

## ¿BANCO CENTRAL FINANCIANDO AL FISCO?

- En el contexto del Coronavirus, el financiamiento del Fisco a través de la compra de su deuda por parte del Banco Central ha ido ganando adeptos. Actualmente, estas transacciones se encuentran prohibidas expresamente en la Constitución de 1980 como consecuencia de un largo período de la historia de Chile (1925-1989) en que la política monetaria estuvo supeditada a la fiscal.
- Esta dependencia generó la monetización de los recurrentes déficits fiscales, aumentando en forma importante el nivel y la volatilidad de la inflación, con sus consecuencias negativas en el bienestar de las personas.
- Así, quedó en evidencia que para lograr el control de la inflación, la independencia de ambas políticas era fundamental.

En el contexto del Coronavirus, en que las empresas podrían presentar un problema de liquidez importante por una abrupta caída de sus ingresos, junto con la necesidad de seguir cubriendo los costos, algunos parlamentarios han empujado la idea que el Fisco debiera asegurar/proveer liquidez al sector privado en una línea similar a la que responden las medidas adoptadas por el Banco Central (BCCh) tendientes a proveer liquidez al sistema financiero. Como esta medida implicaría importantes recursos fiscales, las propuestas consideran el financiamiento por parte del BCCh al Fisco de manera directa (comprar bonos emitidos por Tesorería en el mercado primario) o indirecta (compra de bonos emitidos por Tesorería en el mercado secundario). Estas propuestas, que en un principio fueron más bien aisladas, han ido ganando adeptos en diversos sectores.

Según el Artículo 109 de la Constitución, el BCCh sólo puede efectuar operaciones con instituciones financieras públicas o privadas. Asimismo, le prohíbe explícitamente adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas, así como financiar ningún gasto público o préstamo con créditos directos o indirectos del Banco Central. En este contexto, las propuestas de los parlamentarios implicarían una modificación a la Constitución.

Los bancos centrales considerados responsables también presentan la restricción de financiamiento directo al Fisco. Sin embargo, Chile es uno de los pocos países del mundo en que el BCCh no puede comprar bonos de Tesorería indirectamente en el mercado secundario. La justificación a estas restricciones se basa en el largo período

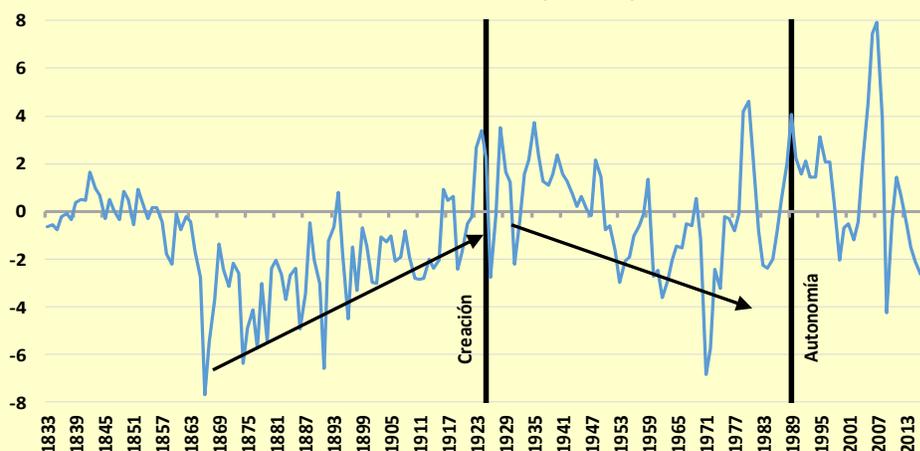
de tiempo en que el Fisco chileno presentó elevados déficits, con escasa o nula capacidad de controlarlos, todos los cuales fueron financiados a través de la emisión de dinero por el BCCh, generando elevada y volátil inflación, con su consiguiente efecto negativo en la economía.

## HISTORIA

El BCCh nace en 1925 con un fuerte sello de autonomía institucional. Sin embargo, la 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 en las decisiones del BCCh. La instauración de su autonomía tuvo recién su origen en la Ley Orgánica Constitucional de octubre de 1989, 64 años después. Dada la institucionalidad que regía al BCCh desde su origen -bajo la cual podía otorgar créditos a instituciones públicas- su operación comenzó a estar dominada por la situación fiscal recurrentemente deficitaria y el apoyo crediticio a entes estatales. Es así que junto con la creación del BCCh se observa un claro quiebre en la trayectoria que venían presentando las cuentas fiscales, y comienza una clara tendencia hacia déficits crecientes, la cual llega hasta principios de los años 70 (Gráfico N° 1). Así, el déficit fiscal alcanzó a -0,45% promedio anual desde la creación hasta principios de la década de los 70, lo que contrasta con el superávit promedio de +0,8% observado desde la autonomía del BCCh hasta el año 2018.

### ANTES DE SU INDEPENDENCIA, LA OPERACIÓN DEL BC ESTABA DOMINADA POR LA SITUACIÓN FISCAL RECURRENTEMENTE DEFICITARIA

Gráfico N° 1: Balance fiscal (porcentaje el PIB)

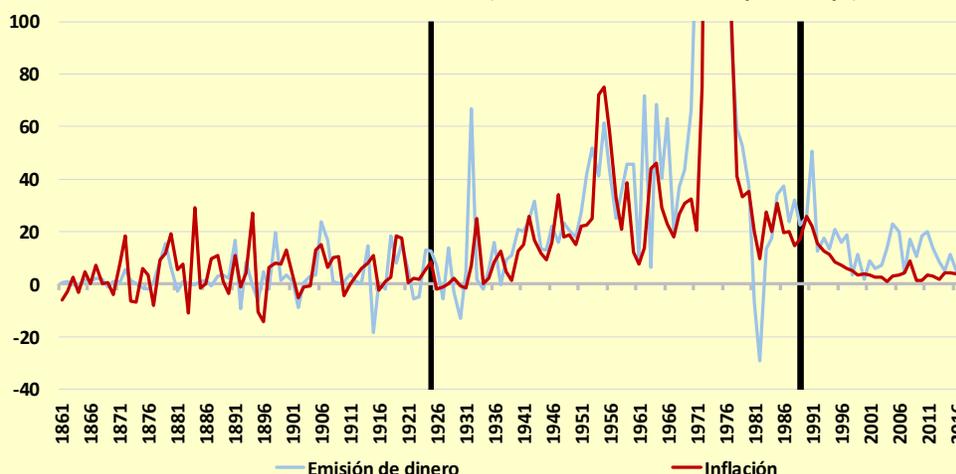


Fuente: para datos entre 1833 y 1959, Base de datos de EH Cliolab de la Universidad Católica de Chile; para datos entre 1960 y 1990, Fondo Monetario Internacional; para datos posteriores, Banco Central de Chile.

Este predominio de la política fiscal por sobre la monetaria llevó a que esta última tuviera importantes impactos en la inflación, tanto en su nivel, como en su volatilidad. Así, desde la creación del BCCh (1925) hasta su independencia (1989), el proceso inflacionario fue recurrente y con alto grado de volatilidad: en este período se observó una inflación promedio anual de 45% y en 49 de los 64 años considerados, la inflación alcanzó los dos dígitos (77% de las veces) (Gráfico 2). Posterior a 1989, 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 ya se viene observando hace unos años.

### PROCESO INFLACIONARIO ESTUVO ESTRECHAMENTE RELACIONADO CON LA EMISIÓN

Gráfico N° 2: Crecimiento del dinero (variación nominal anual, porcentaje)



Nota: la inflación para los años 1973 a 1977 alcanzó a 311%, 586%, 380%, 230% y 101%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia tomando la Base de datos de EH ClioLab de la Universidad Católica de Chile y Banco Central de Chile.

A lo largo de todo este período se realizaron diversos esfuerzos para controlar la inflación bajo gobiernos con significativas diferencias de orientación. Sin embargo, el proceso inflacionario fue intenso en todos ellos, reflejando la incapacidad para reducirla a niveles bajos y estables.

Entre los esfuerzos desplegados para contener el alza sostenida de los precios se pueden destacar los siguientes: i) Gobierno de Carlos Ibáñez (1952-1958, inflación promedio = 47,3%), se distinguen dos subperíodos a) 1953-1955: con acotamiento de los reajustes salariales e intentos de saneamiento de las finanzas públicas; b) 1956-1958: con tipo de cambio fijo único con devaluaciones periódicas mediante

intervenciones del BCCh en contexto de la Misión Klein-Sacks. ii) Gobierno de Jorge Alessandri (1958-1964, inflación promedio = 27,1%), con tipo de cambio fijo. iii) Gobierno de E. Frei Montalva (1964-1970, inflación promedio = 26,7%), con un enfoque estabilizador más integral y gradualista. iv) Gobierno de Salvador Allende (1970-1973, inflación promedio = 135,5%), con control generalizado de precios.

A pesar de todos estos intentos, la inflación no cedió ya que la política monetaria continuó fuertemente determinada por el ciclo político y su impacto en las finanzas públicas. Fue en este contexto que a fines de 1979 se modificó la Ley Orgánica del BCCh<sup>1</sup>, estableciéndose que en ningún caso podría adquirir para sí pagarés de la Tesorería u otros documentos de crédito emitidos directamente por el Fisco, como tampoco otorgar créditos directos a las entidades y empresas del sector público o privado, con excepción de las instituciones financieras. Posteriormente la Constitución de 1980 definió al Banco Central como “un organismo autónomo con patrimonio propio, de carácter técnico” (art. 108), aunque deja a una futura Ley Orgánica Constitucional (LOC de 1989) la misión de precisar los alcances de esa autonomía, así como sus funciones y atribuciones. A su vez, la Constitución estableció que las nuevas operaciones del Banco deben establecerse sólo con instituciones financieras y que ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos, salvo en caso de guerra (art. 109).

Luego de la declaración de la autonomía (1989), momento en el cual la inflación rondaba el 20% anual, ésta entró en una senda decreciente para llegar a estabilizarse en torno a 3% anual hacia fines de la década de los noventa.

La separación de la administración de la política monetaria del proceso político fue clave en los siguientes logros: i) llevar la inflación promedio anual a 3,0%, cercana a la observada en países desarrollados; ii) reducir ostensiblemente la volatilidad de la inflación; iii) anclar las expectativas de los agentes a la meta propuesta por el BCCh -dado que en el 58% de los meses la inflación anual se ha ubicado dentro del rango de tolerancia anunciado por la autoridad-; iv) reducir tanto el nivel como la volatilidad de las tasas de interés; y v) disminuir la volatilidad de la actividad económica sin afectar el crecimiento.

### **BENEFICIOS DE UNA INFLACIÓN CONTROLADA**

La reducción de la inflación no es sólo un concepto estadístico, sino que tiene efectos reales en el bienestar de las personas. Por un lado, una inflación alta y volátil impone a la sociedad elevados costos reales al distorsionar el sistema de precios de

<sup>1</sup> Mediante el artículo 27 del Decreto Ley 3001.

la economía y, por tanto, la información que estos entregan no permite a los productores, consumidores e inversionistas asignar eficientemente sus escasos recursos, reduciendo la capacidad productiva de la economía y, finalmente, el crecimiento. Por eso, en el largo plazo, una economía con inflación baja y estable crecerá más rápido, reduciendo el desempleo.

Por otro lado, una inflación elevada<sup>2</sup> genera importantes efectos negativos en la distribución de la riqueza. En primer lugar, la evidencia empírica muestra un claro deterioro de la capacidad de compra principalmente de los sectores de menores ingresos ya que sus salarios aumentan más lentamente que los precios durante los episodios de aumento de la inflación. Este fenómeno se explica porque en períodos inflacionarios, el crecimiento tiende a ralentizarse, incrementando el desempleo y frenando los reajustes salariales, al mismo tiempo que la canasta de consumo sí presenta incrementos de precios. Adicionalmente, los primeros deciles mantienen una mayor proporción de su riqueza en dinero y no en activos financieros, como los deciles de mayores ingresos, por lo cual no cuentan con una adecuada protección contra la inflación. Por ello, una política económica que pone en riesgo el control de la inflación, tanto en su nivel como en su volatilidad, es tremendamente regresiva en relación a los ingresos de las personas.

A los beneficios de una inflación baja y estable, se le suma la restricción que se le impone al Fisco en términos de satisfacer sus necesidades de financiamiento en el mercado formal, bajo las mismas condiciones de competencia y riesgo que el sector privado, lo que incentiva al Fisco a presentar una política capaz de cumplir con su restricción presupuestaria intertemporal sin necesidad de un ajuste significativo. Esta restricción fiscal permite consolidar un crecimiento estable, sostenido y equitativo, al mismo tiempo que permite responder en forma adecuada a las principales necesidades sociales en conjunto con la realización de inversiones que apalanquen un mayor crecimiento futuro.

#### OTROS ELEMENTOS A CONSIDERAR

Además del control de inflación, la prohibición del BCCh de financiar al Fisco es necesaria por los siguientes elementos:

1. La historia ya demostró nuestra incapacidad de controlar la inflación cuando las finanzas públicas no son responsables. Los déficits fiscales no son cosa del pasado, sino que están siendo también del presente: desde 2009 que el Fisco chileno presenta casi ininterrumpidamente déficits a pesar de registrar

---

<sup>2</sup> Particularmente si no es esperada

- una regla de balance estructural, de contar con un Consejo Fiscal Asesor -y ahora Autónomo-, de dos reformas tributarias de envergadura, y de diversos “intentos” por parte de la autoridad para llevar las cuentas fiscales a la neutralidad.
2. Nuestra institucionalidad determina que es el Presidente de la República el que designa a los Consejeros del Banco Central, con aprobación del Congreso. Por esto, el que posteriormente sea el mismo Consejo el que tenga que aprobar el financiamiento del gobierno es un claro caso de conflicto de interés, lo que dañaría seriamente la independencia del BCCh.
  3. La actual Constitución permite el financiamiento al Fisco bajo la excepción de guerra. El sentido de esta excepción es que en dicha situación el Fisco no contaría con financiamiento o acceso a crédito en un contexto de necesidad de cuantiosos recursos públicos. Sin embargo, la situación actual dista mucho de esto. El Fisco cuenta con activos por algo más de US\$ 10.000 millones y cuenta con acceso al crédito, tanto nacional como internacional, a tasas históricamente bajas.
  4. En el contexto internacional, los bancos centrales serios también cuentan con la restricción que impide el financiamiento directo -en el mercado primario- al Fisco. Incluso en el contexto actual, en donde han surgido un gran abanico de medidas a implementar en los países, ninguna de ellas considera el financiamiento directo al Fisco. Este tema se está discutiendo sólo en países con problemas de endeudamiento y financiamiento producto de sistemas financieros más débiles, posiciones fiscales más comprometidas, y con endeudamiento público elevado. Esta no es nuestra situación.
  5. El rol del BCCh en esta coyuntura, dado su mandato del control de precios y garante del sistema de pagos, es aportar la liquidez necesaria al sistema. Ahora, para que esta liquidez efectivamente llegue al sector privado, el Fisco debe proveer garantías, reduciendo así el riesgo del crédito mientras el Banco Central lo facilita.
  6. Dentro de sus atribuciones, la mayoría de los bancos centrales transan papeles del Tesoro en el mercado secundario cuando requieren reducir o estabilizar las tasas de interés de más largo plazo. Este no es el caso de Chile, por lo que tampoco hay argumentos desde la conveniencia de la política monetaria. Sin embargo, esto podría ser deseable en circunstancias extraordinarias.
  7. Establecer el criterio de “excepcionalidad” para evitar abusos de esta opción de financiamiento no genera un umbral objetivo ni medible. ¿Qué condiciones calificarían como excepcional? Probablemente calificaría lo

- ocurrido post 18 de octubre de 2019, el terremoto del 27-F, la crisis del 2008, o la crisis del 1998. Los ciclos en la economía son recurrentes.
8. Frente a circunstancias “excepcionales” el mejor remedio es que el Fisco, a través de su comportamiento responsable, genere el ahorro necesario para paliar dichas excepciones. Esta fue nuestra situación hasta fines de los 2000, donde los activos acumulados en el FEES alcanzaron a US\$ 20.200 millones (2008) y la deuda llegó a 3,9% del PIB (2007). Sin embargo, desde entonces, y prácticamente todos los años, el Fisco ha generado déficits y otras necesidades de financiamiento, los que ha financiado a través del incremento de la deuda y la liquidación de activos, llevando actualmente al FEES a contar con cerca de US\$10.000 millones y la deuda a ubicarse en torno a 28% del PIB.
  9. Una medida como ésta sería difícil de entender por los mercados internacionales luego que en reiteradas ocasiones analistas internacionales y clasificadoras de riesgo hayan planteado aprehensiones respecto de la trayectoria fiscal de la última década. Permitir que el BCCh financie futuros déficits fiscales sólo aumentaría el temor a que volvamos a ser un país de altos déficit fiscales no controlados y altos niveles de inflación.

## CONCLUSIÓN

El análisis del financiamiento del BCCh al Fisco es necesario realizarlo en base al mérito del instrumento: ¿se logran los objetivos propuestos de una mejor manera que otras alternativas, sin generar costos de magnitud adicionales? Este no es el caso de la medida propuesta por los parlamentarios.

El control definitivo de la inflación, y con reducido costo social, sólo se logró en Chile cuando se institucionalizó la autonomía del BCCh. Diversos intentos anteriores, llevados a cabo por gobiernos de distintas tendencias, no fueron exitosos.

Así, hoy es ampliamente reconocido que la autonomía del BCCh se transformó en uno de los pilares fundamentales del desarrollo económico de Chile. Pero para la eficacia de este pilar se requiere del correcto funcionamiento de los otros tres: una política fiscal responsable, guiada por una regla; una economía abierta al comercio exterior bajo un régimen de tipo de cambio libre; una sólida regulación del sistema financiero. Fallas en estos pilares, como por ejemplo una política fiscal sostenidamente deficitaria, dificultará el logro del objetivo del Banco Central.