

EN DEFENSA DE LA INDEPENDENCIA DE LA BANCA CENTRAL FRENTE A SUS ENTUSIASTAS

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. José Manuel González-Páramo*

GRIETAS EN EL CONSENSO SOBRE LA INDEPENDENCIA DE LA BANCA CENTRAL

Desde la creación del primer banco central, el precursor del Riksbank de Suecia, en 1668, los bancos centrales generalmente han gozado de un cierto halo de prestigio. Una reputación en ocasiones exagerada, como se refleja en la famosa *boutade* atribuida al histriónico humorista y candidato fallido a la presidencia de los EE.UU. en 1928, Will Rogers, para quien «tres han sido los mayores inventos desde el principio de los tiempos: el fuego, la rueda, y la banca central»¹. Su naturaleza tecnocrática, alejada del día a día de la política, y su papel al servicio de la estabilidad económica, no son ajenos a esta imagen. Aunque no faltan ejemplos históricos de errores, o de conspicuos críticos de estas instituciones, como Milton Friedman, quien dudaba de que fueran necesarias², su asentamiento ha progresado imparable durante el último siglo.

Tras la II Guerra Mundial, los bancos centrales, en muchos países se nacionalizan progresivamente, a fin de constituirse en un instrumento coherente de la política macroeconómica del gobierno, y, a partir de fines de los 80, comienzan a adquirir estatuto de independencia de manera muy genera-

* Sesión del día 13 de junio de 2023.

¹ SAMUELSON, P. A., y NORDHAUS, W. D., (1992) New York, NY: McGraw-Hill, p. 524.

² FRIEDMAN, M., (1994) «Do we need central banks?», *Hong Kong Monetary Authority*, Octubre (<https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/215005/full>).

lizada. Nótese que antes de 1980 solo cinco bancos centrales tenían un grado notable de independencia de sus gobiernos: el Bundesbank, el Banco Nacional de Suiza, los bancos centrales de Austria y Dinamarca, y la Reserva Federal norteamericana.

El período dorado de la banca central independiente se extiende durante las dos décadas que terminan en 2008. La eclosión que experimenta en todo el globo puede entenderse como el corolario de dos de los consensos macroeconómicos que se fueron fraguando desde fines de los años 60, a saber: 1) No existe una compensación o *trade off* a largo plazo entre inflación y desempleo; y, 2) Tratar de reducir el paro por debajo de su tasa natural, como tiende a ser propio de los periodos previos a elecciones, crea un sesgo inflacionario y volatilidad macroeconómica, lo que deteriora el bienestar social y resta credibilidad a la política monetaria. Se trata del problema de la consistencia temporal, al que me referiré más adelante. Este es el fundamento económico que respalda la independencia de los bancos centrales, entendida como el mecanismo institucional más adecuado para asegurar la estabilidad de precios. Según el nuevo consenso, asignar al banco central la decisión independiente sobre el uso de los instrumentos de política monetaria con un mandato de estabilidad de precios mejora la efectividad de la política monetaria y reduce la volatilidad de la inflación.

Y así nos encontramos con que la independencia de los bancos centrales, activamente impulsada por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional³ e iniciativas de integración económica, como la Unión Monetaria Europea, se universaliza y asienta como un pilar de la llamada Gran Moderación, período de tres décadas caracterizado por una inflación moderada, dinamismo económico y baja volatilidad macroeconómica. Pese a que los buenos resultados de esta etapa contaron con los vientos a favor de los avances de la globalización y de las tecnologías de la información y las comunicaciones, y alguna medida de buena suerte⁴, nadie discute la relevancia del papel de los bancos centrales en este largo periodo de prosperidad y estabilidad económica⁵.

Y cuando muchos economistas creían haber encontrado el secreto de la estabilidad perpetua, en un sentimiento arrogante que encuentra su paralelo

³ PISTORESI, B.; CAVICCHIOLI, M., y BREVINI, G., (2017) «Central Bank Independence, financial instability and politics: New evidence for OECD and non-OECD countries», *International Journal of Economics and Finance*, 9 (7): pp. 179-188 (https://www.researchgate.net/publication/317874763_Central_Bank_Independence_Financial_Instability_and_Politics_New_Evidence_for_OECD_and_Non-OECD_Countries).

⁴ MILES, D.; PANIZZA, H.; REIS, R., y UBIDE, A., (2017) «And Yet It Moves: Inflation and the Great Recession», *Geneva Reports on the World Economy*, 19, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/geneva-19-and-yet-it-moves-inflation-and-great-recession>).

⁵ CLARIDA, R.; GALI, J., y GERTLER, M., (2000) «Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory», *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 1, pp. 147-180 (<https://www.jstor.org/stable/2586937>).

en el «fin de la historia» de Fukuyama⁶, llega la Crisis Financiera Global de 2008, con su estela de profunda recesión y colapso financiero. ¿Fue la Gran Moderación en realidad una Gran Ilusión, que ponía en cuestión el papel y la independencia de los bancos centrales?, cabe preguntarse. Quizás no sorprenda que políticos como Recep Tayyip Erdogan, Donald Trump o Liz Truss hayan intentado interferir con la autonomía de los bancos centrales. Pero cuando se escucha a reputados economistas como Charles Goodhart, Willem Buiter o Guy Debelle afirmar de la independencia que «fue buena mientras duró» (Goodhart), «es producto de su época» (Buiter) y «es improbable que sobreviva durante mucho más tiempo» (Debelle)⁷, parece oportuna una reflexión más profunda. Aunque ninguno de ellos propone reintegrar el banco central en el Tesoro público, estas provocativas sentencias reflejan un descontento tanto con el papel de los bancos centrales en los años previos a la crisis, como con algunas de sus intervenciones para hacerle frente y las ampliaciones posteriores en sus mandatos.

Puede sorprender que las críticas a la independencia, antes casi sacrosanta, se produzcan cuando es ampliamente reconocido que los bancos centrales «salvaron al mundo» de repetir la Gran Depresión de los años 30. La intervención individual, y en ocasiones coordinada, del Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo, entre otros, fue denominada como *the only game in town*, esto es, la única opción disponible. Con el tiempo fueron adquiriendo nuevas responsabilidades, como la supervisión financiera, más cercana a la esfera política, o acometiendo una expansión de sus balances que ha tenido efectos distributivos no menores, o involucrándose otros cometidos, como acelerar la transición energética. Y, pese a que la gran mayoría de los gobernadores de los bancos centrales, un 62% de los encuestados por Blinder y otros⁸, no aprecia amenaza alguna para la independencia en el futuro, esta opinión es muy minoritaria entre los economistas académicos, un 13%, en un contexto en el que las críticas han aumentado, particularmente en los países más afectados por la crisis. El agudo episodio inflacionario iniciado en la primavera de 2021 y que nos acompañará, más moderado, hasta 2025 probablemente, no ha hecho sino alentar las críticas a la capacidad de los bancos centrales para hacer frente a su mandato primordial⁹.

Desde la convicción de que es de interés público proteger la independencia de la banca central de sus entusiastas, resulta necesario reexaminar las

⁶ FUKUYAMA, F., (1992) *The end of history and the last man*, Free Press, New York.

⁷ Frases incluidas en la grabación de la Conferencia del Banco de Inglaterra sobre independencia de los bancos centrales (<https://www.bankofengland.co.uk/events/2017/september/20-years-on>).

⁸ BLINDER, A.; EHLMANN, M.; DE HAAN, J., y JANSEN, D. J., (2017) «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», *Economic Policy*, Volume 32, Issue 92, October 2017, pp. 707-755 (<https://academic.oup.com/economicpolicy/article/32/92/707/4459560>).

⁹ BUTER, W., (2023) «The widespread failure of central banks to control inflation», vol. 43, núm. 1, pp. 2-31 (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ecaf.12555>).

bases intelectuales de la independencia, más allá de la pura argumentación económica, que a grandes rasgos preserva hoy su validez. Porque la independencia tiene una base económica tan sólida como frágil es su base política, por pura construcción, pues la banca central es un poder no elegido, y la legitimidad del ejercicio de su poder debe asentarse en principios y prácticas distintos de la elección democrática. Y entre la economía y la política, la economía política de la banca central nos ayuda a entender la evolución del grado y la forma específica de la independencia como resultado de condicionantes políticos y económicos, tanto internos como externos. Dedicaré el resto del ensayo a examinar estas cuestiones, para poner en contexto las amenazas económicas y no económicas a la independencia y discutir sus posibles mitigantes. Calibrar bien estos retos es un prerrequisito para preservar el valor de esta institución, que según Kenneth Rogoff, es quizás la más importante y efectiva innovación institucional de nuestro tiempo en política macroeconómica¹⁰.

UN POCO DE ECONOMÍA POLÍTICA

Comencemos el análisis con una pregunta cuya respuesta no es trivial: ¿Por qué querría el poder político atarse de manos concediendo independencia al banco central? Ello solo sería políticamente racional si el gobierno llegase a la conclusión de que los votantes y los mercados tienen la expectativa de que, pese a sus sinceras promesas, el ejecutivo utilizará la palanca monetaria para fines distintos o no relacionados con la estabilidad de precios. Por ejemplo, para favorecer a grupos de interés cercanos o sectores concretos con financiación en condiciones privilegiadas. O para procurarse a sí mismo una financiación del déficit menos onerosa con tipos de interés bajos y colocación de deuda en el banco central. O también para alegrar la economía con estímulos monetarios a corto plazo, especialmente en la proximidad de elecciones. A resultas de todo ello, los objetivos anunciados de estabilidad de precios de un gobierno que ejerce discrecionalidad sobre la política monetaria no son creíbles para la población y para los agentes financieros. Surge así un sesgo inflacionario y una prima de riesgo de inflación que los mercados descuentan y los ciudadanos, votantes al cabo, deploran. A este fenómeno de falta de credibilidad *ex ante* de los anuncios de política, y que determinan su fracaso *ex post*, se le llama «problema de inconsistencia temporal», analizado formalmente por vez primera por Kydland y Prescott¹¹.

¹⁰ ROGOFF, K., (2019) «Is this the beginning of the end of Central Bank Independence», Group of Thirty, Occasional Paper, núm. 95, Washington, Mayo (https://group30.org/images/uploads/publications/G30_CentralBankIndependence.pdf).

¹¹ KYDLAND, F. E., y PRESCOTT, E. C., (1977) «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-492 (<https://www.jstor.org/stable/1830193>).

Existen varias soluciones institucionales que la teoría monetaria ha dado a este problema. Una de ellas es la llamada «regla monetaria» de Milton Friedman¹², una regla no contingente de crecimiento de la masa monetaria capaz de acomodar el crecimiento estacionario de la producción nominal. Tal regla, que elimina la discrecionalidad de la política monetaria, puede aprobarse por ley y no necesita siquiera de un banco central, independiente o no. «Podríamos reemplazar a la Reserva Federal por un ordenador, que calcularía mes a mes cuánto dinero debe imprimirse»¹³. Ni que decir tiene que semejante regla puede tener costes importantes ante cambios en la velocidad de circulación del dinero, trasvases entre distintos agregados monetarios, falta de flexibilidad ante *shocks* económicos importantes o falta de credibilidad de la adhesión a la propia regla. No hay hoy bancos centrales que sigan reglas monetarias.

Otra posibilidad, abierta a un banco central no independiente del gobierno, se basa en la reputación¹⁴. A través de su comunicación pública (conferencias, informes sobre inflación, etcétera) y sus acciones, un banco central puede revelar información y construir una reputación antiinflacionista. Un buen ejemplo es el Banco de Inglaterra antes de 1996, año en el que adquirió su independencia. La solución de la reputación requiere una cierta delegación informal de autoridad, es frágil ante posibles asaltos del gobierno y no está al alcance de los bancos centrales que tienen inicialmente baja credibilidad.

Una tercera solución al problema de la consistencia temporal es la firma de un contrato entre el gobierno y el banco central¹⁵. El contrato especificaría el objetivo de inflación y una estructura de incentivos pecuniarios y penalizaciones, delegándose a este fin completa discrecionalidad de decisiones al banco central. Nótese que el contrato óptimo resuelve el problema si suponemos que el gobierno tiene credibilidad para cumplir el contrato cuando la inflación excede el objetivo. En la práctica, sólo Nueva Zelanda ha llegado a aplicar esta fórmula, con penalizaciones que pueden llegar al despido del gobernador.

En un influyente artículo, Rogoff¹⁶ propuso la fórmula alternativa de designar a un gobernador con preferencias conservadoras sobre inflación, dándole libertad completa para instrumentar las medidas necesarias para alcanzar

¹² FRIEDMAN, M., (1959) *A program for monetary stability*, Fordham University Press, New York.

¹³ FRIEDMAN, M., (1994) *op. cit.*

¹⁴ BRIAULT, C.; HALDANE, A., y KING, M., (1996) «Central bank independence and accountability: Theory and evidence», *Bank of England Quarterly Bulletin*, Febrero, pp. 63-68 (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1996/central-bank-independence-and-accountability-theory-and-evidence.pdf>).

¹⁵ WALSH, C., (1995) «Optimal contracts for central bankers», *American Economic Review*, 85, pp. 150-167 (<https://www.jstor.org/stable/2118001>).

¹⁶ ROGOFF, K., (1985) «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1169-1189 (<https://www.jstor.org/stable/1885679>).

su objetivo. Se trata de una plena independencia *de facto* de banco central sin la correspondiente rendición de cuentas. Hay pocos ejemplos que encajen en el modelo, con la posible excepción del Bundesbank antes de 1998.

Frente a todas estas opciones, el consenso internacional que se consolida desde fines de los años 80 consta de los siguientes elementos: 1.º) Un mandato de estabilidad de precios, que en ocasiones se delega en sus detalles al banco central independiente, como es el caso del BCE; 2.º) Independencia reforzada del banco central en las dimensiones operativa y funcional, personal, institucional y financiera; y, 3.º) Requisitos de transparencia amplia, necesaria para la rendición de cuentas y para una mayor eficacia de la política monetaria.

Así pues, la falta de credibilidad de los gobiernos para producir el bien público de la estabilidad de precios y la aversión de la sociedad a la inflación, que en los 70 y fines de los 80 alcanzó niveles muy elevados, explican la emergencia de la banca central independiente como solución institucional, pero no tanto la rapidez de su propagación por todo el globo. A esta extensión contribuyeron significativamente las demandas del sector financiero y de los banqueros centrales, los organismos internacionales y el grueso de la comunidad académica. Pero no jugaron un papel menor el deseo del poder político de atar de manos a la oposición, para impedir que en un futuro pudiera utilizar la palanca monetaria a su favor, y también la atractiva opción de convertir al banco central en un chivo expiatorio en situaciones de crisis.

INDEPENDENCIA *DE IURE* Y SUS EFECTOS: MEDIDA Y EVIDENCIA EMPÍRICA

El grado de independencia difiere notablemente entre países y ha variado a lo largo del tiempo. Con el fin de establecer comparaciones y analizar su evolución, así como de contrastar empíricamente los efectos de la independencia sobre la inflación y otras variables macroeconómicas, y analizar los determinantes del grado de independencia asignados a un determinado banco central, es necesario codificar y cuantificar de alguna forma las distintas dimensiones de la independencia en un índice. Generalmente, los índices disponibles se refieren a la independencia legal o *de iure*. Aunque la independencia *de facto* es la variable de interés, la medida *de iure* importa, primero, por ser un determinante de primer orden de la independencia efectiva, y segundo, por ser aquella la que refleja la concreta voluntad del legislador.

Los índices de independencia más completos y robustos son los elaborados por Grilli y otros¹⁷, Cukierman y otros¹⁸ y Romelli¹⁹. El índice de Romelli contempla seis dimensiones: 1) Provisiones sobre el nombramiento, mandato, cualificaciones y remoción del gobernador y los demás miembros del consejo del banco; 2) Responsabilidad de la política monetaria y resolución de conflictos con el gobierno; 3) Objetivos asignados al banco central; 4) Limitaciones para prestar al gobierno; 5) Independencia financiera; y 6) Obligaciones de información y transparencia. Estas dimensiones se subdividen en 42 subíndices, a los que se asignan en cada caso valores entre 0 (mínima independencia) y 1 (máxima independencia). Por ejemplo, si el gobernador es nombrado por el propio consejo del banco central la puntuación es 1, y 0 si es nombrado por el ministro de Hacienda. Si este nombramiento lo es por 8 o más años, la puntuación es 1, y 0 si el plazo es inferior a 4 años o si queda a discreción de quien nombra. En cuanto a objetivos, recibe mayor índice el banco que tiene como único objetivo la estabilidad de precios que aquel que tiene varios mandatos, entre los cuales puede surgir un conflicto. Máximas puntuaciones reciben la prohibición de prestar al gobierno, o la garantía de recapitalización automática del banco a petición de éste. Una vez computadas las seis dimensiones, éstas se agregan con iguales pesos en un solo índice. Otros indicadores ponderan más a las condiciones que afectan a los órganos de gobierno, o las condiciones de información y transparencia, lo cual siempre es objeto de controversia. En la práctica, las ponderaciones han mostrado ser poco relevantes, pues las distintas dimensiones del índice tienden a estar correlacionadas.

Del trabajo reciente de Romelli se infiere que, a nivel internacional, aumentó apreciablemente la independencia desde fines de los 80 y alcanzó su cénit a mediados de los 90, especialmente en las dimensiones de gobernanza del banco central, de objetivos de inflación y de transparencia y rendición de cuentas. Y por áreas geográficas, las economías occidentales desarrolladas se pusieron claramente a la cabeza, seguidas de cerca por las naciones del este de Asia y el Pacífico.

Una vez tenemos índices de independencia, estamos en condiciones de contrastar hasta qué punto este rasgo viene asociado a mejores resultados

¹⁷ GRILLI, V.; MASCIANDARO, D., y TABELLINI, G., (1991) «Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries», *Economic Policy*, 6, pp. 342-392 (https://www.researchgate.net/publication/243726953_Political_and_Monetary_Institutions_and_Public_Financial_Policies_in_the_Industrial_Countries).

¹⁸ CUKIERMAN, A.; WEBB, S. B., y NEYAPTI, B., (1992) «Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes», *The World Bank Review*, 6, pp. 353-398 (<http://documents.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/Measuring-the-independence-of-central-banks-and-its-effect-on-policy-outcomes>).

¹⁹ ROMELLI, D., (2022) «The political economy of reforms in Central Bank design: Evidence from a new dataset», *Economic Policy*, 37, pp. 641-688 (https://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2021/10/9104_Romelli.pdf).

macroeconómicos. La literatura empírica es abundantísima²⁰. La más reciente y mejor parte de ella, en el sentido de que cuida en detalle de problemas econométricos como la endogeneidad de los índices de independencia, el tamaño de las muestras, o la heterogeneidad espacial y temporal, permite concluir que: 1.º) La independencia de los bancos centrales, en países tanto desarrollados como en desarrollo, e incluso en países autocráticos, reduce significativamente la inflación; 2.º) Todas las dimensiones de la independencia contribuyen a este resultado; y, 3.º) Este efecto de reducción de inflación se modera en los años finales de la década de 2010, aunque se mantiene su significatividad²¹.

Cabe preguntarse si el control de la inflación ha tenido costes en términos de volatilidad del *output*. La evidencia disponible indica que estos costes pueden haber existido en algunos casos, aunque no hay una conexión significativa con el grado de independencia del banco central²². Y tampoco parecen identificarse costes para la estabilidad financiera, sino más bien al contrario: una mayor independencia tiende a asociarse a una reducción del riesgo sistémico, especialmente durante las crisis bancarias²³.

A tenor de la evidencia, parece que esta creación institucional ha sido un éxito resonante. Pero esta conclusión debe matizarse, al menos por dos motivos. Primero, porque una elevada independencia *de iure* podría enmascarar una menor independencia *de facto*. Y segundo, porque hay que explicar por qué unos países progresan más que otros en la concesión de independencia al banco central, cuando sus beneficios parecen tan evidentes.

²⁰ Véase, por ejemplo, DALL'ORTO, R.; VONESSEN, B.; FEHLKER, C., y ARNOLD, K., (2020) «The case for central bank independence», *Occasional Paper Series*, núm. 248, European Central Bank, Octubre (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op248~28bebb193a.en.pdf>).

²¹ MASCIANDARO, D., y ROMELLI, D., (2020) «Beyond the central bank independence veil: New evidence», *Working Paper Series*, N. 71, Università Bocconi, Enero (<https://repec.unibocconi.it/baffic/baf/papers/cbafwp1871.pdf>); y GARRIGA, A. C., y RODRÍGUEZ, C. M., (2020) «More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries», *Economic Modelling*, 85, Febrero, pp. 87-105 (<https://core.ac.uk/download/pdf/200759708.pdf>).

²² Véase CECCHETTI, S.; FLORES-LAGUNES, A., y KRAUSE, S., (2016) «Assessing the sources of changes in the volatility of real growth», *NBER Working Papers*, 11946, Enero (<http://www.nber.org/papers/w11946>); BOGARI, A., (2020) «Central bank independence, economic growth and inflation: Theories and empirical validations», *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, Vol.6, No. 1, pp. 11-21; y GARRIGA, A. C., (2016) «Central bank independence in the world. A new dataset», *International Interactions*, 42 (5): pp. 849-868 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2928897).

²³ Véase FRACCAROLI, N.; SOWERBUTTS, R., y WHITWORTH, A., (2020) «Does regulatory and supervisory independence affect financial stability?», *Bank of England Staff Working Paper* no. 893 (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2020/does-regulatory-and-supervisory-independence-affect-financial-stability.pdf>); y NGUYEN, D., y DHAN, T. T., (2022) «The relationship between central bank independence and systemic fragility: Global evidence», *Cogent Economics and Finance*, 10, pp. 2087290-208, Diciembre (<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2022.2087290>).

INDEPENDENCIA DE FACTO: LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA

Un banco central independiente resta poder al ejecutivo y suele dar noticias que a corto plazo lamentan los políticos, como las subidas de tipos antes de unas elecciones, o la declaración de insolvencia de una entidad bancaria, que puede requerir del uso de recursos públicos. La tentación de limitar la independencia siempre está ahí. La forma más directa de hacerlo es reducir el nivel de independencia *de iure*. Ello, sin embargo, puede tener costes políticos altos en democracias sólidas. Recuérdese el caso de Liz Truss, fugaz primera ministra británica, cuyo programa de gobierno de julio de 2022 incluía una revisión del estatuto de independencia del Banco de Inglaterra para incluir orientaciones por parte del gobierno en materia de tipos de interés, idea de la que hubo de retractarse en septiembre, como igualmente hizo su sucesor Rishi Sunak²⁴. Sí han prosperado otras iniciativas, como la del Banco de Reserva de Nueva Zelanda, impulsada por el partido populista Nueva Zelanda Primero, que incluye cambios como objetivos múltiples (incluido ¡frenar los costes de la vivienda!), limitaciones a las cualificaciones en los miembros del consejo (se excluyen perfiles académicos en el consejo por un supuesto ¡conflicto de intereses!) e inclusión de un representante del Tesoro en el consejo²⁵.

El caso de Turquía contiene los elementos de un asedio en toda línea. Desde 2016, el banco central ha tenido nada menos que seis gobernadores. El último nombramiento ha sido el de la gobernadora Erkan, el pasado 9 de junio. Nótese que hasta 2019 el mandato legal era de cinco años. En mayo de 2018 el presidente Erdogan declaró públicamente su voluntad de tomar responsabilidad en política monetaria. En julio de ese año, por decreto presidencial, se arrogó la competencia de designar personalmente al gobernador, los subgobernadores y los restantes miembros del Comité de Política Monetaria. En julio de 2019 despidió al gobernador por decreto y redujo del 20 al 10% la capacidad del banco central de reforzar sus reservas con cargo a beneficios. En agosto de 2019 fueron cesados el economista jefe y otros altos oficiales del banco. En 2020 de nuevo despidió al gobernador tras subir éste los tipos, y eliminó el requisito de diez años de experiencia profesional relevante para poder ser designado subgobernador. Y una vez más, en marzo de 2021, el go-

²⁴ GILES, C., (2022) «Liz Truss in collision course with Bank of England over boosting the economy», *Financial Times*, 7 septiembre (<https://www.ft.com/content/4bb51f0c-b6c2-4e2f-aac6-dec8c44af46f>), y PARKER, G., (2022) «Sunak backs down in battle with Bank of England over financial regulation», *Financial Times*, 23 noviembre (<https://www.ft.com/content/694797d1-dee8-4e8d-a788-b3ada405a550>).

²⁵ Véase WILKINSON, B., (2023) «Made by government: New Zealand's policy mess», The New Zealand Initiative, Marzo (<https://www.nzinitiative.org.nz/reports-and-media/reports/made-by-government-new-zealands-monetary-policy-mess/>), y BINDER, C., (2020) «*De facto* and *de iure* central bank independence», en Gnan y Masciandaro, D., (eds.): *Populism, economic policies, and central banking*, SUERF, The European Money and Finance Forum, Viena, pp. 129-136.

bernador fue despedido por subir los tipos de interés²⁶. No está de más notar que la inflación creció desde casi el 10% anual en septiembre de 2019, al 85% en octubre de 2022, situándose hoy en torno al 50%. Argentina y la India ofrecen también ejemplos recientes de grave erosión de la independencia²⁷.

Los casos citados no han sido la norma en los últimos años, de manera que los índices de independencia legal han variado poco desde niveles elevados. La independencia *de facto*, sin embargo, sí que ha sufrido una erosión. Por ejemplo, a través de la práctica de nombramientos para los puestos del consejo del banco, cada vez más poblados por personas que proceden directamente de la política, lo cual ha ocurrido en Turquía, pero también en otras naciones, incluidos algunos países avanzados, en los que no ha sido infrecuente el promoción directa al banco central de ex ministros de economía o finanzas. Por otra parte, tampoco es necesario un cambio legislativo para forzar, con la suficiente presión, la dimisión del gobernador. Esta circunstancia ha llevado a algunos autores a considerar la mayor frecuencia de los cambios de gobernador como *proxy* de una menor independencia *de facto*. Así, Cukierman²⁸ y otros, e Iksan y Konishi²⁹ hallan una relación estadísticamente significativa y positiva entre la frecuencia de los cambios de gobernador y la tasa de inflación, para cualquier nivel de independencia *de iure*. Estos resultados son corroborados por Cukierman y Webb³⁰ con un índice de vulnerabilidad política, entendida ésta como una alta probabilidad de una dimisión del gobernador antes de vencer su mandato, dentro de los seis primeros meses de un cambio del partido o la coalición política en el poder. En la misma línea, Vulletin y Zhu³¹ confirman que el reemplazo anticipado de un gobernador por otro políticamente cercano al gobierno tiene un impacto significativo sobre la tasa de inflación.

La independencia *de facto* puede sufrir también como consecuencia de las presiones y críticas políticas, en la medida en que afectan a la credibilidad del banco. Mediante métodos de análisis de lenguaje aplicados a las bases de datos trimestrales del periodo 2010 a 2018 del *Economist Intelligence Unit* y

²⁶ REUTERS (2021), «Factbox: Revolving door: Turkey's last four central bank chiefs», 8 octubre (<https://www.reuters.com/world/middle-east/revolving-door-turkeys-last-four-central-bank-chiefs-2021-10-08/>) y Reuters (2020), «Turkey revokes experience requirement for central bank deputy governor» (<https://www.reuters.com/article/us-turkey-cenbank-idCAKCN24D0DC>).

²⁷ DALL'ORTO, R., y OTROS (2020), *op. cit.*

²⁸ CUKIERMAN, A., y OTROS (1992), *op. cit.*

²⁹ IKSAN, M., y KONISHI, T., (2022) «Central bank independence and policy outcomes: A trans-boundary comparison», *Journal of Central Banking Law and Institutions*, 1(3), pp. 481-508 (<https://jcli-bi.org/index.php/jcli/article/view/34>).

³⁰ CUKIERMAN, A., y WEBB, S. B., (1995) «Political Influence on the Central Bank: International Evidence», *The World Bank Economic Review*, 9(3): pp. 397-423 (https://www.researchgate.net/publication/5217822_Political_Influence_on_the_Central_Bank_International_Evidence).

³¹ VULLETTIN, G., y ZHU, T., (2011) «Replacing a “disobedient” central bank governor with a “docile” one. A novel measure of central bank independence and its effect on inflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 43 (September 2011), pp. 1185-1215 (file:///Users/josemgonzalez-paramo/Downloads/ Replacing%20a%20disobedient%20central%20bank%20governor%20with%20a%20docile%20one.pdf).

Business Monitor International, Binder³² codifica estas presiones públicas sobre un total de 118 bancos centrales. En más de un 90% de los casos las presiones estaban dirigidas a conseguir tipos de interés más bajos o a retrasar en la publicación de estadísticas de inflación, distinguiendo el análisis entre los casos de resistencia a las presiones y aquellos en los que el banco central sucumbe. Un primer resultado es que las presiones políticas son ortogonales al grado de independencia *de iure*, esto es, hasta los bancos centrales más independientes legalmente las sufren. El estudio proporciona evidencia de que las presiones tienen un impacto significativo sobre la inflación, especialmente cuando el banco central sucumbe a ellas, pero también, aunque en menor grado, cuando resiste. La tendencia a presionar al banco central es significativamente menor cuando el ejecutivo se ubica en el centro político, y mayor cuando los gobiernos son de corte nacionalista o populista, o cuando la calidad democrática es baja (esto es, limitada competencia electoral o escasos contrapesos institucionales). Un último resultado de interés es la importancia de los pronunciamientos públicos de los organismos internacionales: una recomendación del Fondo Monetario Internacional (FMI) relacionada con la independencia del banco central reduce significativamente la probabilidad de que se produzcan presiones políticas con posterioridad.

ECONOMÍA POLÍTICA DE LA INDEPENDENCIA *DE IURE*

La política, en fin, está presente tanto en el origen de la independencia *de iure* de la banca central como en su erosión *de facto*. La literatura empírica sobre economía política de la independencia de los bancos centrales se ha centrado, entre otras cuestiones, en explicar los factores que condicionan la decisión política de dar mayor o menor independencia formal al banco central. ¿Cuál es el grado políticamente óptimo de independencia respecto del gobierno? Masciandaro y Romelli³³ desarrollan un modelo simple con dos tipos de agentes: los ciudadanos, que detestan la discrecionalidad del gobierno en política monetaria, concedores por experiencia del sesgo inflacionista que ésta genera, y el gobierno. El ejecutivo debe satisfacer en buena medida la demanda de consistencia temporal que formulan los ciudadanos, pero al mismo tiempo desea no perder por completo una palanca para alegrar la economía, financiar

³² BINDER, C., (2021) «Political pressure on central Banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.53, 4, pp. 715-744 (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jmcb.12772>).

³³ MASCIANDARO, D., y ROMELLI, D., (2015) «Ups and downs of central bank independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, institutions and empirics», *Financial History Review*, Volume 22, Issue 3, December 2015, pp. 259-289 (https://www.researchgate.net/publication/274714291_Ups_and_Downs_Central_Bank_Independence_from_the_Great_Inflation_to_the_Great_Recession_Theory_Institutions_and_Empirics).

el presupuesto con cierta facilidad, poder resolver problemas en el sector financiero con liquidez y acomodar *shocks* de balanza de pagos.

Así, los ciudadanos delegan en el gobierno el diseño de un banco central. Para ser confirmado en un proceso democrático, el ejecutivo debe alinear sus objetivos con los de la ciudadanía, pero no perfectamente, porque la independencia del banco central tiene para el ejecutivo dos elementos de coste:

1.º) El esfuerzo que requiere su creación –negociaciones políticas, trámites legislativos y burocráticos, presupuesto, etcétera–, que puede variar con la constitución, el sistema electoral y las demás prioridades políticas del gobierno; y, 2.º) El riesgo de ser acusado por los ciudadanos y la oposición política de incapacidad *ex post* para hacer frente a posibles *shocks* futuros sobre el empleo, el presupuesto, la estabilidad financiera o el tipo de cambio, al haber renunciado a la acomodación monetaria.

Las implicaciones teóricas son inmediatas. Primero, el gobierno tenderá a crear un banco central menos independiente que el que desearían los ciudadanos. Segundo, el gobierno tiene menos incentivos a proporcionar amplia independencia si la probabilidad de recesiones, de necesidades de rescates financieros o de dificultades del presupuesto son elevadas. Y tercero, tras un periodo de inflación reducida y problemas en el sector financiero, el grado de independencia tenderá a reducirse. La atribución a los bancos centrales de competencias de supervisión tras la Gran Crisis Financiera de 2008, sin embargo, no ha afectado significativamente a los índices agregados.

Así pues, el diseño legal de la independencia es endógeno, y depende de interacciones políticas, restricciones económicas y condicionantes institucionales. ¿Qué dice la evidencia empírica al respecto? Una reciente y ambiciosa investigación de Romelli³⁴ analiza unas 2.500 reformas legislativas en 154 bancos centrales desde 1972, esto es, casi medio siglo. Estas son sus principales conclusiones: 1.^a) Aquellos países con un banco central inicialmente menos independiente tienden a introducir reformas para reforzar la independencia; 2.^a) La introducción o el aumento de la independencia del banco central generalmente se produce tras periodos de elevada inflación; 3.^a) La participación en programas del FMI trae consigo reformas que aumentan la independencia; 4.^a) La presión regional es un factor relevante: la independencia tenderá a introducirse o reforzarse si los países del entorno tienen bancos centrales con altos grados de independencia; 5.^a) El ingreso en una unión monetaria viene asociado a una mayor independencia; 6.^a) La apertura al exterior unida a un aumento de la globalización económica se asocia a una mayor independencia del banco central; 7.^a) El aumento del peso del populismo ligado al nacionalis-

³⁴ Véase ROMELLI, D., (2022) *op. cit.*

mo trae consigo reducciones de la independencia *de iure*; 8.^a) El paso de un régimen autocrático a otro democrático favorece la independencia del banco central; y, finalmente, 9.^a) Las crisis financieras tienden a implicar pérdidas de independencia financiera del banco central. Es interesante notar que ni el peso de la deuda pública ni las crisis cambiarias o de deuda soberana guardan relación con la independencia.

Vemos, pues, que no tiene sentido hablar de un grado económicamente óptimo al que todos los países debieran acercarse, pues este diseño podría no ser factible ni deseable. La perspectiva de economía política trata de explicar el grado de independencia políticamente racional, que conjuga los beneficios de la independencia, esto es, estabilidad de precios, con las restricciones y los condicionantes económicos, institucionales y políticos. Y en el juego de estos factores políticos –democracia, nacionalismo, populismo, presión de países vecinos o acuerdos de integración monetaria– subyace un asunto central y espinoso, cual es la legitimidad política del banco central.

LA FRÁGIL LEGITIMIDAD POLÍTICA DE LA INDEPENDENCIA

Hay dos opiniones, solo en apariencia contradictorias, las de Milton Friedman y Paul Tucker, que arrojan luz sobre la importancia de la legitimidad del que es, en realidad, un poder no elegido democráticamente. Escribía Milton Friedman³⁵ en 1962 que «un banco central independiente representa la muy atractiva idea de que es esencial impedir que la política monetaria sea un juguete a merced de cualquier antojo de las autoridades políticas». Sin embargo, se pregunta: «¿Es tolerable en una democracia tener tanto poder concentrado en una institución sin control democrático?» Su respuesta fue negativa, abogando en su lugar, por una ley que fijase una regla de crecimiento monetario.

Paul Tucker, ex subgobernador del Banco de Inglaterra, actual profesor en Harvard y profundo tratadista sostiene, por su parte, que «en un mundo de dinero fiduciario, la independencia de la autoridad monetaria es el corolario de la separación de poderes entre la autoridad fiscal del legislativo y el gobierno electo: si el ejecutivo controlase las palancas monetarias, tendría el poder de gravar (el dinero) a través de episodios de inflación inesperados (por la ciudadanía). La independencia del banco central, por consiguiente, está cimentada en los valores del gobierno constitucional»³⁶. ¿Qué justifica la independencia?, se pregunta Tucker. El hecho de que «la estabilidad de precios encaja con algu-

³⁵ FRIEDMAN, M., (1962) «Should there be an independent monetary authority?», en Yeager, L. B., (ed.): *In search of a monetary constitution*, Harvard University Press, pp. 219-242 (<https://www.hup.harvard.edu/catalog.php?isbn=9780674434813&content=toc>).

³⁶ TUCKER, P., (2018) *Unelected power. The quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*, Princeton University Press, Parte IV, p. 3.

nos de nuestros valores fundamentales, pues contribuye a preservar la libertad y, en particular, pretende proteger a la gente del abuso del monopolio en la emisión de dinero por parte del Estado». Aclara, por si fuera necesario, que el banco central no es un nuevo cuarto poder, pues está subordinado, en diferentes formas, a cada uno de los poderes del Estado: al legislativo, responsable de la delegación de poderes y al que debe rendir cuentas, al ejecutivo, a cargo generalmente de designar a las autoridades del banco central, y al judicial, competente para resolver disputas de acuerdo con la ley.

Dicho esto, el talón de Aquiles de la independencia de la banca central es la ausencia de legitimidad de origen: los banqueros centrales no son elegidos democráticamente. La legitimidad no es transitiva: el banco central puede recibir poderes fundados en la ley, pero no legitimidad. Frente a esta debilidad, los políticos electos frustrados con la pérdida de influencia sobre las decisiones del banco central pueden reaccionar de dos formas. Primera, abrogar la independencia, total o parcialmente. Esta opción tiene costes políticos, que pueden ser muy altos cuando la independencia se consagra en la constitución, como es el caso de la Eurozona, México, Rusia o Sudáfrica. Y segunda, por la vía de los nombramientos, de personas no cualificadas o políticamente cercanas al poder político, o ambas cosas, a través de cambios o ampliaciones del mandato del banco central más allá de la estabilidad de precios, o bien recurriendo a las presiones y críticas al banco central.

Para preservar la independencia del banco central y sus beneficiosos efectos, éste ha de ser visto como legítimo, para lo cual debe estar sustentado en, y a la vez, limitado por la ley. Asimismo, debe de ser respetuoso con los valores sociales más arraigados, como la democracia –esto es, una persona, un voto–, el imperio de la ley, y la rendición de cuentas. Y, además, su actuación debe sujetarse a unos principios de delegación estrictos, entre los que se incluirían los siguientes³⁷: 1.º Limitar el mandato fundamental del banco central al objetivo de estabilidad de precios; 2.º Extender el mandato, en su caso, a aquellas tareas intrínsecamente ligadas a la estabilidad monetaria, como son las de estabilidad bancaria (esto es, prestamista de última instancia) y financiera; 3.º Ejercer contención en cualesquiera otras actividades del política pública (por ejemplo, la redistribución, o la lucha contra el cambio climático); y, 4.º Proceder con la máxima transparencia compatible con la efectividad, siempre al servicio de la rendición de cuentas.

La transparencia tiene dos efectos esenciales para el desempeño de las funciones del banco central. Primero, la transparencia en las dimensiones económica –esto es, difusión de información económica y previsiones– y operacio-

³⁷ Para una descripción detallada de los criterios de delegación, véase TUCKER, P., (2018) *op. cit.*, Apéndice.

nal –relativa al mecanismo de transmisión monetario– aumenta la efectividad de la política monetaria, al mejorar las previsiones y guiar las expectativas del sector privado³⁸. Y segundo, y más importante, todas las facetas de la transparencia, incluidas además las dimensiones política –objetivos claramente codificados– y procedimental –difusión inmediata de las decisiones tomadas, explicación de éstas mediante conferencias de prensa, publicación de actas y resultados de la votación sobre las decisiones, etcétera– son ingredientes esenciales de la rendición de cuentas que legitima en gran medida la independencia. Alan Greenspan, llamado *El Maestro* antes de la Gran Crisis Financiera, afirmó en una ocasión ante una subcomisión del Senado³⁹: «Si le parezco a usted excesivamente claro, no debe haber entendido lo que he dicho». Esta *bou-tade* es la antítesis de lo que exige la transparencia. Y en el mismo sentido debe entenderse el enfado del parlamentario británico Muddie ante las intervenciones de Mervyn King: «Solo nos queda realizar preguntas simples y atender a sus muy eruditas explicaciones... Ante nosotros, políticos electos, ¿qué clase de rendición de cuentas es esa?»⁴⁰. La era de la oscuridad y la erudición debe dar paso a otra de transparencia, con lenguajes diferenciados para distintos públicos –desde boletines económicos, ruedas de prensa, comparecencias parlamentarias, y publicación de actas, a los modernos *blogs* y otros medios que usa, por ejemplo, el BCE– si la efectividad de la política monetaria y la rendición de cuentas han de ser de ayuda para asentar la legitimidad del banco central.

Sostiene el politólogo Maggetti⁴¹ que, a falta de legitimidad de origen, los bancos centrales independientes deben buscar su legitimidad en fuentes externas, como pueden ser los buenos resultados de su actuación. Sin embargo, en ocasiones el desempeño no es perfecto, por errores de diagnóstico o *shocks* extraordinarios, y en otras los buenos resultados pueden lograrse con medidas cuasi fiscales o de alto impacto redistributivo. Por ello, además, la rendición de cuentas es esencial. Este ejercicio de responsabilidad puede ejercerse de tres maneras, o en tres direcciones: 1.^a) De arriba abajo, ante los principales democráticamente elegidos: gobierno y parlamento; 2.^a) De abajo arriba, ante los grupos de interés y el público; y 3.^a) De manera horizontal, a través de la pertenencia de los bancos centrales a redes transnacionales –como el Eurosistema o el Banco Internacional de Pagos de Basilea–, en la medida en que ello ofrece presión recíproca favorable a procedimientos más estrictos, estimula el aprendizaje mutuo y refuerza la protección frente a las influencias externas.

³⁸ CROWE, C., y MEADE, E., (2008) «Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness», *European Journal of Political Economy*, vol. 24, núm. 4, pp. 763-777 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08119.pdf>).

³⁹ Citado en la crónica de *Los Angeles Times*, 22 de septiembre de 1987.

⁴⁰ Citado en TUCKER, P., (2018) *op. cit.*, cap. 31, p. 2.

⁴¹ MAGGETTI, M., (2010) «Legitimacy and accountability of independent regulatory agencies: A critical review», *Living Reviews in Democracy*, Center for Comparative and International Studies, ETH Zurich and University of Zurich, Noviembre (https://cis.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/cis/cis-dam/CIS_DAM_2015/WorkingPapers/Living_Reviews_Democracy/Maggetti.pdf).

Así pues, la sostenibilidad social de la independencia del banco central debe basarse en un proceso de delegación estructurado mediante la ley, la conformidad con los valores democráticos, la capacidad técnica del banco central, la efectividad en relación con su mandato y la rendición de cuentas. Pero en el mundo real las cosas no son tan sencillas, como vino a demostrar la Gran Crisis Financiera.

CRÍTICAS RECIENTES A LA INDEPENDENCIA

La grave crisis iniciada en 2008 trajo consigo cambios importantes en el comportamiento de los bancos centrales que, aun reconociendo que probablemente salvaran al mundo de caer en una depresión, son por muchos hoy interpretados críticamente. Los bancos centrales se hicieron sin duda muy poderosos, tanto que quizás llegaron a invadir áreas que no les son propias, como la redistribución o la política fiscal. Se puede argumentar que hicieron lo necesario. Pero la necesidad es tanto madre de la invención como, en ocasiones, semilla del ocaso.

Quizás la crítica más seria sea la incursión de los bancos centrales en el terreno de las políticas cuasi fiscales y de gran impacto redistributivo. Ello no fue deliberado, sino más bien el efecto colateral de la necesidad de reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Como consecuencia de la crisis *subprime* y la crisis de la deuda soberana, importantes segmentos de los mercados financieros dejaron de funcionar, y posteriormente, cuando los tipos de interés alcanzaron su límite inferior, cercano a cero, los bancos centrales decidieron comprar grandes cantidades de deuda pública y privada para mitigar el riesgo de deflación. Sin embargo, la expansión cuantitativa de hecho es equivalente a una política de gestión de deuda pública, competencia de los gobiernos. Y los tipos de interés nulos o negativos favorecen el endeudamiento de gobiernos y agentes privados, a costa de las generaciones de mayor edad y el sistema bancario y sus accionistas. Y los rescates bancarios son financiados en última instancia con dinero de todos ¿Podrían haber evitado esto los bancos centrales sin incumplir su mandato de estabilidad de precios? Probablemente no del todo. Limitaciones legales, políticas o financieras impedían a los gobiernos actuar en la medida requerida y con la rapidez necesaria. ¿Debieron los bancos centrales cruzarse de brazos y abstenerse de actuar con «políticas no convencionales»? Seguramente tampoco, pues hubieran hecho dejación de la responsabilidad de cumplir su mandato. Pero, así como en tiempos normales los efectos redistributivos y fiscales de la política monetaria son de segundo orden, en tiempos de crisis grave pueden hacerse muy significativos, aunque las medidas sean temporales. Una forma de atenuar estas críticas sería la de establecer, para momentos de crisis, mecanismos reforzados de transparencia *ex ante* y rendición de cuentas *ex post* por parte de los bancos centrales ante sus

principales políticos, sin menoscabo de la independencia, en la línea que sugieren Jones y Matthijs⁴².

También se ha censurado la apariencia de excesiva acumulación de poder discrecional, así como la imagen de una cierta proximidad a la esfera política. Un ejemplo son las negociaciones entre el Tesoro y la Reserva Federal para los rescates. Otro la participación del BCE en la *troika* a cargo de establecer la condicionalidad de los programas de rescate de Grecia, Portugal, Irlanda o España. Difícilmente evitable en ausencia de un marco europeo de intervención en situaciones de crisis soberana en aquel entonces, esta actividad del BCE fue una anomalía que ha debilitado la imagen del banco y contribuido durante un tiempo a la frustración y el resentimiento⁴³. De acuerdo con la encuesta ya citada de Blinder y otros⁴⁴, apenas un 4% de los gobernadores de los bancos centrales piensan que se ha perdido independencia como consecuencia de haber cruzado la línea de la política, frente al 45% en opinión de los académicos. ¿Debiera preocupar esta disonancia? En alguna medida sí, por dos razones. Primero, porque cruzar la línea en una dirección invita a que se cruce en la dirección contraria, esto es, la de la interferencia de la política en el banco central. Y segundo, porque ello abona las invectivas de los movimientos populistas de todos los signos hacia «esas entidades demasiado poderosas, gobernadas por y para las élites». Esas críticas, como hemos visto, debilitan la efectividad de la lucha antiinflacionista y podrían tentar a los bancos centrales a utilizar sus inmensas capacidades financiera y técnica al servicio de «la gente»: expansión cuantitativa para el pueblo, dinero helicóptero, e iniciativas similares⁴⁵. Binder ha llamado a ésta la «tentación tecnopopulista»⁴⁶, que más que resolver los problemas de legitimidad y descontento democrático los exacerba.

Relacionada con la anterior, una tercera crítica extendida tiene que ver con la expansión de los mandatos, en unos casos impuesta por los gobiernos a través de la ley, y en otros buscado por los propios bancos centrales unilateralmente (*mission creep*). Respecto de esta cuestión, hay que distinguir entre las responsabilidades intrínsecamente relacionadas con el mandato de estabilidad de precios y aquellas que no lo están⁴⁷. La estabilidad de precios necesita de

⁴² JONES, E., y MATTHIJS, M., (2019) «Rethinking central-bank independence», *Journal of Democracy*, vol. 30, núm. 2, Abril, pp. 127-141 (<https://www.journalofdemocracy.org/articles/rethinking-central-bank-independence/>).

⁴³ JONES, E., (2019) «Do central bankers dream of political union? From epistemic community to common identity», *Comparative European Politics*, 17, pp. 530-547 (https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-17407-0_5).

⁴⁴ BLINDER, A.; EHRMANN, M.; DE HAAN, J., y JANSEN, D. J., (2017) *op. cit.*, p. 41.

⁴⁵ Para una crítica de estas medidas, véase BORIO, C., (2019) «Central banking in challenging times», SUERF Annual Lecture, Milan, November (<https://www.bis.org/speeches/sp191108a.pdf>).

⁴⁶ BINDER, C., (2021) «Technopopulism and central banks», *CMFA Working Paper*, núm. 004, Cato InsOtute, Abril (<https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2023-03/cmfa-working-paper-4.pdf>).

⁴⁷ Para una discusión detallada del mandato, véase BALLS, E.; HOWATT, J., y STANSBURY, A., (2018) «Central bank independence revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like?»,

estabilidad monetaria, que incluye la estabilidad del valor del dinero emitido por el banco central y, también, la estabilidad del valor de los depósitos bancarios en términos del dinero del banco central. Esto implica que los bancos centrales tienen un interés natural en la supervisión bancaria, como prestamistas de última instancia, y en la estabilidad financiera. De ahí que las competencias en supervisión bancaria y en supervisión macroprudencial deban asignarse, al menos en parte, al banco central, especialmente si se establecen medidas que atenúen los posibles conflictos de interés. La ausencia de estas competencias mermó considerablemente la capacidad de afrontar la Gran Crisis Financiera. Cuestión bien diferente es la atribución al banco central de objetivos que pertenecen por entero a la esfera de las políticas gubernamentales, como la política redistributiva.

Otro ejemplo de actualidad es el cambio climático, un asunto de inmensa gravedad⁴⁸. Es evidente que sus efectos sobre la inflación son materia de interés para la política monetaria y la supervisión bancaria, y así deben incorporarse a la modelización y los *stress test* bancarios. Cuestión más discutible es, sin embargo, hasta qué punto debe ser una prioridad del banco central interferir en el mercado, «reverdeciendo» su cartera de fondos propios o su política de compra de bonos o de activos de garantía, como es la política anunciada por el BCE⁴⁹, a costa de la liquidez de los mercados o del funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria. El BCE debe contribuir a las políticas generales de la UE, sin perjuicio de su mandato primordial. Y a la vanguardia de las medidas de lucha contra el cambio climático –como las políticas estructurales, las laborales y otras– deben estar los gobiernos. No hay aquí un problema de consistencia temporal, ni la cualificación de un banco central independiente le sitúa en particular ventaja. Como señala Elderson, vicepresidente del Mecanismo Único de Supervisión del BCE, los banqueros centrales y los supervisores no son diseñadores de las políticas de clima y medio ambiente, sino tomadores o sujetos pasivos de las mismas⁵⁰.

Finalmente, otro frente de críticas a los bancos centrales durante la última década se sustenta en las dificultades que han encontrado para cumplir con su mandato fundamental. Hasta la irrupción de la pandemia, el gran pro-

M-RCBG Working Paper Series, No. 87, Harvard Kennedy School, Abril (https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/67_central.bank.v.2.pdf).

⁴⁸ Véase GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M., (2021) «Clima y pandemia: Las finanzas, entre dos emergencias», Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid, Enero (https://www.racmyp.es/docs/anales/2021-01-26_jose_manuel_gonzalez-paramo_02.pdf).

⁴⁹ Ver la entrevista con Christine Lagarde, «Interview with Madame Figaro», de 25 de agosto de 2022 (<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2022/html/ecb.in220825~7c5db6d1b3.en.html>). La revisión de la estrategia de 2021 tiene en cuenta las consideraciones climáticas de modo prominente (véase https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html).

⁵⁰ ELDERSON, F., (2023) «Policymakers as policy takers –accounting for climate related and environmental factors in banking supervision and monetary policy», Abril (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230421~489cd977e0.en.html>).

blema era la inflación muy baja o incluso negativa. Y desde primavera de 2021, como consecuencia de la recuperación pospandémica y la invasión de Ucrania, vimos a la inflación recuperar niveles no vistos en cuatro décadas. Para un banco central que se legitime fundamentalmente en los resultados, esta situación representa una gran vulnerabilidad. Ello pone de manifiesto de nuevo la importancia de la transparencia y la rendición de cuentas. Las consecuencias de la profunda crisis financiera durante la década pasada y los extraordinarios y sucesivos *shocks* de oferta durante la actual pueden explicarse –al poder político, los ciudadanos y los mercados–, sin perjuicio de reconocer errores de apreciación de la inflación como temporal, como ha sido el caso de la mayoría de los bancos centrales durante 2021 y comienzos de 2022⁵¹. Podría haberse hecho mejor, con una comunicación más proactiva de los riesgos, o más juicio experto y mejoras en la modelización, pero es dudoso que con un menor grado de independencia y más intervención de los gobiernos hubiesen podido alcanzarse resultados superiores.

DE VUELTA A LOS PRINCIPIOS

Durante años los banqueros centrales cultivaron un aura de maestros, de celebridades carismáticas, de sacerdotes al servicio de la estabilidad del dinero. El dudoso fin de carrera de Alan Greenspan representa el obituario de una forma de entender el oficio. En realidad, el banco central no es más que una agencia independiente, que opera con poderes delegados por el legislativo a iniciativa o con el acuerdo del ejecutivo. El gobernador y los miembros de los órganos de gobierno votan sobre la política monetaria, pero no son elegidos democráticamente, sino que deben serlo por sus cualificaciones. Ello les obliga a operar dentro de estrictas normas democráticas y de rendición de cuentas.

¿Puede afirmarse que este modelo ya no está justificado, como sugiere Summers⁵², o carece de futuro, como afirman Goodhart, Buiter y DeBelle, citados al principio?

Nada de lo expuesto permite sustentar estas afirmaciones. Obviamente, la inflación no está muerta. Bien lo estamos comprobando desde mediados de 2021. La estabilidad de precios es un bien público del que la sociedad solo puede disfrutar si se pone coto al problema de la consistencia temporal, y no se conoce mejor mecanismo institucional para ello que un banco central independiente, alejado del día a día de la política. Al mismo tiempo, sin embargo,

⁵¹ SCHNABEL, I., (2022) «Monetary policy and the Great Volatility», Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Jackson Hole Economic Policy Symposium organised by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 de agosto (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220827~93f7d07535.en.html>).

⁵² Comunicación de Larry Summers a Paul Tucker, véase TUCKER, P., (2018) *op. cit.*, Cap. 24.

la experiencia desde la Gran Crisis Financiera hasta el presente ha dejado enseñanzas fundamentales para la sostenibilidad social de la independencia del banco central. Y no se trata tanto de introducir cambios en el grado de independencia *de iure* –que, de hecho, ha aumentado desde la crisis– como de actitudes y forma de interpretar los principios. A este respecto, concluiré con cuatro reflexiones sobre el mandato del banco central, otras dimensiones de la independencia, la rendición de cuentas y la proyección social de la institución.

El mandato fundamental del banco central es garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. En esta tarea, el banco contribuye indirectamente a alcanzar otros objetivos sociales, como asegurar un alto nivel de empleo a medio plazo. El mandato debe especificarse en términos simples y comprensibles por todos. Hay misiones alineadas con el mandato, como son la supervisión bancaria y la supervisión macroprudencial, en las que el banco central debe jugar un papel relevante, sin perjuicio de la autonomía de sus decisiones, pues sin estabilidad bancaria y financiera deja de funcionar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La ampliación del mandato más allá de estas misiones –salvo de manera subsidiaria– pone en riesgo la efectividad del banco central en su misión primordial al servicio de la estabilidad de precios.

Respecto de otras dimensiones de la independencia, la experiencia desde la crisis financiera permite apuntar en dos direcciones. Primera, la independencia personal del gobernador y demás miembros de los órganos de gobierno debe recibir más atención por aquéllos a cargo de su selección. Excelentes cualificaciones, independencia política y mandatos suficientemente largos y no coincidentes con relevos del poder político son precondiciones para el éxito del banco central. Y segunda, la independencia financiera del banco central debiera reforzarse introduciendo mecanismos automáticos de recapitalización del banco cuando éste sufra pérdidas como consecuencia de sus operaciones de política monetaria. Con ello se evitarían negociaciones con el gobierno que podrían dañar, cuando menos, la imagen de independencia.

La rendición de cuentas y la comunicación con los grupos de interés –gobierno, parlamento, mercados y ciudadanos– es la clave de la legitimidad del banco central, por encima de su éxito en controlar la inflación. Fundar el apoyo social a la independencia únicamente en los buenos resultados hace vulnerable al banco en tiempos de dificultad para mantener la inflación cerca del objetivo. La rendición de cuentas permite explicar el cumplimiento o incumplimiento de la misión fundamental, así como los riesgos para la estabilidad de precios. Para ello, debe ser rigurosa y, al mismo tiempo, formularse en términos accesibles a cada uno de los grupos de interés. Cuando el banco tiene atribuidas misiones adicionales, la rendición de cuentas debe hacerse por cada misión. Y en tiempos de profunda crisis, cuando ésta puede afectar severamente al mecanismo de transmisión monetaria e impulsar al banco a adoptar medidas con efectos redistributivos o cuasi fiscales de primer orden, la rendición de

cuentas debe reforzarse en la medida necesaria para garantizar la adecuada comprensión de su necesidad y su carácter temporal, sin perjuicio de la autonomía dentro del marco legal.

Por último, respecto de la proyección social de la institución, es imperativo que el banco central persevere en una ética de responsabilidad y autocontención, además de invertir esfuerzo en mejoras constantes en la comunicación. La imagen de instituciones excesivamente poderosas, con fondos prácticamente ilimitados para hacer frente a todos los problemas imaginables, dispuestas a ocupar los espacios vacíos dejados por gobiernos sujetos a limitaciones legales o políticas para actuar con rapidez, no es ajena a cierta erosión del apoyo social e institucional a la independencia de los bancos centrales. El eco de una cierta hibris que pone de manifiesto la encuesta de Blinder y otros a los gobernadores de bancos centrales es contrario a la naturaleza y la misión delegada de una agencia independiente a la que la ley le encomienda el objetivo de garantizar la estabilidad de precios. La autocontención ayuda, además, a poner coto a los riesgos de captura por parte de intereses políticos y privados.

La independencia de la banca central ha rendido grandes servicios, pero es aún demasiado pronto para considerarla plenamente incorporada a nuestras sociedades. Por eso es bueno debatirla, para criticarla o aplaudirla, y, sobre todo, para comprender sus implicaciones y exigencias, pues ello es consustancial a la legitimidad de una de las mayores innovaciones institucionales del último medio siglo.