

BANCO CENTRAL Y FINANCIAMIENTO DE DÉFICIT FISCAL: EL RIESGO DE PERDER TODO LO GANADO

- Nuestra Constitución ha hecho bien en establecer restricciones a la compra de papeles de Tesorería por parte del Banco Central, restricciones que contienen la natural tendencia del proceso político a privilegiar el corto plazo e ignorar los altos costos de largo plazo que impone la inflación.
- La modificación de la norma constitucional que prohíbe el financiamiento indirecto al Fisco, tanto para la ejecución rutinaria de la política monetaria como para preservar la estabilidad financiera, levanta importantes riesgos tanto para la autonomía del Banco Central como para la estabilidad macroeconómica, ambos logros que le costó a Chile tanto esfuerzo alcanzar.
- En caso de aprobación del proyecto de cambio constitucional, es necesario incluir ciertos resguardos en la LOC de forma que, al ejercer esta facultad, se respete el espíritu de la norma constitucional.

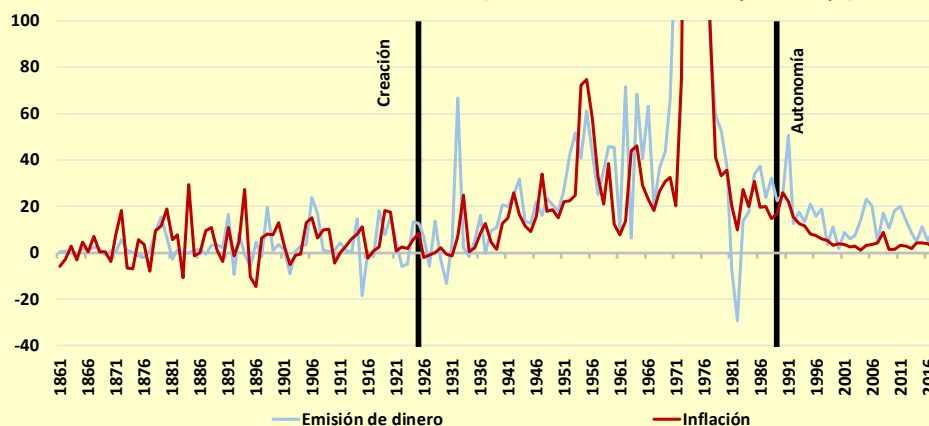
El Banco Central de Chile (BCCh) nace en 1925 con un fuerte sello de autonomía institucional. Sin embargo, su autonomía respecto del gobierno se fue perdiendo con el tiempo producto de una serie de modificaciones, lo cual se tradujo en un rol más activo del gobierno de turno en las decisiones del BCCh. Dada la institucionalidad que regía al Banco desde su origen -bajo la cual podía otorgar créditos a instituciones públicas- su operación monetaria comenzó a estar dominada por la situación fiscal recurrentemente deficitaria. Este predominio de la política fiscal por sobre la monetaria llevó a que, desde la creación del BCCh (1925) hasta su independencia (1989), esta última tuviera importantes impactos en la inflación, tanto en su nivel, como en su volatilidad (Gráfico N° 1). Posterior a 1989, cuando se consagró constitucionalmente la autonomía del BCCh, la reducción y estabilización de la inflación en niveles comparables con los de países desarrollados es indudable, así como su independencia de la situación fiscal deficitaria que hemos venido observando durante los últimos años.

A lo largo de la historia de nuestra economía, la dinámica de la inflación fue consecuencia de la mayor emisión de dinero por parte del Banco Central con el

objeto de financiar los elevados y persistentes déficits del Fisco. Esta elevada inflación es un impuesto ineficiente, regresivo y antidemocrático (ya que no requirió aprobación del Congreso). Los efectos negativos de la inflación están extensamente estudiados y documentados, y Chile los experimentó por más de 50 años.

ANTES DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL, EL PROCESO INFLACIONARIO ESTUVO ESTRECHAMENTE RELACIONADO CON LA EMISIÓN DE DINERO

Gráfico N° 1: Crecimiento del dinero (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: para datos entre 1833 y 1959, Base de datos de EH ClioLab de la Universidad Católica de Chile; para datos entre 1960 y 1990, Fondo Monetario Internacional; para datos posteriores, Banco Central de Chile.

La autonomía constitucional establece la prohibición del BCCh de adquirir tanto documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas, como financiar gasto público mediante créditos directos (mercado primario) o indirectos (mercado secundario). Según el Artículo 109 de la Constitución, el BCCh sólo puede efectuar operaciones con instituciones financieras públicas o privadas.

En los países desarrollados se reconoce que el financiamiento monetario de los déficits fiscales conlleva altos riesgos para el cumplimiento del mandato de los bancos centrales que es la estabilidad de los precios. Tal como lo demuestran las experiencias inflacionarias en aquellos países donde los bancos centrales sí pueden financiar los déficits fiscales, es que en la mayoría de los países se prohíbe a la autoridad monetaria financiar gasto fiscal y adquirir directamente bonos del gobierno en el mercado primario, es decir, comprar directamente al Fisco cuando emite deuda a través de Tesorería.

Respecto de la compra de papeles del Tesoro en el mercado secundario, ésta sí es una medida que se ha utilizado en alguno de los países que prohíben la adquisición en primera emisión, particularmente desde la crisis Subprime (2008) y actualmente por efecto de la pandemia (2020) con el objeto de inyectar más liquidez a la economía y apoyar la estabilidad del sistema financiero

Dentro de los roles que le competen al BCCh está el de velar por la estabilidad financiera, para lo cual el Instituto Emisor debe inyectar o extraer liquidez del sistema bancario en el corto y mediano plazo, dependiendo del caso. La demanda de liquidez de un banco guarda relación con la necesidad de satisfacer requerimientos legales a los cuales está sometido, tales como el encaje y la reserva técnica, además de cubrir necesidades de financiamiento asociadas a sus clientes y de sus propios negocios.

Hasta ahora el Banco Central ha realizado operaciones monetarias con el objeto de afectar la liquidez y con ello, las tasas de interés a distintos plazos, recomprando títulos de su propia emisión. Pero con el tiempo el volumen de estos papeles disponible en el mercado ha ido disminuyendo y ha surgido el temor que, a futuro, la limitación constitucional de la compra de títulos de Tesorería en el mercado secundario¹ pueda derivar en un impedimento serio para llevar a cabo la política monetaria y financiera adecuadamente.

En este contexto, es cierto que la actual limitación que impone nuestra Constitución a la compra de papeles de Tesorería en el mercado secundario, excluye del arsenal del Banco Central un instrumento de política monetaria de amplio uso en el mundo. Sin embargo, abrir la discusión del acceso del Banco Central al mercado secundario para adquirir los papeles del Tesoro levanta una serie de inquietudes respecto de la continuidad de la autonomía del Banco Central y de la mantención de la estabilidad financiera a mediano y largo plazo, ambos logros que tanto esfuerzo costó alcanzar.

INQUIETUDES

Como argumento a favor se menciona la experiencia internacional como ejemplo a seguir en la materia. Sin embargo, hay que destacar que estos ejemplos se dan en un contexto de país desarrollado, con historia económica y financiera responsable, donde las instituciones son fuertes, coherentes, bien orientadas y

¹ Esto es, se prohíbe la compra de bonos de Tesorería que se encuentren en poder de otros agentes como bancos, compañías de seguros, fondos mutuos o fondos de pensiones.

entendidas y respetadas por todos los estamentos, lo que les han permitido utilizar esta herramienta sin comprometer la estabilidad macroeconómica y financiera del país. Esta situación está lejos de observarse en nuestro país, donde, a través de esta modificación, se reducen cada vez más las cuestionadas barreras que impiden el financiamiento monetario de los déficits fiscales. A ello se suma que esta discusión se instala luego de 12 años casi ininterrumpidos de déficit fiscal y con dudas razonables de cuál será el comportamiento de nuestras autoridades fiscales y políticas respecto del compromiso de volver a converger a un crecimiento del gasto fiscal sostenible en el tiempo. No parece razonable, entonces, que evidencia de realidades distintas a la nuestra permita desechar la enseñanza de décadas de historia, tanto chilena como latinoamericana, en cuanto a que abrir la llave del financiamiento fiscal en el Banco Central es alentar la expansión ilimitada del gasto público y reencender la dinámica perversa de la inflación.

En nuestro caso, permitir la compra de bonos del Fisco en el mercado secundario facilitaría enormemente el financiamiento del déficit fiscal mediante, por ejemplo, operaciones de triangulación a través del BancoEstado u otros bancos. En este nuevo escenario, el Fisco podría financiar déficits importantes y sostenidos con deuda que sería comprada por el BCCh, el cual podría verse políticamente presionado para realizar esta compra, afectando gravemente su autonomía.

En caso de aprobarse estos proyectos, es necesario identificar ciertos elementos que deben quedar establecidos en la LOC a fin de reducir al máximo el riesgo de una posible monetización de los déficits fiscales a futuro. La importancia de la LOC² radica en que es la que regula el ejercicio de las facultades que se le otorgan al Banco Central. Entre los elementos están:

- a. Que sólo se debe utilizar en el caso de circunstancias calificadas como excepcionales y transitorias (condición contenida actualmente en el boletín 13.593-05).
- b. Que tales adquisiciones se efectúen en el mercado secundario abierto a través de una licitación pública.
- c. Que se requiera del acuerdo de mayorías especiales (4/5) del Consejo del Banco (condición contenida actualmente en el boletín 13.593-05).
- d. Que el acuerdo sea mediante acuerdo fundado (condición contenida actualmente en boletín 13.593-05).

² Ley N°18.840.

Finalmente, dado que el riesgo de la monetización de los déficits fiscales surge por un comportamiento irresponsable de la política fiscal, una medida que reduciría este riesgo desde su origen es que, junto a estos proyectos de ley que modifican la Constitución y la LOC, se establezca un compromiso transversal de perfeccionar la regla fiscal, de forma que ésta contenga una metodología estable, transparente, un objetivo claro y previamente establecido, en conjunto con una segunda restricción relacionada con el nivel de deuda bruta máxima (como porcentaje del PIB) que puede alcanzar el gobierno central. Si bien la regla fiscal permitió importantes ahorros de recursos en épocas de ingresos excepcionalmente altos, la constante modificación a la regla, en período de ingresos fiscales reducidos, no permitió controlar las presiones de mayor gasto fiscal.

CONSIDERACIONES FINALES

Más allá de la necesidad de asegurar adecuadamente la estabilidad financiera en Chile, abrir el debate de la compra de deuda de Tesorería en el mercado secundario por parte del Banco Central levanta riesgos respecto de la autonomía del ente emisor y del resurgimiento de la inflación producto de la posible monetización de los déficits fiscales.

Con el objeto de reducir estos riesgos, el proyecto de ley que modifica la LOC introduce ciertas condiciones que se deben cumplir para intervenir en el mercado secundario. Estas condiciones son importantes de mantener y posteriormente respetar.

Un elemento que reduciría aún más estos riesgos es establecer una regla fiscal transparente, estable y acordada transversalmente, y que considere una segunda restricción relacionada con el nivel de deuda máximo que puede alcanzar el Gobierno.