

## **Presentación ante la Comisión de Hacienda del Senado para considerar proyectos de reforma constitucional al Banco Central de Chile**

José De Gregorio  
Facultad de Economía y Negocios  
Universidad de Chile  
19 de abril de 2020

Agradezco la invitación a esta honorable comisión para dar mi opinión sobre la propuesta que se permita al Banco Central otorgar crédito al fisco para financiar su déficit en situaciones excepcionales y comprar bonos en el mercado secundario. La primera consiste en comprarle directamente al fisco sus colocaciones de bonos, lo que es lo mismo que comprarlas en el mercado primario.

La pregunta inmediata que surge es por qué se propone esto. En la actualidad el fisco de Chile tiene amplias posibilidades de financiamiento interno y externo. En consecuencia, ¿por qué tendría que comprar el banco dichos bonos si los puede colocar en el mercado? En Chile, y en la mayoría de las economías macroeconómicamente sólidas, se prohíbe explícitamente este financiamiento. La razón es simple, y es porque este financiamiento le restaría autonomía al banco central para conducir su política monetaria. No podría cumplir adecuadamente con el propósito de mantener la estabilidad de precios y financiera y así contribuir a la estabilización de la actividad económica y el empleo. Supeditar la política monetaria al financiamiento del fisco sería muy dañino en el corto plazo, para hacer política monetaria, y en el mediano y largo plazo al perder el ancla de precios e inducir inestabilidad. Esto ha estado en el corazón de las muy malas experiencias inflacionarias en la región<sup>1</sup>.

Y porque Chile no tiene problemas de financiamiento, sería una pésima señal sobre la autonomía del Banco y la solidez de sus finanzas públicas introducir una modificación a la Constitución y su Ley Orgánica. Los potenciales compradores de bonos públicos también se preguntarían por qué, si puede emitir deuda en el mercado, sin obstruir la capacidad de la PM de cumplir su rol fundamental. No me cabe duda de que las tasas de interés subirían, en especial en la deuda denominada en pesos, encareciendo innecesariamente el costo del financiamiento fiscal.

Pero a pesar de su inoportunidad, es útil plantearse las opciones de política en caso de que los mercados financieros se le cierren a la economía chilena, y a este respecto debemos distinguir dos situaciones.

---

<sup>1</sup> Hay quienes podrían argumentar que esto lo está haciendo el Banco de Inglaterra. Pero eso desconoce la realidad de ese país. Lo que ocurre es que se está extendiendo la "Ways and Mean Facility", la que le permite al Tesoro inglés tener los pagos mientras se emite la deuda pública. El mercado de los gilts es globalmente muy grande, lo que a veces causa tensiones, pero esta es una facilidad de corto plazo que permite cuadrar los pagos, y tal como el tesoro lo anunció esto será transitorio y de corto plazo.

La primera es que se cierren por debilidad fiscal, como les ha pasado a muchos países. Esto ocurre porque se percibe que la deuda es insostenible debido al exceso de deuda pública y de déficit fiscal. Obviamente, en este caso, lo último que se podría hacer es pedir financiamiento al banco central, sumándolo a la insolvencia del fisco. En este caso lo que correspondería sería hacer un programa creíble de estabilización fiscal que recobre la sustentabilidad de las finanzas públicas. En el intertanto lo usual es que los países le pidan al FMI créditos condicionales a un programa de ajuste.

En segundo lugar, podría haber una calamidad pública, como una guerra externa, que impida el financiamiento del fisco. Lo hizo Estados Unidos en la segunda guerra mundial. Pero hay que repetir, eso no ocurre hoy en tiempos de calamidad sanitaria mundial. Las sólidas finanzas públicas de Chile representadas en un nivel relativamente bajo de deuda pública le permiten una amplia capacidad de endeudamiento para financiar la muy necesaria expansión fiscal para combatir los dramáticos efectos económicos y sociales de la pandemia. Nadie entendería este cambio a la Constitución. Cuesta incluso entender que este sea tema de discusión en Chile.

Es cierto que pueden existir eventos extremos en los cuales haya que cruzar esta valiosa línea de nuestra institucionalidad macroeconómica. De ocurrir eso, estoy seguro de que todas nuestras autoridades políticas serán capaces de llegar a un acuerdo para hacer una excepción a la regla en dicho momento. No veo razón para hacer eso hoy día, y podría abrir la puerta además para que eventos que no tienen repercusiones en la capacidad de financiamiento fuercen al banco a entrar al financiamiento fiscal. Nada garantiza que, una sequía, un terremoto, o un estallido social, se usen como argumento para la monetización del déficit sin ninguna razón y con un costo enorme.

Tratar de regular situaciones, extremadamente excepcionales y que hoy día no se justifican, me parece que tienen muchísimo más costos que beneficios. Repito, no me cabe la menor duda que de ocurrir un evento así, las autoridades políticas del país pueden llegar a un acuerdo para que ello ocurra.

Otra cosa es la compra de bonos en el mercado secundario. Esto no es financiamiento fiscal, pues es el intercambio de instrumentos financieros sin que el fisco intervenga. Esto no está contemplado en la Constitución, y lo entiendo como un resguardo que se podría haber justificado dada nuestra historia de inestabilidad monetaria, pero no es normal en banca central. Habiendo dicho esto, es importante destacar que dicha prohibición nunca ha impedido al Banco conducir su política monetaria, por lo tanto, no ha sido un tema que requiera atención. Más aún los bonos del tesoro se pueden usar desde la crisis financiera global como colaterales para obtener liquidez. Sin embargo, hoy día la cantidad de papeles de largo plazo del Banco, aproximadamente cuatro mil millones de dólares, podría poner dificultades para hacer operaciones de liquidez de corto plazo o realizar operaciones de expansión cuantitativa, que pueden ser necesarias en caso de querer aumentar la expansividad de la política monetaria. Dado que la tasa de política monetaria ya está en su mínimo. En todo caso, quien está en mejor condición para evaluar dicha necesidad es el propio Consejo del Banco, que sería

quien debiera tomar la iniciativa para pedir un cambio Constitucional en caso de que así lo estime necesario y así lo ha hecho hoy.

Chile enfrenta desafíos sanitarios, económicos y sociales de una magnitud inédita. Son muchos los temas que requieren de nuestra máxima atención, mucho más importantes que lo que estamos discutiendo ahora, que solo desvían el foco de las prioridades y de las urgencias. Para el fisco, una tarea importante es precisamente emitir deuda en Chile y en el exterior para tener el financiamiento asegurado para su programa fiscal. Pensar que, alternativamente, esto se puede hacer a través de la monetización del déficit es un error de proporciones.

No tengo duda que en un proceso constituyente se debe discutir la autonomía del Banco Central. Estoy convencido que su experiencia ha sido muy exitosa y el país lo entenderá así, más aún después de conocer los problemas del TC. Pero confunde la discusión que tenemos hoy. ¿Es para iniciar esta discusión constitucional? obviamente es a destiempo, ¿o es para proveer más instrumentos?, monetización del déficit en este caso, algo que hoy día espero haber mostrado creo totalmente innecesario.