorar el desempeño económico de varias maneras. Por un lado, un banco central independiente, al estar blindado de las presiones políticas, puede comportarse de manera más predecible, con lo cual estaría promoviendo la estabilidad económica y reduciría las primas de riesgo en las tasas de interés. Así, en la medida en que la alta inflación tenga efectos adversos sobre la economía, ya sea creando distorsiones, fomentando las prácticas rentistas (*rent seeking activity*) o aumentando las primas de riesgo, cabría esperar, por tanto, que la independencia del banco central mejore el desempeño económico (Alesina y Summers 1993).

En América Latina, la conquista de la independencia de los bancos centrales no fue una tarea fácil o una cuestión fortuita. A principios de la década de 1930, para hacer frente al impacto económico de la Gran Depresión, se introdujeron algunas reformas institucionales de modo a permitir a los bancos centrales el financiamiento del gasto público a tasas de interés preferenciales. Como resultado, los activos de los bancos centrales se incrementaron significativamente, especialmente por los créditos al gobierno. Sin embargo, lo que iba a ser una medida temporal para apoyar la recuperación se convirtió en una medida permanente, debido a que no se revirtió la legislación monetaria introducida para afrontar la crisis inicial. De esta manera, los gobiernos siguieron financiándose con la emisión monetaria de los bancos centrales, para evadir el costo político de aumentar los impuestos o recortar el gasto público. Como resultado, América Latina atravesó por un largo periodo de inflación que se agudizó en la década de 1980, extendiéndose hasta mediados de la década siguiente. En este escenario de pérdida generalizada de los ingresos reales y el consecuente descontento social, los gobiernos no tuvieron otra opción que concederles la independencia a los bancos centrales con el objetivo de que los mismos puedan focalizarse en la lucha contra la inflación.

**Gráfico I**  
**Inflación en América Latina**  
Porcentaje



Fuente: FMI

De esta manera, a partir de finales de la década de 1980, la política monetaria en América Latina dio un giro importante. Distintos países de la región emprendieron reformas legales para otorgarle independencia a los bancos centrales. El objetivo principal fue restringir el financiamiento del déficit del sector público con emisión monetaria por parte de los bancos centrales, teniendo en cuenta que éste tipo de financiamiento había sido la raíz de las elevadas tasas de inflación. Estos cambios no fueron aislados, sino que fueron acompañados por esfuerzos para frenar el déficit del sector público, como así también, por políticas de liberalización gradual de las cuentas corrientes y de capital externas y el fortalecimiento de los sistemas financieros. Gracias a estas reformas, la inflación se redujo significativamente en la mayoría de los países de la región.

Desde el punto de vista teórico, las reformas legales fueron motivadas por los primeros modelos de inconsistencia temporal de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983), que demostraron que los gobiernos que enfrentan un *trade-off* entre inflación y desempleo están tentados a elegir una tasa de inflación mayor a la óptima. A su vez, el trabajo de Rogoff (1985) demostró que este sesgo inflacionario se puede atenuar delegando la política monetaria a un banco central independiente y conservador.

Las modificaciones en el marco legal se basaron principalmente en cuatro pilares: i) definición de un mandato claro y acotado, ii) formulación de las políticas del banco central independiente del poder ejecutivo, iii) autonomía de la implementación de la política monetaria

y, iv) rendición de cuentas del banco central (Carrière-Swallow et. al, 2016). Con respecto al primer punto, la estabilidad de precios se convirtió en el objetivo principal de los bancos centrales. El nuevo marco normativo se orientó a focalizar los esfuerzos de los bancos centrales en la lucha contra la inflación, entendiéndose que era la manera más adecuada de fomentar el crecimiento económico y el bienestar social.

En la región, Chile fue el primero en cambiar la legislación del banco central en 1989. Luego siguieron el Salvador (1991); Argentina, Colombia, Ecuador, Nicaragua, y Venezuela en 1992; México y Perú en 1993; Bolivia, Costa Rica, Uruguay en 1995, entre otros.

En el caso de Paraguay, la legislación anterior, el Decreto-Ley N° 18/52 que “crea el Banco Central del Paraguay”, establecía, de forma general, que el Banco Central deberá “... prevenir todo exceso inflacionario o especulativo perjudicial a los intereses permanentes de la Nación” (Art. 4). Además, incluía la posibilidad de que la banca matriz conceda préstamos al Estado u otras instituciones de derecho público, contra pagarés o mediante la compra de bonos o certificados de Tesorería (Art. 101). Posteriormente, en el año 1992, la preservación de la estabilidad monetaria por parte del BCP adquirió rango constitucional. Paralelamente, en la Carta Magna se prohibió a la Banca Central acordar créditos, directa o indirectamente, para financiar el gasto público al margen del presupuesto, a excepción de los adelantos de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados para el año respectivo y, en caso de emergencia nacional, con resolución fundada del Poder Ejecutivo y acuerdo de la Cámara de Senadores (Art. 286). La nueva carta orgánica del BCP (Ley 489/95) se ciñó a lo establecido en la constitución nacional y, especificó que los adelantos de corto plazo no podrán superar el 10% de los ingresos tributarios presupuestados para el ejercicio correspondiente (Art. 58). Adicionalmente, en la nueva normativa se establecieron dos objetivos fundamentales para el BCP: preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Si bien la carta orgánica fue modificada y ampliada en 2018, los artículos referentes al objetivo de estabilidad de precios y financiamiento del gobierno no experimentaron cambios sustanciales con relación a la Ley 489/95.

Bajo este marco legal, el BCP ha logrado mantener la inflación baja, estable y predecible, gestionando la política monetaria de manera independiente. Inclusive, luego de la adopción del esquema de metas de inflación a partir del 2011, el nivel y la volatilidad de la inflación se han reducido, al tiempo que ha permitido un anclaje de las expectativas de los agentes económicos al objetivo inflacionario de mediano plazo.

Asimismo, en la región, los países que han concedido y respetado la independencia legal de los bancos centrales han logrado reducir significativamente los niveles de inflación. Los buenos resultados sugieren que la independencia ha sido clave para el logro de la estabilidad de precios. A diferencia de la mayoría de los países de la región, aquellos en los cuales los bancos centrales han perdido su independencia y han seguido monetizando el gasto público, todavía están lidiando con elevados niveles de inflación (incluso hiperinflación), un crecimiento económico particularmente magro y altos niveles de pobreza.

En el campo de los trabajos empíricos, el estudio de Alesina y Summers (1993) mostró que la independencia del banco central está asociada con una inflación más baja en promedio y con una menor volatilidad. En la misma línea, Jácome y Vázquez (2005), encontraron una relación negativa entre la independencia legal del banco central y la inflación para países de América Latina durante la década de 1990, controlando por la inflación internacional, crisis bancarias y el régimen cambiario. Esta conclusión fue robusta a la inclusión de un índice de reformas estructurales más amplias<sup>5</sup>, lo que sugiere que los hallazgos no han sido explicados por un sesgo de variable omitida. Además, han demostrado que las otras reformas estructurales tuvieron un efecto favorable sobre la inflación, lo que ilustra la complementariedad de las políticas económicas. Por su parte, Cukierman (2008), resumiendo los resultados de distintos trabajos empíricos sobre el tema, señaló que la evidencia es consistente con la conclusión de que la inflación y la independencia “real” están negativamente correlacionadas en países desarrollados como en las economías en desarrollo.

<sup>5</sup> El índice captura la evolución de las reformas económicas en varios sectores (mercado laboral, sector financiero, impuestos, comercio y privatizaciones).

### Financiamiento del fisco en la pandemia

La pandemia de COVID-19, además de las cuantiosas pérdidas humanas, ha dañado severamente a la economía global. En este contexto, los bancos centrales han desplegado una serie de medidas, convencionales y no convencionales, para apoyar la liquidez y contribuir a la recuperación de las economías. Asimismo, los gobiernos han implementado importantes paquetes de estímulos para mitigar el impacto sobre los hogares y las empresas que se han visto afectados por la propagación del virus y por las medidas sanitarias aplicadas para aplanar la curva de contagios. El alto costo fiscal que está implicando la pandemia y el agotamiento de los espacios fiscales ha vuelto a generar discusiones sobre la posibilidad de que el banco central financie directamente el gasto público con el objetivo de estimular la demanda. Las propuestas actuales fundamentalmente hacen referencia a países desarrollados y si bien, no existe consenso sobre el tema, si la crisis económica se profundiza o perdura por un mayor lapso de tiempo, podría ir tomando mayor fuerza en el debate.

Básicamente, la denominada “Teoría Monetaria Moderna” sostiene que aquellos países que emiten deuda en su moneda podrían evitar el *default*, debido a que pueden imprimir dinero y pagar la deuda. Otra idea detrás de esta teoría es que los gobiernos pueden financiar el gasto público emitiendo dinero y, en la medida que el producto se encuentre por debajo del potencial, esta política no generará incrementos en la tasa de inflación.

En América Latina, los márgenes de maniobra de las políticas fiscal y monetaria también se han acortado significativamente con la pandemia. En este contexto, una profundización de la crisis económica puede abrir paso a propuestas similares desde el ámbito político. Las proposiciones de la “Teoría Monetaria Moderna” difícilmente aplicarían a países de América Latina. Como documentan Esquivel et. al (2020), a principios de la década de 1970, Chile y Argentina tenían un bajo nivel de deuda y denominada principalmente en moneda local. Ambos países tuvieron déficits significativos por dos años seguidos, financiándolos con emisión monetaria.

Ninguno de los gobiernos dejó de pagar su deuda, sin embargo, la inflación en Chile superó 700% en 1973 y en Argentina se situó por encima de 500% en 1975. En ambos países, el producto y el empleo experimentaron caídas severas, lo que demuestra que el “pleno empleo” no es una condición necesaria para que la inflación se dispare.

Además, los países de la región en general, y Paraguay en particular, no emiten monedas de reserva internacional, a diferencia de las economías avanzadas (Estados Unidos, Europa, Japón, etc.). Los países avanzados, dado que pueden distribuir el impuesto inflación alrededor del mundo, tienen cierto margen para la emisión monetaria, como así también para mantener mayores niveles de endeudamiento.

Por otra parte, la monetización del déficit socavaría la independencia de los bancos centrales, la cual ha sido un pilar fundamental en la lucha contra la inflación en los últimos 25 años. La pérdida de independencia, a su vez, puede minar la credibilidad del banco central, afectando negativamente las expectativas de inflación. En este contexto, las presiones sobre el tipo de cambio podrían acentuarse, por la mayor demanda de activos en moneda extranjera que podría eventualmente ocurrir. Asimismo, las tasas de interés del sistema financiero podrían incorporar una mayor prima por riesgo inflacionario. Finalmente, en este escenario, la percepción de riesgo de los inversionistas se deterioraría, impactando negativamente en la calificación crediticia, en el costo de financiamiento del sector público y privado y en la atracción de la inversión extranjera.

A todas luces, una propuesta de este tipo es arriesgada, aun cuando se establezcan pautas de salida claras o se estipule específicamente el carácter temporal de la medida. Una vez que se cruza la frontera que divide a la política monetaria de la política fiscal, en el futuro será complejo definir y establecer nuevamente un límite entre estas políticas. El ejemplo de lo ocurrido luego de la Gran Depresión de la década de 1930, aunque distante, es ilustrativo de lo complicado que puede resultar a un gobierno asumir el costo político de aumentar impuestos o recortar el gasto público, con lo cual las presiones de

corto plazo para el financiamiento del fisco por parte del banco central pueden persistir en el tiempo, generando serios riesgos a la estabilidad de precios, con consecuencias severas sobre el desempeño económico y el bienestar de la población.

Actualmente, la inflación baja a nivel global genera la sensación de que el sesgo inflacionario tradicional no es una preocupación inmediata. Sin embargo, las acciones que amenazan la independencia de la política monetaria siguen siendo potencialmente peligrosas.

La experiencia pasada y presente de América Latina es bastante contundente con relación a los riesgos que se derivan de la pérdida de independencia de los bancos centrales. Esquivel et. al (2020), en su estudio sobre la historia monetaria y fiscal de 11 países de la región, señalan que 7 de ellos han aprendido la lección en el sentido de que han aplicado políticas fiscales conservadoras luego de la inestabilidad macroeconómica que atravesaron en el pasado. En contraste, como notan los autores, persisten países de la región cuyos resultados macroeconómicos son decepcionantes, derivados, entre otros factores, del deterioro de las cuentas fiscales y su monetización.

Paraguay, si bien no experimentó episodios inflacionarios extremos, los precios se incrementaron de manera importante entre 1983 y 1990, cuando la inflación promedio fue 26,6%, y alcanzó un máximo de 44%<sup>6</sup> en 1990. En este periodo, previo al marco legal vigente, una serie de shocks agravaron la situación fiscal, por lo que el banco central financió el déficit emitiendo dinero y, las reservas internacionales fueron utilizadas para el pago de la deuda pública. La combinación de una expansión monetaria y caída de las reservas internacionales rápidamente presionaron al tipo de cambio. No obstante, la baja inflación de Paraguay -en relación con sus pares de la región-, se debió en parte, al bajo nivel de déficit fiscal. Un desequilibrio más profundo de las cuentas fiscales y, en consecuencia, una mayor monetización del déficit, podría haber generado peores resultados para la economía paraguaya. Como lo destaca Neumeyer, en sus comentarios sobre la “Historia monetaria y Fiscal de

<sup>6</sup> Este aumento se explicó también por el incremento de los precios de los servicios públicos y la eliminación de los controles de precios.

Paraguay 1960-2017”, un aspecto notable de la historia monetaria paraguaya es la voluntad política para mantener la inflación baja.

### Comentarios Finales

En los últimos 60 años, la inflación de Paraguay se ha mantenido baja en relación a las tasas observadas en otros países de la región. Esta historia de estabilidad monetaria, en gran medida, ha sido el resultado de la gestión prudente de la política monetaria, sustentada en el respeto a la institucionalidad del BCP.

En contextos de crisis económicas como la actual, preservar la independencia del banco central puede resultar desafiante, teniendo en cuenta que, en este tipo de escenarios, las cuentas fiscales se deterioran y las necesidades de apoyo a la economía son cuantiosas, abriendo el camino a propuestas que potencialmente podrían representar una amenaza a la institucionalidad del banco central y, por lo tanto, a la mantención de la estabilidad monetaria alcanzada.

La evidencia empírica presentada en el presente recuadro respalda la importancia crucial que tiene la independencia (real) del banco central para garantizar el control de la inflación y, con ello, sentar las bases para un buen desempeño macroeconómico, lo cual, en última instancia se traduce en un mayor bienestar de la población y, en especial, de aquellos estratos con menores ingresos.

La compleja coyuntura económica, bajo ningún sentido, debe ser motivo para impulsar acciones que atenten contra las fortalezas macroeconómicas que se han construido en las últimas décadas y, que han posicionado al Paraguay entre los países de mayor crecimiento y menor inflación de la región de los últimos años. La estabilidad macroeconómica, además, es el punto de partida de las reformas estructurales de segunda generación, las cuales conjuntamente con la estabilidad monetaria, promoverán un mayor crecimiento de mediano plazo y un mayor desarrollo económico.

### Referencias

- Alesina, A, and L. Summers (1993), “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2): 151-62.
- Barro, R, and D Gordon (1983), “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics* 12(1): 101–21.
- Blinder, A. (1999), “Central Bank Credibility: why do we care? How do we build it”, National Bureau of Economic Research.
- Carrière-Swallow, L. Jácome, Nicolás Magud and Alejandro Werner (2016), “Central Banking in Latin America: The way forward”, Working paper 16/197, International Monetary Fund.
- Cukierman, A (2008), “Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future”, *European Journal of Political Economy* 24(4): 722-36.
- Esquivel E., T. Kehoe and Juan Pablo Nicolini (2020), “Lessons from the Monetary and Fiscal History of Latin America”. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Jácome L. and F. Vázquez (2005), “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, Working paper 05/75. International Monetary Fund.
- Kydland, F., and E. Prescott (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473–491.
- Neumeier A. Comments on "The Monetary and Fiscal History of Paraguay 1960:2017" by Javier Charotti, Carlos Fernández Valdovinos, and Felipe Gonzalez Soley in Monetary and Fiscal History of Latin America. Paper, Project.
- Rogoff, K. (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target,” *Quarterly Journal of Economics* (November), pp. 1169–90.