



**UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA**

**UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA**

**MAESTRÍA EN ECONOMÍA APLICADA**

**Transparencia en la política monetaria de los Bancos Centrales**

Alumno: Torras, Nuria

Tutor: Ruffo, Hernán

Fecha: 05/06/2019

## **Transparencia en la política monetaria de los Bancos Centrales**

---

*El presente survey tiene como objeto desarrollar una síntesis comparativa de los principales trabajos teóricos en materia de políticas de transparencia monetaria, teniendo en cuenta sus orígenes plurales. La selección del material bibliográfico se propone reflejar tanto la diversidad de matices como su evolución a lo largo de los años. Siendo los principales ejes de interés: la relación entre credibilidad y transparencia, así como también los límites y niveles óptimos de estas políticas, los contrastes entre los modelos económicos propuestos y los principales elementos de política monetaria.*

Palabras Clave: Bancos Centrales, Economía Política

### **Contenido**

INTRODUCCIÓN .....	3
DEFINICIÓN DE TRANSPARENCIA: .....	4
MARCO CONCEPTUAL TEÓRICO .....	5
LA RELACIÓN ENTRE TRANSPARENCIA Y CREDIBILIDAD .....	7
LÍMITES Y NIVELES ÓPTIMOS DE TRANSPARENCIA EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL .....	9
ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS MODELOS ECONÓMICOS Y SU EFECTO EN LAS POLÍTICAS DE TRANSPARENCIA MONETARIA. ....	14
CONCLUSIONES .....	15
REFERENCIAS .....	16

## INTRODUCCIÓN

La implementación de políticas de transparencia monetaria es un fenómeno reciente, estudios<sup>1</sup> realizados muestran que el 51,19% de los Bancos Centrales encuestados aplicaban esta política en 1990, la cifra aumentaría en 1998 al 95,69%. La amplia difusión de estas políticas, ha implicado un cambio de paradigma en la concepción de las dinámicas de divulgación de información. El modelo tradicional de comunicación de los Bancos Centrales estaba más ligado a una política de secretismo y de inferencia de sus intenciones a través de los resultados.

Para algunos autores, como por ejemplo Dincer y Eichengreen (2007), los cambios mencionados son producto de un devenir histórico. Estos sostienen que la evolución de dichas políticas es parte de dos tendencias relevantes hacia fines del siglo XX: la liberalización financiera y la tercera ola de democratización en los mercados emergentes. A partir de 1960 y como consecuencia de gobiernos altamente impopulares y con altas tasas de inflación, los países industrializados comenzaron a crear un nuevo paradigma de política monetaria, donde comienza a mencionarse los conceptos de credibilidad y transparencia. Los trabajos de Kyland – Prescott (1977), Barro –Gordon (1983) y sus sucesores son consecuencia de esta nueva línea.

Otros aducen una mayor efectividad en la política monetaria, ya mejora la habilidad que tiene los hacedores de política para manejar las expectativas. Las cuales son un canal primordial para influir en los resultados de la política monetaria. Hay quienes sostienen también, que es un mecanismo de compensación por la autonomía de los Bancos Centrales.

Existe hace su vez una fuerte correlación entre el surgimiento de las políticas de transparencia, y la divulgación de la política de metas de inflación. Mishkin (2004) vincula directamente el surgimiento de estas políticas en la década de 1990 con el auge de la transparencia y las mejoras de las comunicaciones. En resumen cuanto más hable un Banco central de sus metas, procedimientos y pronósticos, existe una mayor probabilidad de convencer al público sobre el compromiso que se tiene con la estabilidad monetaria, reduciendo el riesgo de tener que atravesar por costosas fases de estabilización de precios.

Se puede concluir que las razones que han llevado al avance de las políticas de transparencia monetaria son multicausales, y atraviesan distintas disciplinas.

El presente *survey* tiene como objeto desarrollar una síntesis comparativa de los principales trabajos teóricos en materia de políticas de transparencia monetaria, teniendo en cuenta sus orígenes plurales. La selección del material bibliográfico se

---

<sup>1</sup> (Fry et al 2000,Tabla 3.1)

propone reflejar tanto la diversidad de matices como su evolución a lo largo de los años, persiguiendo la búsqueda de contrastes y la delimitación de los consensos teóricos subyacentes.

La primera sección del trabajo busca definir los elementos teóricos más básicos, en segunda instancia se busca establecer conexiones directas con fenómenos complementarios. En la tercera sección se desarrollan los conceptos de límites y óptimos, para luego finalizar con un ejercicio comparativo de los principales modelos económicos expuestos. Lo cual nos permite dialogar indirectamente sobre los siguientes conceptos: instrumentos de política monetaria, función de pérdidas, sesgo inflacionario y producto potencial.

#### **DEFINICIÓN DE TRANSPARENCIA:**

En el análisis de política monetaria el concepto de transparencia presenta una multiplicidad de acepciones, algunas de corte más teórico y otras de naturaleza más práctica. No existe dentro de la bibliografía reseñada un consenso único del sentido del término. Hay autores que proponen una definición permeable y abierta a modificaciones futuras, mientras otros postulan definiciones más estáticas. A continuación, se analizan las principales posiciones al respecto.

La transparencia en la política monetaria es definida por Geraats (2001) como la ausencia de asimetría de información, incluyendo todas las facetas de este proceso. En un escenario de transparencia perfecta todos los agentes están igualmente bien informados. Lo cual no implica la ausencia de incertidumbres, pero sí que todos los actores tienen la misma información y el mismo grado de incertidumbre. Geraats entiende que la transparencia perfecta es un ideal prácticamente imposible de alcanzar pero útil como *benchmark*. Teniendo en cuenta el primer teorema del bienestar, Geraats argumenta que en un mundo con asimetrías de información pero sin ninguna otra imperfección de mercado, trasladarse hacia la transparencia perfecta es una mejora en el bienestar social, y por ende un resultado *first-best*.

Por el contrario, Carpenter (2004) entiende que no existe una definición única de transparencia capaz de obtener un consenso académico amplio. Esto se debe a las dificultades para modelizar el concepto en sí mismo. A diferencia de Geraats, el punto focal del argumento esgrimido radica en la comprensión por parte del receptor y no en las asimetrías informativas. Sostiene por lo tanto, que la transparencia adquiere sentido siempre y cuando implique una comunicación efectiva, y no meramente el cumplimiento de los anuncios requeridos. Bajo el supuesto de que una comunicación efectiva implica un entendimiento por parte del público de los distintos aspectos de la política monetaria.

Winkler (2000) tiene una visión similar a Carpenter, y le brinda centralidad al modo de trasmisión de la información, entendiendo que pueden existir potenciales fricciones en el proceso. El autor sostiene que la gran mayoría de los desarrollos teóricos priorizan en su análisis la cantidad y calidad de información disponible. Por lo tanto, sugiere que la definición teórica del fenómeno debe ser amplia y asumir que pueden existir facetas del mismo contradictorias entre sí. Siendo la definición de transparencia: “el grado de entendimiento genuino que posee el público con respecto a los procesos de política monetaria y sus decisiones”.

Jensen (2000) toma una postura más pragmática y entiende como transparencia cualquier característica institucional que facilite la formación de expectativas del sector privado con respecto al futuro de la política monetaria y los desarrollos económicos. Al momento de definir el concepto en su expresión más pura prefiere ejemplificar con un escenario real. El autor entiende que existe un estado de transparencia absoluta al publicar las minutas de las reuniones del directorio del Banco Central. Esto se debe a que los documentos relacionados a procesos de decisiones colegiadas son vistos cómo los más complejos de publicar.

## MARCO CONCEPTUAL TEÓRICO

Los procesos de transparencia monetaria son complejos y abarcan múltiples facetas. Esto implica, la necesidad de un marco conceptual teórico capaz de contener las distintas perspectivas sobre el fenómeno. En la literatura reseñada se observa que no existe un consenso mayoritario sobre las taxonomías disponibles. En el análisis realizado surgen dos vertientes predominantes: Geraats (2001) y Carpenter (2004). Esta problemática no es ajena a la discusión vertida en el inciso previo, dado que no existe una definición taxativa y común del significado de “transparencia”, contraponiéndose en este caso también las visiones de Geraats (2000) y Carpenter (2004).

Uno de los primeros aportes para generar una taxonomía por categorías surge del estudio realizado por *Geraats (2001)*. El mismo plantea que existen cinco aspectos (categorías) en los procesos de transparencia aplicables a la política monetaria.

- *Transparencia Política*: se refiere a la claridad con que se comunican los objetivos de política monetaria y el marco institucional. Esta categoría abarca temáticas tales como: metas de inflación explícitas y el grado de independencia de los bancos centrales.

- *Transparencia Económica*: se centraliza en la información económica disponible al público y su utilidad para la creación de políticas. Atraviesa temáticas como la publicación de pronósticos macroeconómicos y los modelos desarrollados.
- *Transparencia de Procedimiento*: implica difundir públicamente la forma en que las políticas monetarias se piensan y concretan. Esto implica, divulgar la estrategia monetaria y las minutas de los procesos de deliberación de los órganos correspondientes.
- *Transparencia sobre la política monetaria aplicada*: tiene como objetivo transmitir cuál es la postura política tomada, porque se ha elegido este camino y cuáles son los lineamientos futuros de política monetaria.
- *Transparencia Operacional*: su fin es difundir los errores, discrepancias, ruidos y fricciones que pudiesen ocasionarse en la implementación de la política monetaria.

Por el contrario, el *survey* realizado por *Carpenter(2004)* propone una taxonomía distinta, más focalizada en los resultados y la implementación de la política monetaria. El autor entiende que la clasificación propuesta por *Geraats (2001)* tiene un grado de especificidad excesivo, dado que los tipos de transparencia enumerados son sustituibles entre sí. Lo cual no implica que los términos propuestos por el autor sean excluyentes entre sí. Siendo los pilares propuestos:

- *Transparencia de Instrumentos*: se cumple cuando se conoce el instrumento de política monetaria, así como también sus niveles objetivos.
- *Transparencia en las Metas*: se cumple cuando el público conoce los objetivos del Banco Central, y en caso de que fuesen objetivos múltiples, también tiene conocimiento del peso y relevancia que le brinda a cumplir cada uno de los objetivos.
- *Transparencia en la Implementación*: se cumple cuando el público comprende la forma en que se utilizarán los instrumentos disponibles para lograr las metas propuestas. Esto incluye la divulgación de información privada que el Banco Central puede tener a su disposición, así como también los modelos económicos utilizados y la forma en que se tomaron las decisiones.

*Geraats (2014)* no sólo propone una clasificación en cinco subgrupos, plantea también una forma estructurada de analizar los efectos de la transparencia, tanto *ex ante* como *ex post*. Estos se denominan efecto informativo y efecto de los incentivos. El primero se refiere a las consecuencias ya sean positivas o negativas de revelar una determinada información. Por ejemplo, podría tratarse de una reducción de la incertidumbre o un aumento de la volatilidad económica. El segundo, se refiere a los cambios estructurales que surgen en el comportamiento económico frente a un cambio en la estructura de la

información. Por ejemplo, si el Banco Central decide publicar sus predicciones macroeconómicas, antes mejorará el diseño de su metodología de predicción.

## LA RELACIÓN ENTRE TRANSPARENCIA Y CREDIBILIDAD

La relación entre los conceptos de credibilidad y transparencia proviene de la literatura sobre compromiso y discreción generada en la década de 1980, principalmente los modelos de Kyland-Prescott y Barro-Gordon. Actualmente, estos conceptos se encuentran integrados a las discusiones positivas y normativas de política monetaria. El compendio de literatura mencionado, ha generado una suerte de axiomas o creencias compartidas sostenidas en tres preceptos básicos:

- Un Banco Central con baja credibilidad debe mantener una política más restrictiva que una entidad monetaria con alta credibilidad, siendo el resto de los factores iguales.
- Un Banco Central con baja credibilidad es menos flexible para responder de forma óptima a los shocks que se presenten.
- Una mayor transparencia mejora la credibilidad y por lo tanto también los resultados de las políticas aplicadas.

Faust y Svensson (1998) intentan evaluar con una nueva perspectiva los preceptos mencionados, siendo su objetivo final analizar la relación entre transparencia, credibilidad y reputación. Los autores utilizan un modelo donde las características del Banco Central no son observables para el sector privado. Este último está obligado a inferirlas a través de los resultados de las políticas monetarias llevadas a cabo. Los resultados obtenidos, muestran que el aumento de la transparencia es consistente con un mayor bienestar social; pero a su vez la reputación del Banco Central se vuelve más sensible a sus acciones. Tal es así, que genera una influencia moderadora sobre las políticas que aplica el Banco Central

En una primera observación, los resultados obtenidos por Faust y Svensson (1998) son contrapuestos a los establecidos por la bibliografía precedente, aunque se encuentran algunos matices. Si tomamos el primer precepto, donde un Banco Central con baja credibilidad es capaz de generar una inflación más alta que un Banco Central con alta credibilidad, se puede afirmar que produce una política más inflacionaria. Pero a su vez, si el banco con baja credibilidad obtiene una inflación menor a la esperada, entonces conduce una política menos expansiva de lo previsto.

Al analizar el segundo precepto enunciado, los autores encuentran que los Bancos Centrales con baja y alta credibilidad tienen la misma capacidad de reacción. Es decir, que ambos tienen la misma flexibilidad para responder frente a shocks de oferta y al objetivo de empleo.

El tercer precepto analizado marca una relación positiva entre credibilidad, transparencia y el resultado de la política aplicada. Faust y Svensson (1998) arriban a una conclusión distinta, el aumento de la transparencia influye sobre las expectativas

de inflación tanto del Banco Central cómo de los actores privados. Es así que, ambos actores se vuelven más sensibles a las acciones de política monetaria provenientes del Banco Central. Frente a dicho escenario, los costos de desviarse de una política de inflación cero por parte de la entidad monetaria aumentan. Lo cual produce un efecto disuasivo al momento de cumplir los objetivos de empleo. Finalmente, la variabilidad del empleo y la inflación cae, así como también el sesgo inflacionario.

Los cambios mencionados, conllevan a un mayor bienestar social, en la mayoría de los casos. En algunos casos, por el contrario, un aumento del bienestar social implica un resultado más desventajoso para el banco. En estos casos las preferencias sociales por la transparencia difieren entre los actores.

Faust y Svensson (1998) se atreven también a plantear un escenario extremo donde la reputación del Banco Central es completamente independiente de sus acciones. El escenario propuesto implicaría un caso de “transparencia extrema”, donde las metas u objetivos del Banco Central son observados directamente. La entidad monetaria bajo dicho supuesto se desprendería de una restricción importante sobre su accionar. Como resultado se obtiene un equilibrio poco recomendable con alto sesgo inflacionario y mucha variabilidad en la inflación y el empleo.

Winkler (2000) al igual que Faust y Svensson (1998) encuentra que existe una influencia decisiva de los modelos surgidos en la década de 1980. El autor entiende que esta aproximación ha hecho que sea difícil separar cabalmente los efectos de la transparencia y de la credibilidad. Bajo esta conformación, cualquier incentivo a retener información dependerá de la presencia de un sesgo inflacionario, basado en los beneficios de una supuesta sorpresa inflacionaria. Este concepto, para el autor, se encuentra en contradicción con el comportamiento real de los hacedores de política monetaria. Es altamente improbable, que un Banco Central cree una sorpresa inflacionaria con el fin de lograr cifras de desempleo menores a la tasa natural. En resumen, el presente escenario visualiza a un emisor de la información no tan racional y a un receptor altamente racional. Esto invierte el sentido práctico, donde el Banco Central es un actor racional y quién puede no serlo son los actores privados, que presentan características más heterogéneas.

Tarkka y Mayes (1999) se diferencian incorporando un eje más al análisis de la relación entre la transparencia y la credibilidad. Los autores incluyen el concepto de reputación, el cual se define como el grado de aceptación que tienen las afirmaciones del Banco Central en ausencia de evidencia que las sostenga. A su vez, dentro del mencionado análisis se le da más importancia al elemento *backward-looking* de la credibilidad.

En el modelo planteado, las expectativas de inflación del sector privado están influenciadas por el historial del Banco Central, así como también los compromisos que hace sobre la política futura. Se entiende que la credibilidad de la entidad es medida como la brecha entre la inflación objetivo y las expectativas privadas de inflación. A fin de estabilizar las expectativas del sector privado, el banco debe convencer al público



de que su estrategia va a funcionar y de que piensa cumplir con ella. Cuanto más persuasiva es la entidad y más valor le otorga el público a los elementos *forward-looking* de las expectativas, menos relevancia adquiere el historial de la entidad. Los autores plantean que las políticas de transparencia pueden ayudar a aliviar los problemas de credibilidad.

Por último, Mishkin (2004) hace un análisis detallado de la relación entre la credibilidad del Banco Central y la publicación del camino de tasas proyectadas. El autor sostiene, que a excepción de países como Japón con deflación sostenida, el anuncio del camino de tasas proyectadas no es recomendable, ya que se trata de una variable variante en el tiempo. Incumplir con el camino de tasas proyectadas puede significar una pérdida de credibilidad para el Banco Central. Puede dificultar a su vez, la realización de la política monetaria óptima para los objetivos de largo plazo. Una alternativa propuesta, es la publicación de una tasa de política monetaria invariante en el tiempo o la publicación de un sendero de tasas basado en las expectativas del mercado con respecto a las tasas futuras. Ambas opciones son limitantes de la transparencia en un sentido amplio. El autor menciona, que en el caso de los países emergentes con baja credibilidad, podría llegar a ser conveniente la publicación del sendero de tasas, aunque se supiese de antemano que no se cumplirá.

## **LÍMITES Y NIVELES ÓPTIMOS DE TRANSPARENCIA EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL**

Tal cómo fue referido en incisos anteriores, una parte de la literatura encuentra cómo deseable un estado de transparencia absoluta. En contrapartida, existe un consenso sostenido por diversos autores, sobre la imposibilidad de dicho escenario. En consecuencia, es necesario un análisis detallado de los límites y óptimos de este tipo de políticas. Los autores reseñados encuentran límites externos, principalmente la estructura de la economía, y límites internos relacionados con los elementos de política monetaria en manos del Banco Central. A su vez, la mayoría de los autores reseñados coinciden: el óptimo es un punto intermedio de divulgación de la información.

En la literatura reseñada, la noción de límite es expresada en relación al concepto de “opacidad” de la información. El insumo base de cualquier proceso de transparencia institucional u gubernamental es la divulgación de información y conocimiento específico. El mismo, no es un insumo perfectamente cuantificable y homogéneo,

existen distintos grados de apertura y calidad de la información. Por ende, distintos elementos de la política monetaria puede traer aparejados distintos niveles de opacidad.

Cukierman (2007) sugiere que existe transparencia en los procesos de aplicación de la política monetaria cuando existe claridad sobre la estructura de la economía. Por el contrario, cuando existe opacidad sobre la estructura de la misma nos encontramos e presencia de límites concretos a la transparencia. No sólo existen límites concretos sino también límites deseables u aconsejables. Los primeros están principalmente ligados a los problemas de conceptualización del producto potencial, y también al desfase entre la elección de la política y su impacto en la inflación.

Se puede entender la dificultad de medición del producto potencial como un problema de medición de una variable “latente” a partir de variables directamente observables. El autor ofrece como ejemplo ilustrativo de los Estados Unidos que figura en Kuttner (1994), donde el producto potencial es estimado a través de los datos del producto y la inflación, utilizando el filtro Kalman. Aun así, en la práctica se utiliza como complemento de la aproximación una serie de datos no estilizados y sin criterio sistemático. La transparencia externa requiere que la información difundida sea clara y sencilla, si la conformación de la variable requiere una complejidad mayor no puede ser reportada. Por lo tanto, solo se puede publicar, en el mejor escenario información parcial. En estos casos existe un juego de compensación entre la precisión de la medición interna y la transparencia externa.

A su vez, otros autores marcan las dificultades que puede generar este tipo de información frente a cambios económicos o innovaciones disruptivas de gran escala. En general, estos procesos pueden llevar a errores de política monetaria persistentes en el tiempo. Orphanides (2001,2003) menciona como ejemplo la crisis petrolera de la década de 1970, donde existió una sobreestimación del producto potencial. Cukierman y Lippi (2003) demuestran de forma teórica, que aun el más eficiente de los procesos de optimización, frente a innovaciones que afecten el producto potencial se está expuesto a errores de política persistentes. A su vez, los errores persistentes abren el debate sobre si debe o no publicar una rectificación sobre los errores acontecidos.

A continuación, analizaremos el segundo aspecto limitante planteado por Cukierman (2007). Un número considerable de Bancos Centrales sostiene que la elección actual de la tasa de interés afectará la inflación dentro de dos años y no antes. Este tipo de preceptos son parte de la estrategia de comunicación de los bancos con políticas de metas de inflación. Si se tiene en cuenta un marco teórico neo-keynesiano, donde la inflación es parcialmente responsable de las expectativas corrientes sobre la inflación futura, es contra-indicativo realizar este tipo de declaraciones. Esto debe ser leído como una declaración implícita de los Bancos Centrales, para indicar que no están dispuestos a estabilizar la inflación, manipulando las expectativas de inflación. Esta

estrategia comunicacional puede ser sumamente eficiente pero contrasta con las expectativas de alta o total transparencia que se busca obtener. Por lo tanto, cumplir con las obligaciones de transparencia monetaria puede significar la pérdida de una herramienta de señalización efectiva.

Luego de analizar los límites concretos postulados por Cukierman (2007), se expondrá a continuación cuales son los límites deseables a la transparencia. En un escenario donde una crisis financiera se avizora, y esta información es privativa del Banco Central, hay dos preguntas centrales a responder con respecto a los procesos de transparencia: si debe comunicarse todos los pasos que planea seguir la entidad monetaria, y si debe comunicarlo en tiempo real o no. La difusión de la situación puede ser altamente riesgosa y terminar en una corrida bancaria o en movimientos poco predecibles del sistema financiero, además de forzar al banco a tomar una política más expansiva de lo deseada. Una vez terminada la crisis, los preceptos de redición de cuentas democráticas indican que debe informarse lo sucedido. Por lo tanto, las situaciones de crisis financieras son el único escenario donde se recomienda el secretismo o una divulgación reducida de la información.

Mishkin (2004) concuerda que las políticas de transparencia son positivas para la economía y deben desarrollarse, pero aclara que esta debe ser entendida como el medio para un fin. Es decir, la transparencia genera un efecto positivo cuando permite mejorar la comunicación con el público y ayuda a generar apoyo para las políticas monetarias óptimas focalizadas en el largo plazo. Pero no todos los tipos de transparencia cumplen con estos requisitos, he aquí los límites reales a estas políticas.

En primera instancia, Mishkin (2004) aduce que la publicación de la función objetivo y/o las proyecciones sobre el camino de tasas de interés perjudicarán el proceso de comunicación. A su vez, debilitarán el apoyo que recibe el Banco Central para cumplir sus objetivos de largo plazo. El problema de la función objetivo comienza antes de comunicarla, ya que su definición depende de un órgano colegiado del Banco Central. El directorio del Banco Central es quién delibera sobre estos temas, y en caso de que exista una resolución conjunta puede llegar a comunicarse. Es frecuente que los directores no tengan una función objetivo precisa en mente, y se guíen por otros instrumentos para tomar decisiones. Por último, un anuncio de la función objetivo implica también la divulgación de la brecha de producto y del producto potencial. Desde un punto de vista político, la publicación de la brecha de producto puede llevar a otras autoridades gubernamentales a presionar en favor de su reducción. Desde un punto de vista práctico, si se componen las variables a través de las estimaciones en tiempo real del PBI, dado que estas son corregidas y actualizadas constantemente, implicará correcciones sucesivas en las variables.

En segunda instancia, Mishkin (2004) explica cuáles son las desventajas para el Banco Central de no revelar su intención de reducir tanto las fluctuaciones del producto

como de la inflación. La entidad monetaria, en general es reticente a publicar dichas intenciones, ya que entiende que el poder político puede generar presiones para realizar una política de corto plazo, de carácter expansionista. El peligro de encontrarse en esta situación es que el Banco Central sea visto como una institución únicamente preocupada con la inflación, y esto puede erosionar el apoyo que tiene la entidad por parte del público. Esto se debe a que los agentes privados entienden que el set de preferencias del Banco Central no coincide con el suyo.

Resulta interesante contrastar las visiones de los límites a la transparencia que presentan Cukierman (2007) y Mishkin (2004), en sus respectivos trabajos. Mientras que el primer autor se focaliza en los juegos de compensación y la opacidad inherente a los elementos principales de la política monetaria, el segundo no propone una calibración de grados sino que tiene una visión más tajante sobre qué elementos pueden ser publicados y cuáles no. Este último pone especial hincapié en la dinámica política que se juega entre el Banco Central, otros órganos de gobierno y los actores privados.

Otro punto interesante de contraste, radica en la visión que tienen los autores sobre el comportamiento de la entidad monetaria en situaciones de crisis financiera. Cukierman (2007) menciona que este es uno de los pocos casos donde recomienda una política de secretismo, cómo mínimo en los momentos anteriores y durante el desarrollo de la misma. Por el contrario, Mishkin (2004) cree que frente a grandes shocks inflacionarios, la entidad monetaria puede mantener su política de transparencia.

El autor cita como ejemplo el caso de Brasil en 2002. Frente a la posibilidad de que asumiera la presidencia un candidato de corte populista, el mercado generó un shock de tasa de cambio, ya que se creía que las políticas del candidato llevarían a una devaluación masiva. La depreciación resultante llevó a un proceso sustancial de “overshoot” de la tasa de interés brasileña. El Banco Central brasileño anunció que modificaría sus objetivos de inflación, explicando cual sería el camino que tomarían y cuál el efecto sobre el producto de distintos objetivos de inflación. De esta forma, el público comprendió que la preocupación por la pérdida en el producto era compartida por la entidad.

Finalmente, con una idea más estructurada de los límites presentes, se puede proceder a analizar las nociones de óptimos planteadas por los distintos autores. En este caso, se contraponen las ideas expresadas por Jensen (2000) y por Walsh (2007).

Jensen (2000) plantea que un grado mayor de transparencia puede no ser beneficioso, ya que este puede convertirse en una “camisa de fuerza” para la entidad monetaria y tener un efecto distorsionador sobre las políticas monetarias. Por lo tanto, cabe considerar la posibilidad de niveles óptimos con una divulgación intermedia de la

información. El autor encuentra que más transparencia puede llevar a que las expectativas de inflación se vuelvan más sensibles a las acciones del Banco Central. Esto implica que el sector privado es capaz de detectar cuando hay un “boom” (shock positivo) accidental u deliberado. El objetivo del sector privado es anticipar las estrategias de naturaleza deliberada, siendo estos movimientos interpretados cómo un aumento en el objetivo de producción. Bajo este escenario, las expectativas de inflación y la inflación misma aumentarán. Lo cual implica para el Banco Central un aumento en el costo marginal de la demanda en términos de inflación. En consecuencia, una mayor transparencia induce a la entidad monetaria a prestar más atención al objetivo de inflación que al producto objetivo.

Jensen (2000) argumenta que dicha situación puede ser beneficiosa o negativa dependiendo del punto de partida. Si la credibilidad inicial del Banco Central es baja, un mayor grado de transparencia actuará como un activo disciplinador. Esto se debe a que en un escenario de baja credibilidad, el objetivo de producción inicial es incompatible con el objetivo de inflación inicial, resultando en un equilibrio inflacionario excesivo. Por el contrario, si la credibilidad inicial es alta, el Banco Central puede alcanzar su objetivo de inflación sin necesidad de ningún acto disciplinador. Tal es así, que la implementación de un grado mayor de transparencia podría ser perjudicial, ya que implica una pérdida en términos de estabilización de la performance. Por ejemplo, frente a un shock inflacionario, una entidad con alta credibilidad estará obligada a cumplir con su objetivo de inflación a cualquier costo. Lo cual implicaría una contracción de la demanda a fin de bajar la escalada inflacionaria, siempre y cuando la contracción sea tolerable en términos de pérdida de producto. En resumen, el nivel óptimo de transparencia es un juego de compensación entre las ganancias provenientes de la credibilidad y la flexibilidad de las pérdidas.

Walsh (2007) explora cuál es el grado óptimo de divulgación que debe tener el Banco Central. El modelo propuesto sostiene que el grado de transparencia permite un sinnúmero de variantes intermedias, y encuentra que aún los anuncios parciales pueden ser útiles para dicho análisis. Por lo tanto, el proceso de transferencia de la información puede ser tanto implícito cómo explícito, y se espera que los agentes privados posean a su vez diversas fuentes de información privada. Cuando el Banco Central decide anunciar cuál es su brecha de producto objetivo o su inflación objetivo, en el corto plazo, se revela información sobre los pronósticos internos en relación a los shocks de costo y demanda. La información que reciben las empresas formadoras de precio se vuelve más precisa y las decisiones del sector privado se vuelven más sensibles a los errores de pronósticos cometidos por el Banco Central. El resultado indirecto de la comunicación oficial puede ser un movimiento inflacionario más volátil. Los resultados teóricos obtenidos por el autor indican que el grado de transparencia se ve afectado de distinta forma por disturbios en la demanda u en los costos. Si los pronósticos sobre los disturbios en los costos mejoran, es decir se vuelven menos

persistentes, la transparencia óptima aumenta. Por el contrario, si los pronósticos de disturbio en la demanda se vuelven menos persistentes, esto implica que la transparencia óptima ha decrecido.

Ambos autores utilizaron un modelo de carácter neo-keynesiano y arriban a conclusiones similares sobre los niveles óptimos de transparencia, un juego de compensación entre credibilidad y transparencia.

### **ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS MODELOS ECONÓMICOS Y SU EFECTO EN LAS POLÍTICAS DE TRANSPARENCIA MONETARIA.**

La literatura reseñada presenta una serie de modelos económicos diversos, con algunos puntos en común y múltiples diferencias. Se observa que pequeños cambios en los modelos planteados conlleva a resultados y/o conclusiones divergentes. Por lo tanto, es difícil definir criterios consensuados por la mayoría de los autores. A continuación, se analizarán las principales diferencias y similitudes.

Uno de los principales tópicos de divergencia es la forma en que los distintos autores modelan la incertidumbre. Winkler (2000) entiende que parte de los problemas de modelización radican en la utilización del sistema de teoría de juegos. En estos casos el concepto de incertidumbre era incorporado bajo el rótulo de “información incompleta” o como “información asimétrica” con respecto al estado de la economía. Por ejemplo, en el modelo de Cukierman-Meltzer (1986) se utilizan ambos conceptos para modelar la incertidumbre. Incorporar ambos aspectos implica un modelo más abarcativo, pero también se vuelve más complejo para el receptor (actores privados) descifrar el mensaje. Por el contrario, Faust y Svensson dividen en dos el error de control monetario, lo que brinda dos términos de ruido separados. Para Carpenter (2004), la incertidumbre sobre las metas, juega un rol clave en definir los costos o beneficios de las políticas de transparencia. Esto se debe, a que afecta las expectativas de inflación y por ende a las acciones futuras del Banco Central y los privados.

Otro tópico divergente es la forma en que se modela la función objetivo, en algunos casos sigue el modelo clásico de Lucas, mientras que en otros se establece una función neo-keynesiana con una curva de Phillips hacia el futuro (*forward-looking*). Este último, es el caso de Jensen (2000) que plantea un modelo en dos etapas de base neo-keynesiana. Este tipo de modelos suelen arrojar resultados donde existe un juego de compensación entre mayor credibilidad y menor flexibilidad. Walsh (2007) comparte algunos elementos con el modelo planteado por Jensen (2000), ya que utiliza un modelo neo-keynesiano de fijación de precios, pero lo especifica para Bancos

Centrales con una política de metas de inflación, en un contexto de inflación baja y estable.

Jensen (2000) comparte también con Geraats (2001) su forma de definir la transparencia, ambos sostienen que está representada por la publicación de los pronósticos económicos de los Bancos Centrales. La publicación de dichos pronósticos le permitirá al público inferir perfectamente las preferencias de la autoridad monetaria. De esta forma, los actores privados podrán predecir las decisiones de tasas de interés certeramente. A diferencia de Jensen (2000), en el modelo planteado por Geraats (2001), la transparencia aparenta ser un *“free lunch”*, que logra mejorar tanto la credibilidad como la estabilización del producto.

Por el contrario, los autores Mayes y Tarka (1999) entienden el rol de los pronósticos publicados de forma muy distinta. Estos no son vistos como instrumentos para transmitir la información privada del Banco Central sobre la economía al público. Su publicación nos permite entender cuál es la apreciación que realiza la autoridad monetaria sobre las expectativas de inflación de los pronósticos privados. A su vez, es una herramienta que el Banco Central puede utilizar para señalar su objetivo de inflación y sus intenciones de política monetaria.

Cabe observar que en la mayoría de los análisis planteados hay poca atención puesta sobre los receptores del mensaje. Es decir, no hay un análisis más profundo sobre la posibilidad que los actores privados no cumplan con algunos de los siguientes preceptos:

- La información recibida no llega de forma homogénea a todos los actores.
- No todos los actores se comportan de forma racional
- No todos los actores son capaces de descifrar los procesos de señalización y transmisión general de la información en la misma forma.

Uno de los pocos autores que presenta un análisis más balanceado de la relación emisor-receptor es Winkler (2000), quien plantea cómo central que exista un entendimiento común entre el emisor y el receptor. La capacidad de codificar y decodificar los mensajes transmitidos, no es sólo un prerrequisito para la buena comunicación, sino también el fin mismo de la transparencia genuina. Resta, que nuevos autores se animen más extensamente a desarrollar escenarios más complejos desde el punto de vista del receptor.

## CONCLUSIONES

Al analizar la bibliografía reseñada, se observa que la temática tratada no genera consensos extensivos a la vasta mayoría de los autores. Estas diferencias no son solo de forma sino también de fondo, ya que afecta a los resultados obtenidos. Las

diferencias abarcan las definiciones mismas de transparencia y sus respectivos marcos teóricos, así como los contrastes surgidos entre quienes utilizan modelos neo-keynesianos y aquellos que no lo hacen. Estas divergencias no han ralentizado la creación de contenidos académicos, más bien los han potenciado.

A pesar de que no existe un consenso mayoritario, podemos mencionar algunas de las tendencias que poseen más sustento entre los autores. En principio, la transparencia es vista como un fenómeno mutable que depende de múltiples factores, entre ellos la estructura de la economía, la estrategia de política monetaria, y la capacidad de transmitir y decodificar información.

Un número considerable de autores entiende que la transparencia absoluta puede ser un ideal teórico inalcanzable en la práctica, y que a su vez no brinda los mejores resultados. Esto implica que puede no maximizar el bienestar social ni la posición del Banco Central. En la cotidianidad, los procesos de transparencia son un juego de compensación entre la credibilidad y la flexibilidad que puede permitirse la entidad monetaria. Existen otros autores que no ven a la transparencia como una cuestión de grado o niveles, más bien entienden que ciertos elementos de la política monetaria conviene resguardarlos y otros resulta útil publicarlos.

Por otro lado, la mayoría de los escenarios propuestos corresponden a economías maduras con mayor estabilidad y bajas tasas de inflación. Existen pocos análisis teóricos sobre cómo se comportarían las variables en un mercado emergente. Por lo tanto, hay falta de desarrollos teóricos sobre el rol de la transparencia monetaria en países en desarrollo. Por el contrario, los análisis de casos de transparencia, tienen muchas veces como escenarios economías emergentes. Existe también un desbalance entre la cantidad de análisis propuestos sobre políticas de metas de inflación en comparación con otras estrategias monetarias.

## REFERENCIAS

Barro, Robert J. & Gordon, David B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a model of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 1079.*



Carpenter, Seth B. (2004). Transparency and Monetary Policy: What does the academic literature tell policymakers? *Division of Monetary Affairs, The Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Cukierman, Alex (2007). The limits of Transparency, *Berglas School of Economics Tel Aviv University*.

Cukierman, Alex & Lippi, Francesco (2003). Endogenous Monetary Policy with unobserved potential output, *Centre for International Studies on Economic Growth, Research Papers Series Vol.9 No 26*.

Dincer, N. Nergiz & Eichengreen, Barry (2007). Central Bank Transparency: where, why, and with what effects? *National Bureau of Economic Research, Working Paper 13003*.

Faust, Jon & Svensson, Lars E.O (1999). The equilibrium degree of transparency and control in monetary policy. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7152*.

Faust, Jon & Svensson, Lars E.O (1998). Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 6452*.

Geraats, Petra M. (2001). Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts, *CEPR Discussion Paper 2582*.

Geraats, Petra M. (2005). Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice. *CESifo Working Paper 1597*.

Geraats, Petra M. (2005). Trends in Monetary Policy Transparency. *CESifo Working Paper 2584*.

Geraats, Petra M. (2014). Monetary Policy Transparency, *CESifo Working Paper No 4611*.

Jensen, Henrik (2000). Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking. *University of Copenhagen, CEPR & EPRU*.

Kyland, Finn, and Edward Prescott (1977). Rules rather than discretion: the Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 85(3), pages 473-491*.

Mishkin, Frederic S. (2004). Can Central Bank Transparency go too far? *National Bureau of Economic Research, Working Paper 10829*.

Orphanides A. (2001). Monetary Rules based on Real Time Data, *American Economic Review, 91(4), 964-985*.

Orphanides A. (2003). Monetary Policy Evaluation with Noisy Information, *Journal of Monetary Economics*, 50(3), April, 605-631.

Tarka, Juha & Mayes, David (1999). The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts, *Bank of Finland Discussion Papers* 22/99.

Walsh, Carl E. (2007), Optimal Economic Transparency. *International Journal of Central Banking*.

Winkler, Bernhard (2000). Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making.