



LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA GESTIÓN DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS: EL SECRETO A VOCES DE LA FUNCIÓN CAMUFLADA DE LOS BANCOS CENTRALES

José-Manuel MARTIN CORONADO¹

I. INTRODUCCIÓN.-

- 1.1. En los últimos meses, como una de las medidas "creativas" para salir de la crisis, se ha llegado a sostener que es necesario eliminar los Bancos Centrales o por lo menos eliminarles su autonomía.
- 1.2. ¿Por qué habrán llegado algunos analistas a esta conclusión? ¿Cuál es el rol previsto del Banco Central? ¿Cuál es el rol que ha tomado en la práctica, en particular en el actual contexto financiero internacional?
- 1.3. Las raíces de los Bancos Centrales se encuentran en las Constituciones políticas de los países, al menos en su gran mayoría, por lo cual el referido análisis comenzará ahí, a fin de verificar la adecuación de su finalidad, funciones y facultades (o atribuciones) con las que verdaderamente realizan y las que realmente necesitan los países actualmente.
- 1.4. Así mismo, las expectativas económicas se sostienen en principios y teorías netamente económicas, pero que inevitablemente tienen una repercusión en el accionar de un Banco Central, en los alcances y límites a lo que éste puede hacer y, en buena cuenta, en el marco jurídico que lo determina.

II. LA FINALIDAD DEL BANCO CENTRAL.-

- 2.1. En el Perú, así como en todo el mundo aunque con algunos matices, el Banco Central es la entidad encargada de "*preservar la estabilidad monetaria*". Eso lo dice la Constitución peruana en su artículo 84º en uno de los capítulos de la Carta Magna que menos interesa a la mayoría de abogados, incluso a los constitucionalistas.
- 2.2. El problema radica, al parecer, en la utilización de un lenguaje técnico. Si bien el concepto de estabilidad puede entenderse, por ejemplo asociado a la estabilidad emocional en materia de derecho penal, el término monetario es poco o casi nada utilizado en el derecho positivo.

¹ Socio principal del ESTUDIO MARTIN ABOGADOS & ECONOMISTAS. Director General del PORTAL DE ECONOMÍA Y DERECHO. Economía y Derecho por la Universidad de Lima. Magíster en Tributación, en Fiscalidad Internacional y en Práctica Jurídica Tributaria por el Centro de Estudios Garrigues (adscrito al despacho Garrigues Abogados y Asesores Tributarios SLP) y la Universidad Antonio de Nebrija.



- 2.3. Se trataría entonces de una suerte de "Caja Negra" que haría que esta institución, a través de economistas y técnicos hiciera algunos malabares ajenos al Derecho y lograra esta llamada "estabilidad monetaria".
- 2.4. Desde un enfoque económico, otros países hacen mención a la "estabilidad de precios" y/o la estabilidad del tipo de cambio, los cuales son conceptos relacionados pero no idénticos.

III. LAS FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL, FACULTADES Y ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS.-

- 3.1. Los primeros indicios para un mayor conocimiento los otorga el propio artículo 84º, cuya siguiente frase enuncia las funciones (principales) del Banco Central, a saber:
- Regular la moneda y el crédito financiero.
 - Administrar las reservas internacionales a su cargo
 - y las demás funciones que señala su ley orgánica.
- 3.2. Tal como puede apreciarse, la lista de funciones es *numerus apertus* con lo cual si el lector interesado en el tema ha logrado comprender las dos primeras funciones, para las siguientes deberá acudir a la Ley Orgánica del Banco Central.
- 3.3. Desde un enfoque económico general, algunas funciones "adicionales" de un Banco Central suelen ser las de emisión de la moneda, ser el banquero del Estado, el Banco de última instancia (o "piso") entre otros.
- 3.4. Conviene mencionar esta remisión a una norma con rango infraconstitucional no convalida por sí misma la constitucionalidad de su contenido, en este caso de la Ley Orgánica en cuestión, la cual se reconoce como una Ley con especial rigurosidad jurídica en cuanto a su procedimiento de aprobación.
- 3.5. Así mismo, existe algunas actividades complementarias o facultades indicadas en los párrafos siguientes del artículo 84º y el artículo 85º:
- Informar al país *"exacta y periódicamente, sobre el estado de las finanzas nacionales, bajo responsabilidad de su Directorio"*.
 - Comprar en el mercado secundario valores emitidos por el Tesoro Público, dentro de los límites de su Ley Orgánica, sin poder financiar al erario de otro modo.
 - Efectuar operaciones y celebrar convenios de crédito para cubrir desequilibrios transitorios en la posición de las reservas internacionales, con requerimiento de autorización si sobre pasa cierto límite.



3.6. Antes de adentrarse en la Ley Orgánica, la cual goza de un mayor nivel de lenguaje técnico que este capítulo de la Constitución peruana, conviene revisar la finalidad del banco y sus funciones constitucionales explícitas.

IV. ¿CÓMO SE PRESERVA LA ESTABILIDAD MONETARIA? UNA REVISIÓN A LA TEORÍA ECONÓMICA.-

4.1. Para responder dicha pregunta es necesario acudir a la teoría macroeconómica monetaria con la finalidad de entender como funciona un macromercado: el mercado del dinero.

4.2. La teoría más básica es aquella que afirma que existe un mercado en el cual confluye la oferta monetaria y la demanda monetaria, también conocida como "de dinero". Y el precio de dicho dinero es por simplicidad, el tipo (o tasa) de interés.

4.3. Conviene recordar que la utilización del interés como "precio" del dinero se basa en que el dinero tiene un valor en el tiempo cuyo importe dependerá del costo de oportunidad (en sentido restrictivo o en sentido amplio) y se expresará en la forma de un cambio porcentual denominado "tasa de interés". En ese sentido para que una cantidad de dinero hoy equivalga a una cantidad de dinero en el futuro, deberá existir una tasa de interés que compense este diferente valor. Sin embargo, ello no quiere decir que el contenido de la tasa de interés se limite al concepto de costo de oportunidad.

4.4. Cómo todo mercado en economía, las fuerzas de la oferta y la demanda deberían llegar a un punto de equilibrio, en algún momento del tiempo, en el cual cantidad ofertada y demandada de dinero coincidirán en una cantidad de dinero de equilibrio y se obtendría también un tipo de interés de equilibrio.

4.5. Por una parte, la oferta se concibe básicamente como fija o "exógena", es decir, que no depende del tipo de interés, sino de la decisión del Banco Central. Ello iría en concordancia con la función de "regular el dinero", vale decir, regular la cantidad de dinero ofertada en la economía, a través de la emisión de dicha moneda o la forma en la cual se distribuye en la economía.

4.6. De otro lado, la demanda sí dependerá del "precio financiero" denominado tasa de interés. En este sentido, si el costo financiero y de oportunidad de contar con este dinero se reduce, entonces el agente económico preferirá contar con una cantidad de dinero hoy, en lugar de en el futuro.

4.7. Es preciso recordar que estos enfoques básicos son los puntos de partida, los cuales darán lugar a mayores complejidades, algunas por el momento ajenas al presente artículo, pero resultarán muy importantes al momento de analizar la

3



viabilidad o no de la crítica de eliminación total o parcial de los Bancos Centrales.

- 4.8. No obstante, sí puede afirmarse que el Banco Central tiene facultades para regular la tasa de interés de referencia, es decir la tasa de interés considerada básica de una economía, sobre la cual se generan las diversas tasas de interés dependiendo del tipo de dinero (en función de su liquidez), de los agentes económicos involucrados o de las características específicas del mercado en el cual se intercambie. En sentido estricto, dicha tasa es aquella mediante la cual el Banco Central realiza sus operaciones con terceros y con fines de regulación monetaria (Existen otras tasas, pero no necesariamente tienen dicho fin).
- 4.9. Estas facultades también podrían entrar en la función de "regulación de la moneda" entendiéndose la regulación de la demanda de dinero, a través de la determinación de la tasa de interés de referencia.
- 4.10. En este punto es necesario distinguir las funciones y las facultades. En otras palabras, las diversas facultades que pueda tener el Banco Central son para el ejercicio de sus funciones y con la finalidad de "preservar la estabilidad monetaria".
- 4.11. Curiosamente, a pesar que parece muy claro en términos económicos que el Banco Central puede determinar las tasas de interés de referencia, la Constitución Política peruana no lo prevé en ninguna parte. Es posible, claro está, que se encuentre comprendida dentro de las funciones y demás facultades a ser desarrolladas en la Ley Orgánica en cuestión.

V. LA CONSTITUCIONALIDAD DE LAS FUNCIONES REMITIDAS A LA LEY ORGÁNICA Y LA PRESUNTA FACULTAD DE DETERMINAR LA TASA DE INTERÉS PARA REGULAR LA MONEDA.-

5.1. De las funciones remitidas a la Ley Orgánica del BCRP (LOBCRP).-

- 5.1.1. El artículo 1º y el primer párrafo del artículo 2º de la LOBCRP) tienen una muy estrecha relación con lo indicado en la Constitución política del Perú. No obstante, el segundo párrafo de este último presenta alguna problemática:

"Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales"

- 5.1.2. El lector interesado en el tema, podrá notar que la función constitucional de "regular la moneda" parece haberse bifurcado en la regulación de la cantidad de dinero (en el mercado de dinero) y la emisión de billetes y monedas. De ello,

4



el texto constitucional es más genérico y no específica qué característica particular de la moneda será efecto de regulación; por el contrario, la LOBCRP sugiere que será la cantidad de dinero y el dinero emitido.

- 5.1.3. Esto puede generar un multiplicidad de interpretaciones: De un lado, la regulación de la cantidad de dinero, puede referirse a la cantidad demandada, la ofertada o la de equilibrio. No obstante, los conceptos se encuentran interrelacionados, dado que las cantidades en cuestión provendrán de las curvas (conjunto de posibilidades de tipos y cantidades) de oferta y de demanda de dinero a un tipo de interés en particular.
- 5.1.4. Sin perjuicio de lo anterior, cabe destacar que la LOBCRP se refiere al dinero en tanto que la Constitución a la moneda. Para ello es necesario revisar muy brevemente el concepto de agregado monetario.
- La moneda en sentido estricto (y el billete) es el efectivo, un objeto circular generalmente compuesto por algún metal el cual tiene un valor y se utiliza, entre otras cosas, como contraprestación para el intercambio de bienes y servicios, como reserva de valor o como unidad de cuenta.
 - Los agregados monetarios son las agrupaciones de tipos de dinero que tiene una economía, organizados por su nivel de liquidez, esto es, de disponibilidad cercana a la de la moneda (en sentido estricto) o el billete.
 - Los bancos "crean" dinero a través de la intermediación financiera, el cual puede ser más o menos líquido y clasificarse en alguno de los agregados monetarios.
 - Lo monetario o "lo referido a la moneda" es una concepción amplia de la moneda, es decir, es todo lo relacionado con el dinero y la política monetaria.
 - Los usos y costumbres económicos tienen a denominar "política monetaria" en lugar de "política de dinero" tal vez debido a la influencia conceptual de la palabra moneda, que fue el principal e histórico referente facilitador del intercambio después del trueque. (Otra postura podría relacionarse con la importación del inglés *money* y *monetary*.)
- 5.1.5. De otro lado, la función de emitir billetes y monedas podría interpretarse como subsumida en la función constitucional de "regular la moneda", vale decir, regulación de la cantidad oferta en la economía dado el tipo de interés o de la oferta monetaria en general. En todo caso, al igual que la función de regular la cantidad de dinero, ésta se encontraría dentro de los alcances de la remisión constitucional del artículo 84º.
- 5.1.6. No obstante, la función de "informar sobre las finanzas nacionales" no resulta de la Constitución, la cual la concibe como una facultad o actividad complementaria, sino que proviene de la propio LOBCRP. En este caso, no cabría afirmar que se trata de una función creada por la LOBCRP bajo la remisión encargada por la Constitución. En puridad, habría un riesgo de

5



inconstitucionalidad, o por lo menos de calificación constitucional, aunque a la fecha se trataría de un conflicto constitucional menor, dada la importancia de este tipo de actividad y que al fin y al cabo sí se encuentra reconocida constitucionalmente sólo que con una calificación distinta.

5.2. Del mecanismo para el ejercicio de sus funciones según la LOBCRP.-

5.2.1. El artículo 3º de la LOBCRP puede herir susceptibilidades constitucionales, dado que habla que el ejercicio de su autonomía (otorgada constitucionalmente) y en cumplimiento de su finalidad y funciones (también otorgadas por la constitución), se rige exclusivamente por las normas de dicha ley y sus Estatutos.

5.2.2. Al respecto, no debe olvidarse que además de las normas de la LOBCRP y sus estatutos, el BCRP se rige por las normas constitucionales o cualquier otra Ley Orgánica que pudiera modificar o afectarle. Por lo tanto, esta autolimitación de las normas que regulan su funcionamiento puede ser considerada un atentado del bloque de constitucionalidad.

Y es que, además de las normas constitucionales específicas de la moneda y la banca, al ser el BCRP una entidad pública también se regula por el principio de protección o defensa de los derechos fundamentales.

Otro problema latente, es el de la Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General (LPAG) la cual indica que su ámbito de aplicación también abarca a los Organismos Constitucionalmente Autónomos (OCAs) como el BCRP, a pesar de lo dicho por la LOBCRP. Lo mismo ocurrirá, como se verá más adelante, con el Código Civil.

En efecto, ocurre que una Ley Orgánica podrá tener un proceso más riguroso de modificación, pero su jerarquía en la pirámide normativa es equivalente al de una Ley.

5.2.3. Ahora bien, el BCRP ejerce sus funciones a través de disposiciones específicas de obligatorio cumplimiento para las entidades financieras, denominados circulares. Dado que se trata de un acto a cargo de esta entidad pública, es conveniente verificar si trata o no de un Acto Administrativo, a pesar de que por definición, si lo que se espera es que tenga efectos frente a terceros deberá serlo y por lo tanto cumplir sus requisitos de validez.

5.2.4. El artículo 1º de la LPAG indica que serán actos administrativos, *"las declaraciones de las entidades que, en el marco de normas de derecho público, están destinadas a producir efectos jurídicos sobre los intereses,*



obligaciones o derechos de los administrados dentro de una situación concreta".

- 5.2.5. Tal como puede apreciarse en la [página web del BCRP](#), las circulares cuentan con breve parte considerativa y resolutive, cuya concordancia objeto-contenido-motivación es plenamente posible, aunque ya dependerá del caso concreto. Lo mismo ocurrirá con la finalidad pública, dado que en principio todas las circulares deberían tener tal finalidad, con lo cual deberá evaluarse cada caso en particular.

En cuanto a la competencia se tiene que esta emana de la LOBCRP y el procedimiento regular dependerá de las demás disposiciones dicha ley o sus Estatutos en este extremo.

En todo caso, las circulares cumplirían en sentido general los elementos básicos para ser considerados actos administrativos, y la evaluación de su validez ya dependerá de cada caso.

Resulta de especial interés notar que la LOBCRP prevé una forma de estos actos administrativos, y es la publicación en el Diario Oficial El Peruano, lo cual sugiere que la sola o exclusiva publicación de la página web afectaría la forma de tales actos, en concordancia con el artículo 4º de la LPAG, y por ende, su eficacia (e incluso su existencia).

5.3. Facultades o actividades complementarias del BCRP: Las atribuciones.

- 5.3.1. Si bien los artículos 24º, 33º y 38º de la LOBCRP se encuentran referidos a las atribuciones del Directorio, el presidente del Directorio y el Gerente General respectivamente, ello no quiere decir que necesariamente se traten de las atribuciones del propio BCRP.
- 5.3.2. Para tal efecto, debe darse lectura al artículo 42º y siguientes de la LOBCRP, aunque debería esperarse una cierta coherencia interna entre ambos grupos de artículos.
- 5.3.3. Se trata de una lista muy amplia de atribuciones del BCRP, entre las cuales destacan las referidas a las tasas de interés:
- Tasas máximas: *"El Banco establece de conformidad con el Código Civil, las tasas máximas de interés compensatorio, moratorio, y legal, para las operaciones ajenas al Sistema Financiero"*, las cuales deben guardar relación con las aplicables en dicho ámbito. (Art. 51º).
 - Libre Competencia: *"El Banco propicia que las tasas de interés de las operaciones del Sistema Financiero sean determinadas por la libre"*



competencia, dentro de las tasas máximas que fije para ello en ejercicio de sus atribuciones". (Art. 52º)

- Excepción a la Libre Competencia: *"El Banco tiene la facultad de fijar tasas de intereses máximos y mínimos con el propósito de regular el mercado. (Art. 52º)*
- Autodeterminación de tasa propia: *"El Banco establece las tasas de interés aplicables a sus operaciones." (Art. 60º y concordante con el literal b del artículo 24º).*

5.3.4. Los tres primeros puntos giran en torno a la libre competencia, la posibilidad del BCRP de fijar las tasas máximas y la excepcionalidad de fijar simultáneamente las tasas máximas y mínimas.

Al respecto, conviene señalar que esta disposiciones relativamente acordes con un mercado competitivo, parece no guardar concordancia con el literal g del artículo 24º en el extremo que puede fijar las tasas de interés señalada en el Código Civil peruano (CC).

En realidad, debe necesariamente realizarse una interpretación sistemática con dicho Código, en la cual se comprobará que dicha "fijación" no quiere decir la elección de una tasa de interés única para cada tipo de operación, sino lo relativo a las tasas máximas y legales.

En efecto, el artículo 1243º del CC hace mención que las tasas máximas (compensatorias o moratorias) serán fijadas por el BCRP. Debe señalarse que no se está fijando un valor único de tales tasas sino un valor máximo, con lo cual la libre competencia podrá determinar cualquier tasa de interés de equilibrio de algún mercado en concreto, siempre con el límite superior o máximo antes indicado.

De otro lado, el artículo 1244º del CC confirma que la tasa de interés legal será fijada por el Banco Central de Reserva del Perú, y en este caso no hace mención a un rango, ni a un máximo o un mínimo, de lo que se entiende que se trata de un valor único.

5.3.5. En suma, respecto de las tasas de interés se tiene lo siguiente:

- El BCRP autoregula las tasas de interés que ofrece para sus operaciones con terceros. Esta es la tasa de referencia si se trata de créditos hacia éstos y con fines de regulación monetaria.
- Determina una tasa máxima de interés convencional, esto es entre sujetos privados (personas físicas o jurídicas) en el marco del CC.
- Determina una tasa de interés legal, con un valor específico sin rangos máximos o mínimos, para los efectos del Código Civil o cualquier otra norma relacionada.



5.3.6. En la práctica, la política monetaria del BCRP tiene una estrecha relación con la determinación de las tasas de interés. Y dado que se encuentra dentro de sus atribuciones, emitirá actos administrativos (circulares) en concordancia. Una de ellas es la [Circular N° 021-2007-BCRP](#), la "Circular de Tasas de Interés" que se encuentra vigente, y sin perjuicio de la existencia de una circular anterior, ahora "derogada".

En términos sencillos, dicha circular reitera que las tasas de interés convencionales se determinarán por la libre competencia. No obstante, se determina que la tasa máxima convencional para las operaciones con moneda nacional (TAMN-Micro, en Nuevos Soles) será la Tasa Activa promedio en moneda nacional para operaciones de crédito a microempresas, la cual es calculada por la Superintendencia de Banca y Seguros y AFPs con datos provenientes de las entidades financieras. Esta tasa se encuentra en un nivel relativamente elevado, superando actualmente el 30% anual.

De otro lado, la tasa de interés legal será la Tasa de interés pasiva promedio en moneda nacional (TIPMN) sin precisarse el grupo específico de operaciones pasivas, por lo que se trata de un promedio general, la cual se encuentra aproximadamente en 2% anual.

Cabe señalar que las operaciones relacionadas con moneda extranjera, por ejemplo el dólar, se aplicarán las tasas TAMEX-Micro y TIPMEX respectivamente.

Todo ello descarga un poco la función de regulación de las tasas de interés a cargo del BCRP, dado que las tasas máximas serán fijadas por el propio mercado, con lo cual "guarda relación con las tasas del sistema financiero". Ello sin perjuicio de que en algún momento se cambie de metodología fijando exactamente una tasa máxima o una tasa legal, e incluso excepcionalmente una tasa mínima.

5.3.7. En consecuencia, la verdadera capacidad de fijación de tasas de interés se encuentra en la tasa para sus operaciones con terceros (entidades financieras) o la llamada "tasa de referencia". En puridad la tasa de referencia, vale decir, la tasa con fines de regulación monetaria (Art. 58º de la LOBCRP), sólo sería la tasa para las operaciones de crédito en favor de las entidades del sistema financiero, la cual asciende actualmente a 4.25%.

Según la circular en cuestión, esta tasa es determinada por el Directorio y es comunicada a través del programa monetario de manera periódica, usualmente trimestral, por lo que dicha regulación, a pesar de ser discutida y analizada, no se manifiesta a través de una circular sino de un documento técnico.



VI. ¿QUÉ OCURRE CUANDO EL BANCO CENTRAL DETERMINA LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA (TR) CON FINES DE REGULACIÓN MONETARIA? LA APARICIÓN DE LAS EXPECTATIVAS.

- 6.1. Al inicio del presente artículo se indicó que el mercado de dinero (monetario) determinaría la tasa de interés de equilibrio, esto es la tasa a la cual tanto ofertantes como demandantes estarán dispuestos a intercambiar el dinero.
- 6.2. Ahora bien, la posibilidad de que el Banco Central regule la tasa de interés de este mercado sugiere que puede hacerlo o bien con la exactitud milimétrica de lo que observan las fuerzas del mercado, o bien sobreestimar o subestimar dicha tasa de interés de equilibrio (T^*)
- 6.3. En caso que la sobreestime, esto es que la TR sea superior a la T^* ($TR > T^*$), entonces existirá un exceso de oferta de dinero, es decir que a dicha tasa fijada por el Banco Central, los demandantes no desearán tanto dinero como sí lo hubieran hecho si se respetaba el equilibrio.
- 6.4. Y en caso que se subestime la TR, vale decir que $TR < T^*$, entonces existirá un exceso de demanda, con lo cual los demandantes se "desesperarán" por conseguir dinero dado que el BCRP ha determinado que se puede intercambiar por un costo menor al esperado según las fuerzas de mercado.
- 6.5. La teoría monetaria básica sugiere que estos "desequilibrios" sólo serán temporales y que eventualmente las fuerzas del mercado "entrarán en razón" y presionarán para que la T^* tienda al de referencia o viceversa, según lo decida el propio BCRP pues no es lo único que puede regular. Ahora bien, también puede existir que en un mercado específico, la tasa de interés sea fijada por una entidad financiera para sus propias operaciones con terceros o el público, a un valor distinto al de equilibrio. En dicho caso, también se observará el fenómeno básico de "reequilibrio" aunque en este caso, la tasa "fijada" tenderá a la tasa de equilibrio. En casos más sofisticados, de varios mercados, estas operaciones suelen denominarse "operaciones de arbitraje" o simplemente "arbitraje".
- 6.6. La discusión más actual se centra en sí realmente ocurre ese reequilibrio, o por lo menos que que ocurra en un corto o mediano plazo, cuando "todos no estemos muertos". Independientemente de esta discusión que escapa de los fines del presente artículo, lo cierto es que la existencia de desequilibrios (excesos) se encuentra relacionado con la existencia de expectativas.
- 6.7. En otras palabras, existe un fenómeno relacionado con las expectativas de los agentes económicos que participan en este mercado monetario cercano al del



BCRP, en nuestro caso, las entidades financieras que esperan créditos complementarios a los del giro de su negocio.

Dicho de otro modo, cuando las fuerzas del mercado sugieren que el T^* debe ser, por ejemplo, 5% debido a la actual cantidad ofertada de dinero y la relación entre tasa de interés y cantidad demandada de dinero, el fijarse una TR de 4.25% se permite la existencia de un margen diferencial de 0.75%.

Esto quiere decir que las expectativas de tales agentes superaron lo que al final decidió el BCRP, y ello les llevará a incrementar su demanda de dinero hasta que se cierre el desequilibrio. Este desequilibrio lo puede cerrar el propio BCRP fijando la TR en 5% o bien incrementando la oferta de dinero a fin que de la nueva T^* sea equivalente a 4.25%.

Lo mismo ocurrirá en sentido inverso, si el BCRP fijare la TR en 3.5% por ejemplo. Las expectativas previstas se centrarían en determinar la tasa de interés y aprovechar los márgenes diferenciales.

Cabe recordar que en principio, el Banco Central comunica la oferta monetaria actual o vigente, así como la tasa de referencia, pero no conoce a ciencia cierta las características propias de la demanda de dinero. La podrá estimar y calcular a través de complejos procesos econométricos, pero no la sabrá con exactitud, porque esta dependerá de los demandantes, las entidades financieras con la suficiente sofisticación, capacidad analítica y libertad competitiva para poner en aprietos al más riguroso de los econométricos.

En este sentido, también podría decirse que el BCRP también tendrá una expectativa de como será la demanda de dinero y en consecuencia el T^* y deducirá como interactuará con la TR y la Oferta Monetaria, así como cuales podrían ser los efectos en las cantidades demandadas de dinero.

- 6.8. Tal como el lector asiduo puede suponer, las expectativas no sólo se centrarán en la tasa de interés (o las del BCRP), sino también los agentes económicos financieros deberán tener una aproximación de cual será la oferta monetaria en un futuro cercano.

En efecto, dado que esta oferta monetaria controlada esencialmente por el BCRP o sus diversos mecanismos a través los cuales, curiosamente también participan los agentes económicos financieros (Ej. Tasa de Encaje Bancario), las entidades financieras también se formarán expectativas de la oferta monetaria y, por ende, de la cantidad ofertada de dinero.

Siguiendo la teoría y política monetaria, hasta ahora básica, las entidades financieras en cuestión tendrán expectativas de la tasa de interés de referencia



(TR_e), una "expectativa" de la tasa de equilibrio (T^*e) del mercado de dinero en cuestión y otra de la Oferta Monetaria (OM_e). En sentido estricto serán expectativas para los siguientes periodos futuros, es decir: $T_e(t+1)$, $OM_e(t+1)$, T^*e y $T^*e(t+1)$.

Además, es muy probable que ni si quiera los agentes financieros sepan cual es su curva de demanda conjunta en dicho mercado, por lo cual la DM también podría ser una expectativa, así como la cantidad de dinero que demande como consecuencia de las otras expectativas.

- 6.9. Por su parte, el BCRP podrá controlar directamente la TR y la OM e indirectamente la T^* a través del juego las dos anteriores. Puede observarse que el poder del Banco Central en este mercado es muy relevante y determinante, aunque ello pueda tener excepciones.

Así mismo, puede notarse que las entidades financieras en cuestión tratarán de reducir su incertidumbre "persiguiendo" el verdadero valor de TR y OM, a fin de tomar las decisiones más eficientes sobre cuánto dinero demandar o dejar de demandar ("vender" o "devolver").

- 6.10. Se ha generado, entonces, una guerra de expectativas en la cual ganará el que mejor preparado esté, aunque el BCRP tiene la ventaja por el hecho que la Constitución y su LOBCRP le permiten participar activamente en el mercado y no ser esencialmente un "seguidor".

VII. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES RELACIONADAS CON LAS EXPECTATIVAS Y EL PRESUNTO ROL "LIDER" DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO DE DINERO.

- 7.1. En el contexto económico actual, así como en el de la crisis internacional cuyo estragos aún se observan, con riesgos de "recaídas", se critican mucho las acciones tomadas en el marco de sus atribuciones para preservar la estabilidad monetario, a través de la regulación de la moneda con la ayuda de la TR o la OM.
- 7.2. Una vez más, en términos simples, el problema radica en la gestión de las expectativas. El Banco Central puede predecir con cierta aproximación cuales son las expectativas de su TR, OM y el T^* pero en contextos económicos muy excepcionales, tales predicciones pueden fallar estrepitosamente.
- 7.3. Tal como se ha indicado, la OM parte esencialmente de la emisión de billetes y monedas, pero dependiendo del nivel de liquidez y alcance del análisis de los agregados monetarios para el mercado objeto de análisis, la capacidad de "control" del BCRP sobre la OM puede caer significativamente.



En otros términos, si la oferta de créditos en un mercado no se debe a la relación con el BCRP o a las fuerzas regulares del mercado teniendo como eje el tipo de interés, sino a fuerzas externas y exógenas relacionadas con una desvalorización masiva de otros activos financieros, resulta un poco ingenuo pensar que el BCRP podrá controlar tal situación como antes.

De otro lado, las tasas de interés del mercado son formas de expresión del precio del dinero, pero la rentabilidad de una inversión o un activo financiero también es una forma de precio análoga y asimilable, esto quiere decir, la tasa de interés no es un concepto uniforme y único para todos los casos, sino que dependerá del mercado y el activo financiero al cual se refiera. Peor aún, éste puede ser fijo, variable o mixto.

- 7.4. Después de esto, el rol del Banco Central ya no parece tan poderoso como se esperaba. Adicionalmente, si se agrega conceptos un poco más avanzados tales como "la trampa de liquidez", la cual afirma que cambios en la oferta monetario luego de reducciones continuas de la tasa de interés cuando éste ya es muy bajo, no tendrá efectos en el mercado de dinero ni mucho menos en la economía real (producción y precios de bienes y servicios). Esta discutida teoría, de origen keynesiano (en honor a J.M. Keynes) también se encuentra estrechamente relacionada con las expectativas de los agentes económicos.
- 7.5. La idea central es que todo lo relacionado con las expectativas requiere no sólo de estimaciones cuantitativas sino de toma de decisiones, los cuales son elementos propios de gestión, en este caso de las expectativas.

La regulación de la moneda, ya sea directamente a través OM o de la TR o indirectamente a través de la T^* y, por ende, de la DM no puede pretenderse ajena o alejada a la gestión de las expectativas sobre estas variables macroeconómicas.

La Constitución peruana no lo dice expresamente, empero implícitamente el concepto de regulación incluye, desde un enfoque macroeconómico monetario, la gestión de expectativas, valga la redundancia, para la regulación misma. En otras palabras, regulación no es simplemente levantarse un día y decidir cuales serán los importes o niveles de los objetos de regulación, la TR o la OM, estos deberán decidirse a través de complejos procesos de gestión, que incluyen etapas mucho más allá que las meras estimaciones econométricas. Esto es política monetaria.

- 7.6. El lector paciente se preguntará porque no se ha hablado del concepto de inflación. Efectivamente, una de las expresiones de la estabilidad monetaria, más no la única, es la estabilidad de los precios, el cual se refiere a un



concepto bastante relacionado con la inflación (incremento continuado y generalizado de los precios).

Si bien pueden existir discusiones sobre si tendencia estable pero creciente de los precios implica por sí misma inestabilidad de precios y/o monetaria, lo cierto que es que el estudio de la inflación y su inclusión en todo el análisis realizado generaría una gran cantidad de párrafos adicionales. Y ello sin dejar de mencionar que también existen expectativas por parte de los agentes respecto de la inflación.

VIII. A MODO DE CONCLUSIÓN.-

- 8.1. En el presente artículo se ha analizado paso a paso el mercado de dinero y el rol, finalidad, funciones y atribuciones del Banco Central en general y el BCRP, desde un enfoque jurídico y económico.
- 8.2. Se ha determinado que un Banco Central deberá gestionar las expectativas a fin de cumplir su función de regular el mercado con la finalidad de preservar la estabilidad monetaria, conforme lo sugiere un marco constitucional, por ejemplo la Constitución Peruana.
- 8.3. No queda claro si la gestión de expectativas es una atribución o función no contemplada explícitamente, o tal vez forma parte integrante de manera implícita del concepto de regulación de la moneda ("función camuflada"). Resulta más probable que dicha "acción" se encuentre más cercana al concepto de regulación, entendido como el rol básico del Banco Central.
- 8.4. En este sentido, dado que no se encuentra escrito ni en la LOBCRP ni en las circulares, aunque tal "acción" pueda efectivamente inferirse de dichos textos normativos, no podría decirse que la gestión de las expectativas por parte del BCRP es inconstitucional en sentido del derecho positivo ("derecho escrito")
- 8.5. Sin perjuicio de ello, habrá que analizar el caso concreto si algunos actos de ese proceso de gestión han vulnerado no sólo el artículo 84^o de la Constitución, sino los demás pertenecientes al bloque de constitucionalidad y si existe alguna manifestación explícita de dicha actuación.
- 8.6. Parece claro suponer que la mira se centrará en la evaluación de la constitucionalidad de las Circulares del BCRP y del Programa Monetaria, aunque este último en realidad no es un Acto Administrativo sino un Documento Técnico, con las respectivas limitaciones impugnatorias.
- 8.7. Definitivamente, el estudio de la constitucionalidad de la gestión de expectativas de un Banco Central es un elemento de especial interés, sobre

14



todo en el contexto actual en el cual se discute seriamente las actuaciones de estas entidades, así como su autonomía y/o supervivencia.