

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

■
Gustavo Yamada
Diego Winkelried
EDITORES

B 4 6 6 2 3 8



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

—
Homenaje a Julio Velarde,
Banquero Central del año 2015

—
Gustavo Yamada
Diego Winkelried

EDITORES



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

2

El proceso de institucionalización de la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú

*Fernando Pérez, Zenón Quispe y Donita Rodríguez**

La autonomía de la banca central es una de las reformas institucionales fundamentales que fortalecen la política monetaria y contribuyen al logro del objetivo de estabilidad de precios. La reforma orientada a la disciplina fiscal ha complementado y consolidado el logro de este objetivo. La medición del grado de autonomía de la banca central ha permitido, además, contrastar su vínculo con los logros de estabilidad y crecimiento, y ha inducido a los países a implementar estas reformas. Para evaluar el caso peruano, es conveniente estudiar los fundamentos de la creación misma del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y observar el proceso de institucionalización de su autonomía, con especial énfasis en la autonomía presupuestal que evita que el BCRP esté sujeto a potenciales presiones del resto de entidades del Estado. La Constitución Política del Perú señala que el Banco Central es persona jurídica de derecho público, con autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica, y con el objetivo de preservar la estabilidad monetaria. Asimismo, la Ley Orgánica del BCRP señala que esta institución cuenta con autonomía presupuestal. La autonomía e independencia operacional y de objetivos otorgadas al BCRP permitieron diseñar e implementar una política monetaria libre de la predominancia fiscal, fortalecieron su credibilidad y reputación, permitieron alcanzar la estabilidad de precios, y consolidaron las bases para su sostenibilidad en el largo plazo.

Palabras clave: banca central, autonomía, estabilidad de precios, Perú.

Clasificación JEL: E42, E44, E52, E58, N26.

* Capítulo elaborado sobre la base de los artículos de Pérez, Quispe y Rodríguez (2007) y Orrego (2007). Los autores agradecen de manera especial los aportes y comentarios de Renzo Rossini y Fabrizio Orrego. Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y no representan, necesariamente, la opinión del Banco Central de Reserva del Perú.

“No existe medio más efectivo ni más sutil para destruir la base existente de la sociedad que destruir la moneda. Por un proceso continuo de inflación (monetaria) los gobiernos pueden confiscar en secreto, y sin que nadie se percate de ello, una parte importante de la riqueza de sus ciudadanos. El proceso (de inflación monetaria) pone en marcha todas las fuerzas económicas del lado de la destrucción, y lo hace de tal forma que ni un hombre en un millón de años podrá diagnosticar”.

John Maynard Keynes, *Consecuencias económicas de la paz*.

2.1 Introducción

Los países industrializados –desde la década de 1980– y las economías emergentes –desde inicios de la década de 1990– realizaron reformas institucionales en su banca central basadas en cuatro elementos fundamentales: **independencia**, definida por Walsh (2008) como la libertad de esta institución de la influencia directa del gobierno o de los políticos; **objetivo principal de estabilidad de precios**; **transparencia** en el diseño e implementación de la política monetaria que permita a la sociedad supervisar el desempeño del banco central; y **responsabilidad** con el cumplimiento de dicho objetivo. Estas reformas fueron adoptadas luego de experiencias de altos niveles de inflación y pobre desempeño macroeconómico en las décadas de 1970 y 1980, atribuidas principalmente al sesgo inflacionario de políticas monetarias con objetivos múltiples, aplicadas en contextos de predominancia fiscal.

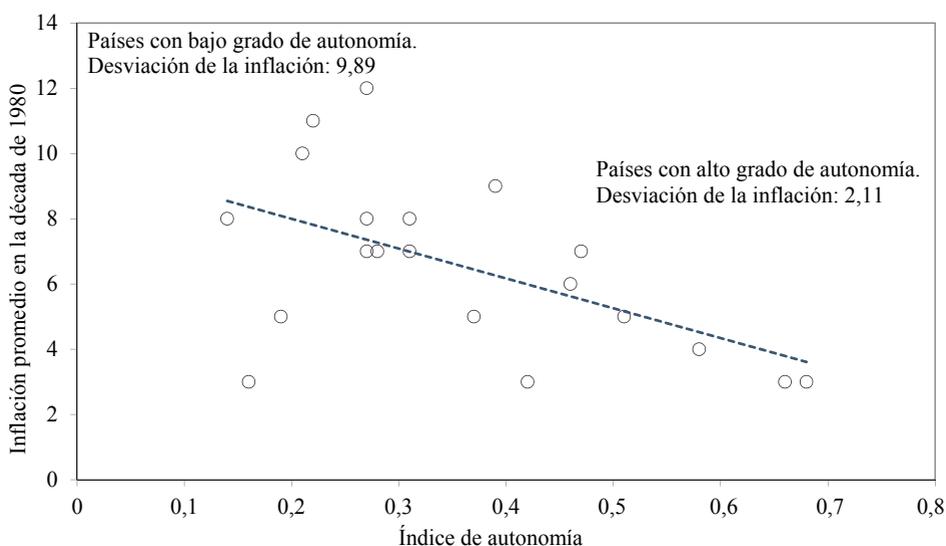
En particular, Cukierman (1992), a través de un estudio de países desarrollados, presenta evidencia de que un nivel bajo de independencia del banco central se encuentra en promedio asociado a un mayor nivel y una mayor volatilidad de la inflación. Véase el gráfico 2.1.

Un banco central independiente ha de tener la libertad para evaluar y elegir el esquema que le permita hacer frente al sesgo inflacionario (véase Barro y Gordon [1983]), con el propósito de evitar presiones políticas que busquen priorizar el corto plazo. Asimismo, puede implementar una política monetaria orientada a alcanzar la estabilidad de precios de largo plazo, contribuyendo de esta manera con las condiciones fundamentales para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento económico sostenido y el desarrollo.

El horizonte temporal de la política monetaria está asociado al rezago con el cual influye en la economía y, por consiguiente, logra la estabilidad de precios, al proveer

un ancla nominal creíble para la formación de las expectativas de inflación de los agentes económicos. Esta ancla nominal, a su vez, debe servir como herramienta de coordinación para aquellos involucrados en el proceso de fijación de precios y de salarios en los mercados del sector real. De esta forma, un banco central autónomo con el único objetivo de preservar la estabilidad monetaria tendría mejores posibilidades de adoptar un esquema que provea dicha ancla nominal.

Gráfico 2.1 *Inflación promedio e índice de autonomía en países desarrollados*



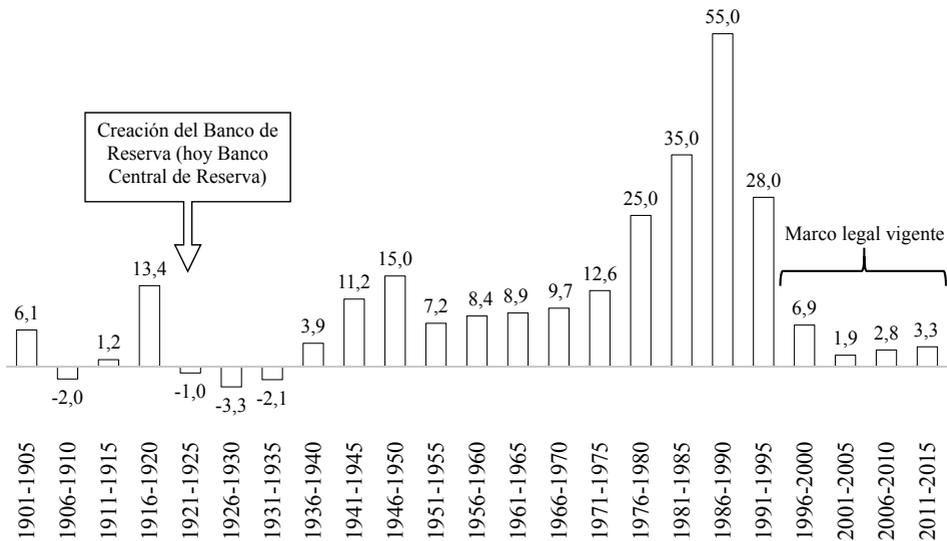
Fuente: Cukierman (1992).

Los períodos de altas tasas de inflación en la historia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) estuvieron acompañados habitualmente no solo de normas, sino también de prácticas que expusieron al Banco a presiones externas ajenas a su Directorio (véase el gráfico 2.2). En este sentido, **lo relevante es el grado de autonomía efectiva que priorice el control de la inflación, que es justamente lo que garantiza la legislación vigente.**

Este artículo está organizado de la siguiente manera: la sección 2.2 presenta una reseña histórica de los planteamientos de las reformas institucionales, que incluyen la independencia del banco central y la disciplina fiscal como elementos fundamentales para la estabilidad de precios. Asimismo, la sección 2.2.1 describe la dimensionalidad

actual de un banco central independiente en términos de sus principales componentes y los criterios formulados por los investigadores para su incorporación. Por su parte, la sección 2.2.2 describe el rol de la autonomía presupuestal en un banco central independiente. La sección 2.3 describe el episodio relacionado con la creación del BCRP en 1922, mientras que las secciones 2.3.1 y 2.3.2 mencionan los cambios en las legislaciones de 1933 y 1962, respectivamente. Adicionalmente, la sección 2.3.3 describe el intento fallido por devolverle la autonomía al BCRP en el año 1979, y la sección 2.3.4 describe el proceso de independencia del BCRP. Finalmente, la sección 2.4 presenta las conclusiones.

Gráfico 2.2 Inflación en el Perú (promedio del período, en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

2.2 Banca central independiente

La exigencia de un banco central independiente surge durante el período de suspensión de la convertibilidad del dinero de curso legal inglés, de 1797 a 1821. En 1810, David Ricardo atribuyó los episodios de inestabilidad financiera de este período a la falta de independencia del banco central, la que impidió neutralizar los disequilibrios ocasionados por la indisciplina fiscal y, por el contrario, monetiz  el déficit fiscal (Ricardo 1810: 28). A partir de 1815, Ricardo planteó algunos lineamientos de reforma

institucional del Banco de Inglaterra (Ricardo 1821: 362), que formarían parte de su “Plan para el establecimiento de un Banco Nacional” (Ricardo 1824: 271-300). En este documento se sugirió la prohibición de otorgar préstamos al gobierno, la eliminación de cualquier signo de vínculo financiero entre los directivos del banco central y el gobierno, y la necesidad del voto en el parlamento para la remoción de cualquier directivo del banco:

“[...] no se puede otorgar al gobierno el poder de emitir billetes; este muy probablemente abusaría de ello. Alternativamente, propongo otorgar esta capacidad a comisionados, que solo puedan ser removidos del cargo por votación de una o ambas Cámaras del Parlamento. Propongo también la prohibición de cualquier tipo de transacción monetaria entre los comisionados y los ministros [...] Los comisionados nunca deberían, bajo ninguna excusa, prestar dinero al gobierno, y tampoco deben estar, ni en lo mínimo, bajo su control o influencia. [...] si el gobierno requiere dinero, debe conseguirlo legítimamente, a través de los impuestos o a través de la emisión de bonos del tesoro [...] pero en ningún caso debe permitírsele obtener préstamos de aquellos que tienen el poder de emitir dinero”. (Ricardo 1824: 282)

En la Conferencia de Bruselas de 1920, la Liga de Naciones estudió la crisis financiera que derivó en la suspensión de la convertibilidad, debido al caos económico y social resultante de la Primera Guerra Mundial, y recomendó tres principios fundamentales para lograr la estabilidad y eficiencia económica:

- La estabilidad monetaria como principal objetivo del banco central, que se traduce en la adopción de reglas monetarias estrictas relativas a la emisión primaria.
- La estabilidad de precios requiere bancos centrales independientes; en términos, por ejemplo, de reglas formales de nombramiento del presidente y funcionarios.
- El fortalecimiento de la autonomía institucional con la prohibición de otorgar préstamos al gobierno y sus empresas.

En Alemania, luego de la hiperinflación de 1922 a 1924, se implementó la reforma de su banco central, el Reichsbank. La constitución de su ley orgánica incluyó las recomendaciones de Bruselas para establecer su independencia con respecto al gobierno, para así cumplir adecuadamente con el objetivo de administrar la creación de dinero y fomentar la recuperación económica a través de la estabilidad monetaria.

Para lograr estas metas, se estableció que: (i) el directorio debía ser designado por un Consejo General del Banco; (ii) el banco no puede ser acreedor del gobierno; y (iii) las compras de bonos gubernamentales en el mercado secundario deben mantenerse en niveles bajos. Así, la independencia y las severas restricciones sobre la emisión primaria hicieron imposible la monetización del déficit fiscal.

En el año 1944 se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI) con el objetivo de proveer liquidez internacional a los países a cambio de la formulación de políticas acordadas. Las monedas se fijaron con respecto al dólar, que, a su vez, se ancló al oro a un precio de US\$ 0,35 por onza. Con ello, los bancos centrales perdieron independencia y asumieron objetivos múltiples, tanto macroeconómicos (relacionados con la inflación, el crecimiento, el empleo y la balanza de pagos) como microeconómicos (regulación de entidades del sistema financiero). La excepción fue Alemania, donde el nuevo Bank deutscher Länder (1948) mantuvo la autonomía del Reichsbank y adoptó el objetivo único de preservar el valor del dinero, fortaleciendo así las expectativas de estabilidad de precios. Este banco derivó en el Bundesbank (1957), que consolidó su reputación antiinflacionaria con el principio de la estabilidad de precios como único objetivo, basado en la independencia con respecto al gobierno.

2.2.1 Dimensionalidad actual de un banco central independiente

Cukierman (1992, 2006) señala que la evolución reciente hacia un número creciente de bancos centrales autónomos obedece a varios factores, entre los que destacan:

1. La necesidad de un **compromiso con la estabilidad de precios**, ante el fracaso del esquema de tipo de cambio fijo acordado en Bretton Woods y el Sistema Monetario Europeo. En Kingston, en el año 1975, los países miembros del FMI formalizaron el nuevo sistema de tipo de cambio de flotación libre y hubo consenso en señalar que el objetivo único de los bancos centrales debería ser la estabilidad de precios. La adopción generalizada de este objetivo único fortaleció ampliamente el estatus de banca central independiente.
2. **La autonomía, reputación y credibilidad del Bundesbank** para mantener la estabilidad de precios durante la posguerra. Basados en esta experiencia y contrastándola con las altas inflaciones en el resto del mundo, Kydland y Prescott (1977) mostraron que la formulación y el anuncio de la política monetaria están sujetos a la inconsistencia temporal cuando un banco central no es independiente. Barro y Gordon (1983) extienden este estudio y muestran

que el sesgo inflacionario surge en ausencia de reglas de política monetaria que controlen el comportamiento del banco central. Estos autores señalan que si bien una buena reputación puede reducir el sesgo inflacionario, la garantía de un banco central independiente implica un compromiso anticipado y más creíble con la estabilidad de precios. Asimismo, Rogoff (1985) señala que la independencia del banco central contribuye a la eliminación del sesgo inflacionario.

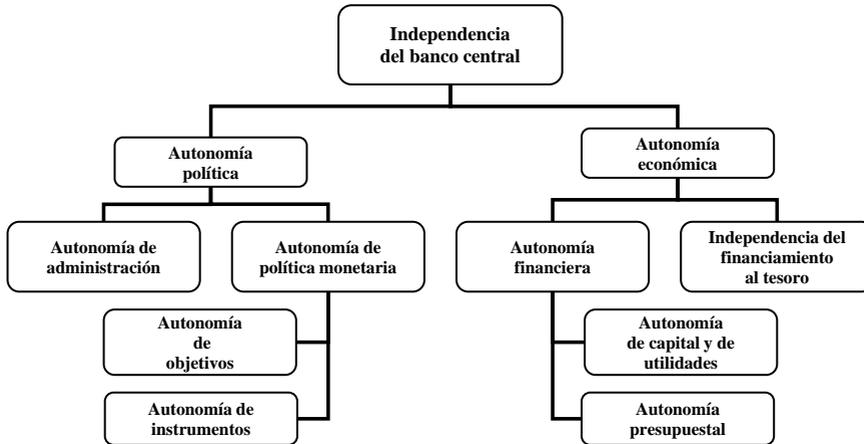
3. La exigencia de la **independencia** del banco central como requisito para ingresar al posterior bloque del euro como moneda única condujo a los países de la Unión Europea a otorgar autonomía a sus bancos centrales. Este requerimiento fue formulado explícitamente en el Tratado de Maastricht de 1992, que además limitó cualquier acceso preferencial del gobierno al crédito, lo que confirió una importante disciplina de mercado a políticas presupuestales, y protegió la política monetaria de las presiones directas del gobierno.

En este escenario de consenso sobre la importancia de la independencia del banco central para una política monetaria efectiva en el logro de su objetivo de estabilidad de precios, se iniciaron algunos estudios para caracterizar su dimensionalidad y proveer una medición aproximada del grado de autonomía de los bancos centrales (véanse, entre otros, Laurens, Arnone y Segalotto [2006]). En el gráfico 2.4 se han incorporado los que, a nuestro entender, son los principales componentes de la independencia del Banco Central, con base en las consideraciones de las investigaciones sobre el tema, que se explican más adelante. Estos componentes están muy interrelacionados entre sí. Por ejemplo, la autonomía de los instrumentos de la política monetaria está asociada a la autonomía presupuestal por la ejecución de la misma.

Alesina (1988) y Grilli *et al.* (1991) realizaron investigaciones sobre: (i) los aspectos de la autonomía política, considerando los procedimientos para el nombramiento de los miembros del directorio como uno de los criterios fundamentales de la autonomía de administración del banco central; y (ii) los aspectos de la autonomía de la política monetaria, considerando si se precisa la estabilidad de precios como el objetivo único, y si es el banco central el que de forma autónoma formula la meta de inflación (autonomía de objetivos), o si diseña y ejecuta la política monetaria (autonomía de instrumentos). Así, estos autores miden la autonomía de varios bancos centrales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y sugieren que un banco central independiente está asociado con una inflación menor y menos volátil, y que reduce la incertidumbre en la política monetaria que puede

surgir en los ciclos electorales. Asimismo, Eijffinger y Schaling (1993) extendieron el indicador de Grilli *et al.* (1991), al incorporar una variable específica que caracteriza la responsabilidad formal del banco central en la elección de la meta.

Gráfico 2.3 Principales componentes de la independencia del banco central



Nota: elaboración propia.

Alesina y Summers (1993) combinaron los indicadores de Alesina (1988) y Grilli *et al.* (1991) y, al contrastarlos con un conjunto de variables macroeconómicas, encontraron una asociación negativa de la autonomía con el nivel y la volatilidad de la inflación y con la volatilidad de la tasa de interés. De este hallazgo se puede deducir que la mayor predictibilidad del comportamiento del banco central promueve la estabilidad macroeconómica y reduce las primas por riesgo en las tasas de interés reales. Más aún, ello contribuye a prevenir los efectos negativos de las fluctuaciones del ciclo político sobre la economía.

Por su parte, el estudio de Cukierman (1992) es considerado como la referencia más importante para la elaboración de índices de autonomía. En sus versiones más recientes, estos índices incluyen la **autonomía económica** en lo concerniente a la **independencia del financiamiento al tesoro**, considerando si las leyes precisan la prohibición de créditos directos y la restricción de los créditos indirectos del banco central al gobierno.

Stella (2005), Céspedes y Valdés (2006) y Jácome y Vázquez (2008) revisaron la **autonomía financiera** del banco central con énfasis en la **autonomía de**

capitalización de utilidades, mediante la cual se garantiza la solvencia del balance del banco. Para ello, ampliaron los indicadores que miden el grado de independencia, considerando a la autonomía financiera como uno de los ejes principales, lo que aseguraría que no existan limitaciones de recapitalización (en caso de pérdidas operativas) o de retención de utilidades (en caso de ganancias netas). De este modo, la autonomía presupuestal respalda la independencia operacional y evita poner en riesgo la efectividad para lograr la estabilidad de precios¹. Consecuentemente, Ize (2005) formula la necesidad de mantener un nivel subyacente de capital, que es el mínimo necesario para mantener una meta de inflación creíble.

El cuadro 2.1 presenta –para los casos de Perú, Chile, Colombia, México y Brasil– los distintos componentes del índice de Cukierman (1992). El Perú lidera el *ranking* regional de autonomía agregada con un índice de 0,862, debido principalmente a los altos puntajes de la autonomía de objetivos y la autonomía económica.

Cuadro 2.1 *Grado de independencia de bancos centrales latinoamericanos*

	Autonomía política			Autonomía económica		Rendición de cuentas (c)	Índice (a+b+c)
	Administrativa	Objetivos	Total (a)	Financiera	Total (b)		
Perú	0,766	1,000	0,303	1,000	0,490	0,069	0,862
Chile	0,934	0,750	0,299	0,670	0,447	0,100	0,846
Colombia	0,884	1,000	0,327	1,000	0,400	0,100	0,827
México	0,866	1,000	0,323	0,670	0,382	0,100	0,805
Brasil	0,600	0,250	0,158	0,500	0,270	0,069	0,496

Notas: el valor de 1 corresponde al nivel adecuado de autonomía. Las autonomías administrativa y de objetivos son los componentes principales de la autonomía política, mientras que la autonomía financiera es uno de los componentes principales de la autonomía económica.

Fuente: Jácome y Vázquez (2008).

2.2.2 El rol de la autonomía presupuestal

La autonomía presupuestal tiene dos dimensiones importantes: la fracción del presupuesto utilizada para la ejecución de la política monetaria y aquella asignada a los costos operativos y el pago de remuneraciones. Ambas dimensiones deben establecerse de forma autónoma por el banco central para garantizar y hacer sostenible el logro del objetivo de estabilidad monetaria.

¹ En el índice de Cukierman (1992), la autonomía financiera (independencia presupuestaria y solvencia de capital del banco central) tiene una importancia del 10 por ciento en la independencia económica. La independencia económica tiene, al mismo tiempo, una importancia del 55 por ciento.

Beblavý (2003) resume la importancia de la autonomía presupuestal y enfatiza que si el presupuesto del banco central es determinado por el gobierno o el congreso, entonces habrá un alto riesgo de que ellos puedan influir sobre la ejecución de la política monetaria. Asimismo, si el gobierno o el parlamento determinan el presupuesto asignado al personal y a los costos operativos del banco central, entonces habrá un riesgo significativo para que ellos influyan sobre los funcionarios del banco. De hecho, Carstens y Jácome (2005) señalan que hay bancos centrales que no tienen independencia financiera debido a que es el congreso el que aprueba su presupuesto y, por consiguiente, ellos pueden tener eventualmente restricciones en los recursos necesarios para cumplir con sus responsabilidades.

A su vez, Moser-Boehm (2006) enfatiza que la coordinación de políticas, el intercambio de información y las comunicaciones entre el banco central y el Ministerio de Economía pueden contribuir a un mejor desempeño económico, cuando se efectúan con conocimiento y respeto pleno de sus objetivos y de su autonomía institucional. Asimismo, señala que la capacidad del banco central para cubrir sus costos operativos generales y para establecer los salarios de sus funcionarios, de tal manera que le permita atraer y retener profesionales con la calificación requerida, es uno de los aspectos más importantes de la autonomía financiera de un banco central que busca la estabilidad de precios.

2.3 Hacia la autonomía del Banco de Reserva del Perú

A inicios del siglo pasado, bajo el régimen de patrón oro, la cantidad de dinero en la economía dependía del comercio internacional del metal precioso. En el Perú, de acuerdo con Alfageme *et al.* (1992), la banca privada y los comerciantes afrontaban un contexto de estrechez de liquidez. Este régimen monetario entró en crisis a partir de la Primera Guerra Mundial, debido a las restricciones al libre intercambio de oro entre los países, lo que motivó la suspensión de la convertibilidad en 1914². La escasez de circulante fue uno de los efectos más dramáticos de la Primera Guerra Mundial en nuestro país, ante la cual el presidente provisorio Óscar R. Benavides autorizó a los bancos comerciales a emitir cheques circulares en dos oportunidades (entre agosto y octubre de 1914). Así, hacia finales de la segunda década del siglo pasado, los cheques

² En el Perú, la suspensión de la convertibilidad se extendió hasta abril de 1931, fecha en la que se restablecería nuevamente, a partir de la promulgación de la Ley de Reforma Monetaria y la Ley de Creación del BCRP. Sin embargo, debido al colapso internacional del patrón oro, el Perú tuvo que abandonar finalmente ese régimen en mayo de 1932.

circulares se habían convertido en el medio preferido de pago en las transacciones, desplazando al dinero metálico, que se atesoraba o se utilizaba para financiar las importaciones³.

La necesidad de una institución que tuviese a su cargo la regulación de la moneda motivó la creación del Banco de Reserva del Perú, el 9 de marzo de 1922, mediante la Ley 4500. El capital inicial del Banco fue aportado por los bancos privados y el público, que recibió acciones sin derecho a voto. La ley le otorgó al Banco el privilegio exclusivo de emitir billetes bancarios respaldados parcialmente por oro físico, dólares y libras esterlinas. Además, el Banco estuvo facultado para otorgar créditos a los bancos mediante el descuento de vales, letras, giros o pagarés (en plazos no mayores de noventa días), establecer las tasas de descuentos, actuar como cámara de compensación, entre otras funciones.

El Banco de Reserva tuvo como objetivos iniciales adecuar la cantidad de circulante a la demanda de dinero (esto es, procurar la **elasticidad** del circulante), actuar como prestamista de última instancia ante los bancos privados y proporcionar financiamiento al gobierno ante crisis fiscales (véase BCRP [1999: 78]). La composición inicial del Directorio permitió que los bancos comerciales tuvieran influencia sobre sus decisiones, dado que de los nueve integrantes del directorio, tres fueron nombrados por el gobierno y los restantes, por los bancos accionistas.

“La naturaleza del Banco había preocupado en febrero de 1922 a algunos senadores, porque así concebido podía quedar al servicio del gobierno o de los bancos. Sobre este último punto, el diario de debates de la cámara de senadores recoge la observación de que [...] *lo único que habremos hecho será crear una institución en beneficio exclusivo de los bancos, que tendrán una fuente inagotable de billetes para hacer todos sus descuentos*”. (BCRP 1999: 83; énfasis propio)

De hecho, la elevada participación de los representantes de los bancos privados en el directorio se tradujo en condiciones de crédito favorables. Los descuentos a los bancos crecieron de 5 millones de libras peruanas a finales del año 1923 a 15,9

³ Paralelamente, el gobierno instauró una Junta de Vigilancia, que se encargó de centralizar el oro y los valores en poder de los bancos para respaldar los cheques circulares (o billetes), los que tendrían una naturaleza temporal, pues inicialmente se pensó que serían cambiados por su equivalente en oro una vez finalizada la guerra.

millones a finales del año 1926, a costa de la reducción de la garantía en oro del circulante, de 90 a 80 por ciento. Así, en este período disminuyó el valor de la moneda (véase BCRP [2000: XXII]). La estructura del Directorio, junto con la exclusión de la estabilidad monetaria como objetivo último, redujeron la capacidad del Banco para afrontar entornos desfavorables y adversos. Así, por ejemplo, en noviembre de 1929 se pospuso temporalmente el incremento en la tasa de redescuento a los bancos privados, medida necesaria para evitar una mayor devaluación de la moneda, como consecuencia de la crisis internacional originada en los Estados Unidos.

Esta crisis agravó la condición económica endeble del país, dado que dependía del financiamiento externo. En este escenario, el gobierno solicitó, a finales de la década de 1920, los servicios del profesor estadounidense Edwin Kemmerer, quien llegó al Perú en 1931 junto con un grupo de técnicos. Luego de realizar un diagnóstico de la situación, recomendó mejoras en los campos expuestos en BCRP (1999: 130).

En particular, la misión señaló que existía un exceso de poder de los bancos comerciales, y que –en la práctica– el Banco de Reserva (i) mostraba dificultades para fijar un cambio estable para la moneda nacional o para aportar un fondo de créditos en casos de emergencia; (ii) adolecía de limitaciones de capital y de una reducida capacidad para resistir presiones políticas; y (iii) sus operaciones estaban circunscritas únicamente a Lima y sus alrededores (BCRP 2000: 127).

Sobre la base de una de las recomendaciones de la misión Kemmerer, el 18 de abril de 1931 se creó el BCRP, mediante el Decreto Ley 7137⁴. La ley facultó al Estado peruano para participar en la composición del capital del Banco, junto con los bancos privados y el público. El Directorio estuvo compuesto por once miembros, cuatro de los cuales fueron elegidos por el gobierno y solamente tres por los bancos privados. Además, el público, la Sociedad Nacional de Industrias, la Sociedad Nacional Agraria y las Cámaras de Comercio aportaron –cada uno– un representante.

Varias reformas propuestas por la misión Kemmerer fueron desestimadas. En particular, el profesor Edwin Kemmerer había resaltado la disciplina fiscal como un elemento indispensable para promover una política monetaria consistente con la

⁴ La Junta de Gobierno aprobó solamente tres propuestas de la misión Kemmerer: (1) la Ley de Creación del BCRP, (2) la Ley de Bancos y (3) la Ley de Reforma Monetaria (o restablecimiento del patrón oro). La principal razón para el retorno a la convertibilidad habría sido darle estabilidad a la moneda nacional, debido a la disciplina impuesta al banco emisor. Dentro de las razones por las que se abandonó la convertibilidad en 1932, destaca el entorno externo desfavorable, que se había agravado luego de la suspensión del patrón oro en Inglaterra en 1931 (véase BCRP [2000: XXXIII-XXXVII]).

estabilidad de precios (véase Guevara [1999]). Dado que la misión había elaborado sus recomendaciones de manera que fueran aprobadas en su conjunto, era difícil esperar que estas tuvieran éxito en la posibilidad de ser implementadas individualmente.

La falta de blindaje o autonomía del Banco se reflejó pocos meses después de su creación. En agosto de 1931, se redujo su capital social en 5 millones de soles a favor del Banco Agrario, recientemente constituido, a los que luego se sumarían 3,5 millones más en septiembre del mismo año. Estas reducciones ascendieron al 32 por ciento del capital inicial del Banco. Posteriormente, en febrero de 1933, se modificaría la Ley Orgánica del Banco para permitir mejores condiciones de crédito al fisco, debido al conflicto bélico con Colombia.

2.3.1 Los cambios en la legislación de 1933

Así como en la Constitución Política de 1920, la Constitución de 1933 otorgó al Estado el privilegio de emitir billetes. Dicha facultad se ejercería a través de una institución bancaria central nacional encargada de la regulación de la moneda. Esta fue la primera vez que la regulación monetaria que estaba a cargo de una entidad bancaria tenía carácter constitucional. Esta facultad, sin embargo, encomendaba la estabilidad monetaria al Estado, con los medios que tuviese a su alcance, y no al Banco.

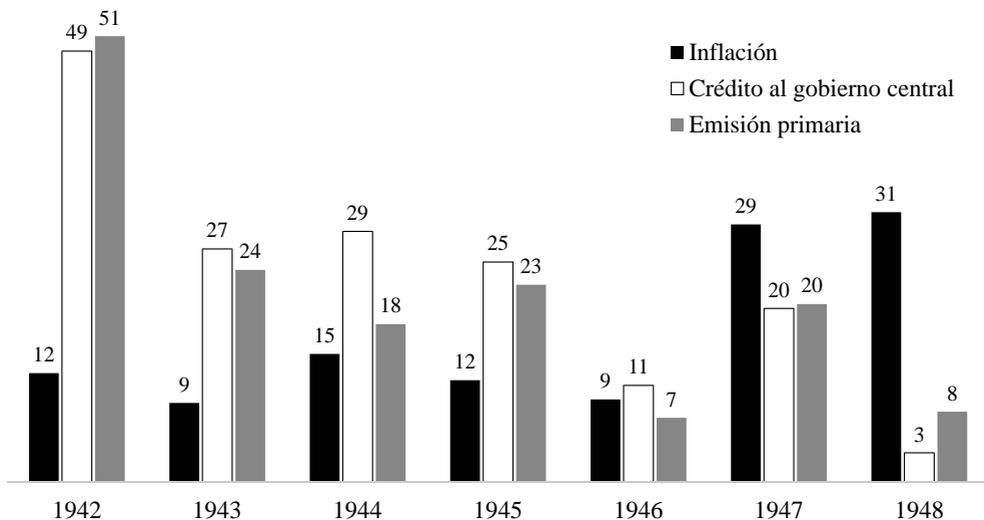
En principio, el Banco no fue creado como una institución dirigida a financiar al fisco. Sus funciones fueron básicamente procurar la elasticidad del circulante y fungir de prestamista de última instancia. Así, el mantenimiento del valor de la moneda no fue explícitamente definido. De hecho, hasta la Ley Orgánica de 1992, la estabilidad de precios no fue el objetivo último, sino que se confundía dentro del conjunto de tareas que desempeñaba el ente emisor.

En febrero de 1933, se modificó la Ley Orgánica del Banco para permitir un mayor financiamiento al gobierno, mediante la Ley 7701. Esta extendió el límite de los redescuentos de letras giradas por el gobierno a un trimestre de rentas nacionales por recaudar, cuando originalmente era solo un mes. En abril de ese mismo año, se promulgó la Ley 7737, que amplió el límite a un semestre de recaudación fiscal. Dos meses después, mediante la Ley 7760, el Banco aprobó un empréstito destinado a gastos de defensa. Este sería el inicio de una creciente dependencia del gobierno al financiamiento del instituto emisor, que luego requeriría leyes adicionales para relajar los límites establecidos originalmente en la Ley Orgánica. Así, el crédito del Banco al gobierno creció de S/ 27 millones en 1933 a S/ 130 millones a finales de 1940.

La inflación, sin embargo, se mantuvo relativamente estable entre la fundación del Banco y finales de la década de 1960, debido a un manejo responsable para los estándares de la época en el control de la inflación. Como resultado, la tasa de inflación promedio anual en dicho período fue 8,1 por ciento, excepto durante el quinquenio posterior a la Segunda Guerra Mundial, cuando la inflación ascendió a 31 por ciento en 1948⁵.

La década de 1940 se caracterizó por una política intervencionista del gobierno en la economía. La política de subsidios públicos no solamente involucró la participación del Banco, sino que originó presiones sobre la balanza de pagos, que condujeron al control del mercado cambiario y del comercio exterior. Los disequilibrios fiscales, producto de una menor recaudación y un mayor gasto, fueron financiados por deuda interna y por una mayor emisión primaria: el crédito del Banco al gobierno pasó de S/ 182 millones en 1941 a S/ 736 millones en 1948 (véase el gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 *Precios, crédito al gobierno central y emisión primaria*



Nota: variaciones porcentuales anuales. El crédito al gobierno central incluye la banca de fomento.

Fuente: Guevara (1999).

⁵ Si dentro de este horizonte se aislan los efectos de la Segunda Guerra Mundial y el gobierno de José Luis Bustamante y Rivero, la tasa de inflación promedio anual disminuye a 6,6 por ciento.

2.3.2 La nueva Ley Orgánica de 1962

La Ley Orgánica de 1931 había fijado en 30 años la vigencia del Banco. Habiéndose recogido en dicho anteproyecto las experiencias adquiridas durante los 30 años de aplicación de la ley vigente, en junio de 1961 se remitió el anteproyecto de ley al Congreso de la República, formulado por los funcionarios del Banco y por una comisión formada por el Directorio para tal efecto (véase BCRP [1999: 417]).

Así, el 30 de enero de 1962, el gobierno promulgó la nueva Ley Orgánica del Banco, que incluyó dentro de su primer artículo lo siguiente: “El Banco es una institución autónoma y le corresponde regular el volumen de crédito bancario y administrar las reservas internacionales oficiales del país”. Sin embargo, esta noción de autonomía no eliminó la dependencia del sector público del financiamiento del Banco.

No obstante, a partir de 1968 se produjeron cambios en la Ley Orgánica del Banco que implicaron alteraciones en la composición del Directorio y en la manera en que se formulaba e implementaba la política monetaria en el país. Todos los miembros del Directorio fueron nombrados por el gobierno, el cual luego crearía el Consejo de la Política Monetaria del país en 1970, como una institución ajena al Banco, encargada de planear y conducir la política monetaria, crediticia y cambiaria del país.

De este modo, se comprometió **totalmente** la autonomía de la institución, lo que derivó en una política monetaria acomodaticia a los planes de crédito del gobierno, el cual se involucró en actividades económicas específicas que requirieron créditos sectoriales por parte del Banco. Estos cambios fueron determinantes para la pérdida de estabilidad monetaria en los años siguientes. El gobierno, en su afán por participar activamente en la economía para desarrollar la industria, dictaba las metas de expansión de crédito por sectores. El crédito del BCRP a la banca de fomento aumentó más de diez veces en siete años, pasando de S/ 1.325 millones en 1968 a S/ 14.408 millones en 1975. Asimismo, el BCRP inició en 1971 las políticas de crédito al Banco de la Nación, que se expandió a S/ 5.902 millones a finales de 1975.

Como resultado, hacia la primera mitad de la década de 1970, la tasa de inflación comenzó a acelerarse. Al respecto, Castillo, Humala y Tuesta (2012) encuentran que la dinámica de la inflación migra de un régimen estable de baja inflación, entre los años 1949 y 1975, hacia un régimen de alta inflación y volatilidad entre 1975 y 1987, que luego desembocaría en un régimen de hiperinflación entre 1988 y 1990.

2.3.3 El intento frustrado de 1979 por devolverle autonomía al Banco

El año 1979 marcó el inicio de la transición del gobierno militar a la democracia. La crisis económica y las crecientes tasas de inflación caracterizaron el momento en que se discutió la nueva Constitución Política del Perú en la Asamblea Constituyente y, en particular, el capítulo de Moneda y Banca que repercutió sobre el accionar del Banco.

En la discusión que precedió a la promulgación del capítulo de Moneda y Banca fue evidente el interés sobre el grado de autonomía del BCRP. El Dr. Alonso Polar Campos, gerente general del Banco entonces, expuso ante la Comisión de Constitución de la Asamblea Constituyente que era necesario que, a nivel constitucional, “se puedan establecer los mecanismos pertinentes para defender o para preservar su grado de autonomía dentro del gobierno. La historia del Banco Central, en los últimos veinte o veinticinco años, ha demostrado que esta autonomía ha dependido fundamentalmente de la personalidad de su presidente” (véase Diario de Debates de la Asamblea Constituyente de 1978, tomo I: 159). Además, el Dr. Polar hizo hincapié en el hecho de que el presupuesto del Banco estaba dentro de la Ley General de Presupuesto, y esta dependencia presupuestal le generaba inconvenientes al Banco, a pesar de que este generaba los recursos necesarios para su funcionamiento. Por último, el Dr. Polar sugirió que las funciones principales del Banco (regulación del circulante, administración de las reservas internacionales, entre otras), e incluso aspectos como el de la conformación del Directorio, fueran incluidas en la nueva Constitución.

Hubo consenso en que no podía darse a los bancos la facultad de elegir directores, y que debían ser siete los miembros del Directorio. La discusión se centró en los diversos mecanismos para elegir a los directores (si todos debían ser elegidos por el Ejecutivo, el Senado o ambos). Finalmente, se acordó que el Presidente de la República designaría a cuatro miembros, incluyendo al presidente. El Senado también ratificaría a este y elegiría a los otros tres, a partir de una propuesta del Dr. Enrique Chirinos Soto.

Inicialmente, la duración del mandato de los directores se fijó en tres años. Luego este período se extendería a cinco. Asimismo, los directores originalmente no podían ser removidos, lo cual fue finalmente modificado, dándole al Senado la facultad de removerlos por falta grave.

Luego se estableció que el Banco gozara de autonomía dentro de la ley. Como manifestó el Dr. Ernesto Alayza Grundy en la Asamblea Constituyente: “la autonomía es en el sentido de que la Ley le da la dirección general de la economía al Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Economía, pero que, al mismo tiempo, existe una

entidad con suficiente autonomía como para discutir estas decisiones del Ministerio de Economía y no estar sometida a ellas” (véase el tomo V del Diario de Debates de la Asamblea Constituyente de 1978). El texto final de la Constitución reconoció la existencia del BCRP “como una persona jurídica de derecho público con autonomía dentro de la ley”. Asimismo, se acordó que las funciones incluyesen la regulación de la moneda y el crédito del sistema financiero, la estabilidad monetaria y la administración de las reservas internacionales.

La Constitución Política de 1979 fue un intento frustrado por darle mayor autonomía efectiva al Banco. Al menos dos razones podrían explicar este punto. En primer lugar, no se concretó la idea de la autonomía dentro de su Ley, en el sentido de que cualquier norma podía alterar el comportamiento del Banco. En segundo lugar, no se prohibió el financiamiento al fisco. Esta injerencia del gobierno en el manejo de la política monetaria del Banco aceleraría la inflación de la década siguiente y desencadenaría la hiperinflación de finales de la década de 1980.

2.3.4 La independencia del Banco Central de Reserva del Perú

Como en todo banco central moderno, la independencia del BCRP está circunscrita por un marco institucional que establece claramente un objetivo único de estabilidad monetaria; que permite el libre diseño de su política, la elección del instrumento y del momento más apropiado de su implementación; que prohíbe cualquier financiamiento directo o indirecto al tesoro público; que prohíbe establecer las tasas o los tipos de cambio preferenciales o múltiples; y, finalmente, que garantiza su solvencia presupuestaria y de capital.

Si bien el interés por contar con un banco autónomo defensor de la estabilidad de precios se remonta a la década de 1960, en la práctica le fue muy difícil al Banco no ceder ante las presiones de financiamiento del fisco, incluyendo la banca de fomento primero y luego el Banco de la Nación a inicios de la década de 1970. Fue en 1992 cuando se llevaron a cabo medidas más importantes para reformar el sistema económico nacional (en particular, para reducir la tasa de inflación), en materia monetaria. En este sentido, la Ley Orgánica del Banco de 1992 y la Constitución Política del Perú de 1993 (en particular, el artículo 84.^o) le dieron la autonomía efectiva suficiente para el proceso de desinflación.

La Comisión de Constitución del Congreso Constituyente de 1993 inicialmente propuso un artículo del Capítulo de Moneda y Banca en el cual se le otorgaba

autonomía al Banco dentro de la ley. Finalmente, siguiendo la sugerencia del presidente del Banco, el Dr. Germán Suárez, el Dr. Enrique Chirinos Soto planteó que el Banco gozara de autonomía en el marco de su Ley Orgánica, texto finalmente aprobado⁶. Al respecto, Monteagudo (2005) enfatiza que la Ley Orgánica actual es una norma de desarrollo constitucional en la medida en que la propia Constitución se remite a esta.

Asimismo, la propuesta del Banco, expuesta por el Dr. Suárez, enfatizó que la finalidad del Banco era la estabilidad monetaria. Se distinguió entre la finalidad única de la estabilidad de precios y las funciones que permitirían conseguirla, lo cual no se había hecho hasta ese momento.

Este marco legal favoreció la reducción de la inflación a niveles internacionales, lo que se tradujo en mayores tasas de crecimiento del producto real. En este contexto, el BCRP diseñó inicialmente su política monetaria a través del control de agregados monetarios y luego, a partir del año 2002, lo hizo por medio del esquema de metas explícitas de inflación (MEI), anunciando como meta una tasa de inflación de 2,5 por ciento anual con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba o hacia abajo. Para afianzar el logro de este objetivo, a partir del año 2007 el BCRP diseña y ejecuta su política monetaria para que la tasa de inflación sea 2,0 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba o hacia abajo.

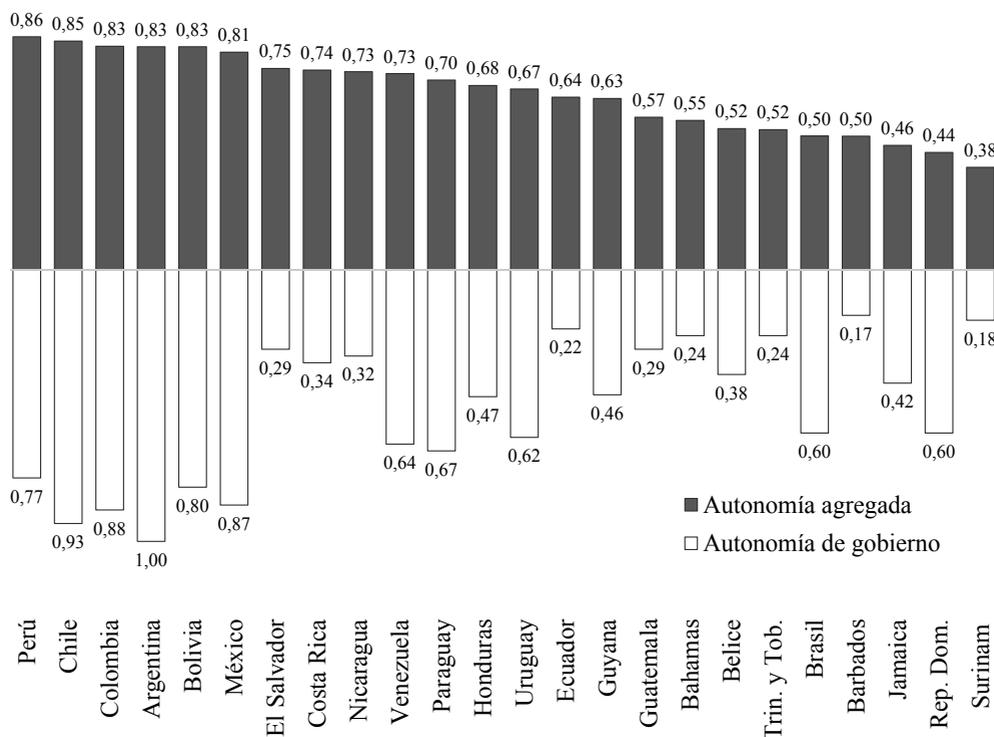
El esquema de MEI depende en gran medida de la capacidad del Banco para anunciar una meta de inflación y comprometerse con ella. Ello es posible gracias al alto grado de autonomía que posee bajo la normatividad vigente. En retribución a esta independencia, el BCRP está obligado a rendir cuentas de las acciones y procedimientos que lleva a cabo para cumplir con su objetivo de inflación.

Como comentan Armas y Grippa (2006), la fijación del esquema de MEI fomentó además la disminución del coeficiente de dolarización, fenómeno originado en entornos de altas inflaciones y que implica una mayor preferencia por moneda extranjera. A medida que la confianza en la moneda local vaya aumentando, producto de tasas de inflación bajas, se esperaría una reducción progresiva en el grado de dolarización de la economía.

⁶ Véase el Diario de Debates de la 51.^a Sesión de la Comisión de Constitución y Reglamento de 1993. El Dr. Chirinos Soto era el presidente de la Comisión de Constitución y Reglamento cuando se discutió acerca de la autonomía del Banco. La Constitución además prohibió al Banco financiar al erario. Adicionalmente, la Ley Orgánica de 1992 había establecido que el Banco tampoco podía otorgar financiamiento a la banca de fomento.

El logro sostenido de una inflación coherente con el principio de la estabilidad de precios debe consolidarse con el fortalecimiento institucional de la política monetaria. Un elemento clave de dicha institucionalidad es la autonomía del BCRP. De acuerdo con Jácome y Vázquez (2008), el BCRP lidera el *ranking* de autonomía agregada en América Latina; sin embargo, la evaluación específica que estos autores realizan para América Latina muestra que el BCRP ocupa el sexto puesto con relación a la autonomía de gobierno. Véase el gráfico 2.5.

Gráfico 2.5 Índices de Cukierman para América Latina



Fuente: Jácome y Vázquez (2008).

La menor autonomía de gobierno del BCRP está asociada a la coincidencia integral del nombramiento del presidente y de los otros seis directores del BCRP con el período presidencial de la República. En los países que tienen una mayor autonomía de gobierno que el Perú (Bolivia, Chile, Colombia y México), los directores

son renovados en forma escalonada, con un período de nombramiento que supera al período presidencial. Para lograr una mayor independencia del gobierno, una recomendación sería la renovación escalonada de los directores, de manera que el Directorio no se cambie completamente cada vez que se nombra un nuevo gobierno.

Tomando en consideración esta necesidad de reforma institucional, el Congreso de la República del Perú, desde 2007, ha venido contemplando la institucionalización de la renovación escalonada del Directorio del BCRP a un ritmo de un director por año, y el nombramiento de los directores por un período de 7 años. Esta iniciativa fue aprobada en primera votación el 21 de mayo del año 2009, aunque lamentablemente no se efectuó la segunda votación necesaria para este tipo de reforma constitucional.

La estabilidad monetaria alcanzada y la garantía de su permanencia en el largo plazo han tenido como factor crucial la reputación, credibilidad y autonomía de la política monetaria del BCRP, que ha conseguido una tasa de inflación promedio de los últimos años de alrededor de 2 por ciento. Estos factores buscan preservar la capacidad adquisitiva de la moneda y son fundamentales para la estabilidad macroeconómica. Por ello, el mismo artículo 84.º de la Constitución le otorga al BCRP autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica, en tanto que el artículo 86.º dispone que el Banco se encuentra gobernado por un Directorio, con miembros que no representan entidad ni interés alguno y a los que solo el Congreso puede remover, por falta grave.

La política monetaria en el Perú, con un régimen de MEI implementado por un banco central autónomo, ha contribuido significativamente al logro de la estabilidad macroeconómica, base del crecimiento económico y del desarrollo de largo plazo. En el cuadro 2.2, se puede observar una reducción significativa de la inflación y su volatilidad entre los cuatro años previos y posteriores a la adopción del esquema de MEI. Más aún, el Perú tuvo el mayor y más estable crecimiento anual promedio del PBI en los cuatro años siguientes a la adopción de dicho esquema. Estos resultados son coherentes con varios estudios empíricos que han encontrado una asociación negativa entre el grado de autonomía de los bancos centrales y el nivel y la volatilidad de la inflación (véase, entre otros, Jácome y Vásquez [2008]).

2.4 Comentarios finales

Una condición fundamental para mantener la inflación bajo control en el largo plazo es contar con un banco central autónomo, lo que incluye aspectos institucionales, políticos y económicos, donde destaca el aspecto presupuestal.

Cuadro 2.2 Inflación, crecimiento del PBI y el esquema de MEI

	Inflación anual promedio (porcentaje)					Crecimiento del PBI real (porcentaje)			
	4 años		4 años			4 años		4 años	
	previos a MEI		posteriores a MEI			previos a MEI		posteriores a MEI	
	μ	σ	μ	σ	Δ	μ	σ	μ	σ
Brasil	23,0	29,2	6,8	1,5	5,3	2,6	1,8	2,1	1,6
Chile	6,7	1,4	3,3	0,6	1,2	7,0	3,0	2,3	2,3
Colombia	19,6	1,2	8,6	1,9	7,9	2,8	2,0	0,5	3,2
México	12,1	5,0	4,6	0,4	3,2	3,8	2,8	2,3	1,5
Perú	3,3	2,6	2,2	0,9	1,7	0,9	1,5	5,2	1,0

Notas: μ denota el promedio; σ , la desviación estándar; y Δ , el desvío promedio respecto a la MEI.

Fuente: portales de Internet de los bancos centrales.

La autonomía presupuestal 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.

En el Perú, el artículo 84.º de la Constitución Política señala claramente que “el Banco Central es persona jurídica de derecho público. Tiene autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria”. Asimismo, dentro del marco de su Ley Orgánica, el artículo 86.º de esta señala que “El Banco cuenta con autonomía presupuestal”. Esta autonomía e independencia operacional y de objetivos otorgada al BCRP permitió diseñar e implementar una política monetaria libre de la predominancia fiscal, fortaleció la credibilidad y reputación, permitió alcanzar la estabilidad de precios y consolidó las bases para su sostenibilidad en el largo plazo.

Referencias

- Alesina, A. (1988). Macroeconomics and politics. En *NBER Macroeconomics Annual 1988*, volumen 3 de *NBER Chapters*, páginas 13–62. National Bureau of Economic Research.
- Alesina, A. y Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2):151–62.

- Alfageme, A., Gálvez, J., Ponce, L., y Troncoso, R. (1992). *De la Moneda de Plata al Papel Moneda en el Perú : 1879-1930*. Banco Central de Reserva del Perú y Agencia para el Desarrollo Internacional, Lima.
- Armas, A. y Grippa, F. (2006). Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú. En Armas, A., Ize, A., y Levy-Yeyati, E., editores, *Dolarización Financiera. La Agenda de Política*, capítulo 6, páginas 135–162. Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- Barro, R. J. y Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1):101–121.
- BCRP (1999). *El Banco Central: Su Historia y la Economía del Perú 1821-1992*, volumen 1. Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- BCRP (2000). *La Misión Kemmerer en el Perú: Informes y Propuestas*. Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- Beblavý, M. (2003). Central bankers and central bank independence. *Scottish Journal of Political Economy*, 50(1):61–68.
- Carstens, A. y Jácome, L. I. (2005). Latin American central bank reform: Progress and challenges. Working Paper 05/114, International Monetary Fund.
- Castillo, P., Humala, A., y Tuesta, V. (2012). Regime shifts and inflation uncertainty in Peru. *Journal of Applied Economics*, 15(1):71–87.
- Céspedes, L. F. y Valdés, R. (2006). Autonomía de bancos centrales: La experiencia chilena. Working Paper 358, Central Bank of Chile.
- Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence. Theory and Evidence*. MIT Press.
- Cukierman, A. (2006). Independencia del banco central e instituciones responsables de la política monetaria. Pasado, presente y futuro. *Economía Chilena*, 9(1):5–23.
- Eijffinger, S. y Schaling, E. (1993). Central bank independence in twelve industrial countries. *BNL Quarterly Review*, 46(184):49–89.
- Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G., Malinvaud, E., y Pagano, M. (1991). Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*, 6(13):342–392.
- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Revista Estudios Económicos*, 5:27–60. Banco Central de Reserva del Perú.

- Ize, A. (2005). Capitalizing central banks: A net worth approach. *IMF Staff Papers*, 52(2):289–310.
- Jácome, L. I. y Vázquez, F. (2008). Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy*, 24(4):788–801.
- Kydland, F. E. y Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3):473–91.
- Laurens, B., Arnone, M., y Segalotto, J.-F. (2006). The measurement of central bank autonomy: Survey of models, indicators, and empirical evidence. Working Paper 06/227, International Monetary Fund.
- Monteagudo, M. (2005). La banca central independiente y la búsqueda del equilibrio. *Revista Moneda*, 131:27–60. Banco Central de Reserva del Perú.
- Moser-Boehm, P. (2006). The relationship between the central bank and the government. En Bank for International Settlements, editor, *Central Banks and the Challenge of Development*, páginas 45–63. Bank for International Settlements.
- Orrego, F. (2007). Autonomía del Banco Central de Reserva del Perú: Una perspectiva histórica. *Revista Moneda*, 135:16–22. Banco Central de Reserva del Perú.
- Pérez, F., Quispe, Z., y Rodríguez, D. (2007). Independencia del banco central y estabilidad de precios. *Revista Moneda*, 135:23–29. Banco Central de Reserva del Perú.
- Ricardo, D. (1810). The high price of bullion: A proof of the depreciation of bank notes. En Sraffa, P. y Dobb, M., editores, *The Works and Correspondence of David Ricardo*, volumen 3, Pamphlets and Papers 1809-1811. Liberty Fund (2005).
- Ricardo, D. (1821). On the principles of political economy and taxation. En Sraffa, P. y Dobb, M., editores, *The Works and Correspondence of David Ricardo*, volumen 1, Principles of Political Economy and Taxation. Liberty Fund (2005).
- Ricardo, D. (1824). Plan for the establishment of a National Bank. En Sraffa, P. y Dobb, M., editores, *The Works and Correspondence of David Ricardo*, volumen 4, Pamphlets and Papers 1815-1823. Liberty Fund (2005).
- Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100(4):1169–1189.
- Stella, P. (2005). Central bank financial strength, transparency, and policy credibility. *IMF Staff Papers*, 52(2):335–365.

Walsh, C. E. (2008). Central bank independence. En Durlauf, S. N. y Blume, L. E., editores, *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Palgrave Macmillan, Basingstoke.