

Análisis de actualidad N° 04

Abril 2020

The background of the cover is a teal-tinted image of the seal of the Banco Central de Chile. The seal is circular and features an eagle with its wings spread, perched on a globe. The words 'BANCO CENTRAL DE CHILE' are inscribed around the perimeter of the seal. The seal is set against a textured, light-colored wall.

CRISIS ECONÓMICA Y REFORMA AL BANCO CENTRAL

Patrick Poblete
Investigador
Instituto Res Publica

● **La situación económica del país para hacer frente a los efectos económicos del Coronavirus, es peor que la situación previa a la crisis del 2008-2009 debido, entre otros, a los negativos efectos de la violencia vivida desde octubre pasado. Esto es grave considerando que se ha anunciado que esta crisis será peor que la crisis subprime.**

● **Se ha generado en el debate la posibilidad de que el Banco Central compre deuda al Fisco. Esto es una mala idea dado el contexto, incluso si se opta por la modalidad de mercados secundarios y por un tiempo limitado. De concretarse, sería una merma a la autonomía del organismo monetario, una invitación a las presiones políticas y una posibilidad cierta de tener problemas inflacionarios futuros y de alza de deuda fiscal.**

El Covid-19 azotó a nuestro país como lo ha hecho con otras naciones. El gobierno, meses antes del arribo de la enfermedad, hizo preparativos dentro de las posibilidades reales del contexto nacional.

La emergencia sanitaria probablemente de mayor envergadura en la historia de Chile, significa esfuerzos extraordinarios del país en diferentes dimensiones, entre ellas, en el gasto y endeudamiento público. Si bien las herramientas fiscales como deuda y fondos de emergencia existentes han sido pensadas para momentos de gran dificultad como el que atravesamos, es necesario que inmediatamente terminada la crisis, se vuelva a un equilibrio fiscal que permita la reducción sostenida del déficit causado.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció a finales de marzo de este año que el mundo

se encontraba en una recesión ocasionada por la pandemia, y que en esta oportunidad la contracción sería peor que en 2009 y sólo sería comparable con la *Gran Depresión* 1929.¹

En cuanto al escenario nacional, al comparar la antesala a la crisis actual frente a la de la crisis *subprime* del 2008-2009, se presentan contextos distintos.

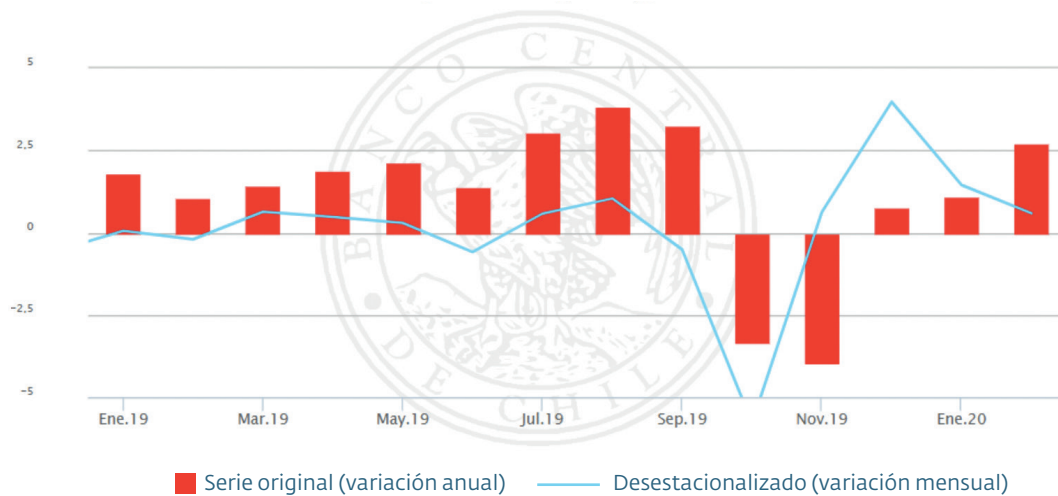
Una diferencia relevante con 2009 es que, en aquella época, la economía chilena se encontraba relativamente sana y con señales de desarrollo y crecimiento. Incluso en ese mejor escenario, antes de que los efectos llegasen a nuestro país, se realizaron aumentos a la tasa de interés para controlar el consumo y, por su intermedio, la inflación.

El escenario actual es de mayor vulnerabilidad en distintas áreas. Las Pymes acumulan hoy mayor cantidad de meses con una actividad anormal y presentarían mayor estrechez de caja; a lo que se debe sumar que las instalaciones de diversos comercios fueron físicamente dañadas o destruidas por el vandalismo desatado en octubre pasado, generando costos extra y cierres de empresas en muchos casos. Por otro lado, el mercado laboral ha usado gran parte de su capacidad de absorber el desempleo a través del aumento considerable del empleo informal durante los meses finales de 2019, mientras que el escenario de gasto fiscal ya se encuentra bajo una mayor presión en razón de la llamada agenda social. Si a todo lo anterior se le agregan tasas de crecimiento del PIB con un promedio en torno al 2% entre 2014 y 2018, estamos ante una economía menos preparada para enfrentar un shock más grave. Lo antes mencionado queda en evidencia al observar indicadores de actividad económica.

¹ <https://www.latercera.com/pulso/noticia/fmi-declara-que-la-economia-mundial-entro-en-recesion-y-que-sera-peor-que-a-la-de-2009/BJ76DPWIHBBYHIMXNOTE23T63Q/>

En el siguiente gráfico, se nota una fuerte caída en la actividad económica mensual de octubre y noviembre de 2019 debido a los hechos de violencia ocurridos en nuestro país. Así, el Índice Mensual de Actividad Económica -IMACEC- interanual de octubre pasado llegó hasta un -3,4% mientras que en noviembre lo hizo hasta un -4%. Esto permite una mejor comprensión del escenario previo a enfrentar la pandemia que, si bien experimentó recuperaciones en los meses posteriores, en ningún caso se sobrepuso por completo.

**Indicador mensual de actividad económica, IMACEC
(Base 2013 - 100, porcentaje)**



Fuente: Banco Central de Chile

Sumado a la caída de indicadores mensuales, el siguiente gráfico muestra la variación trimestral del PIB e incluye datos desde el primer trimestre de 2008 hasta el último trimestre de 2019, antes de la pandemia. La gran caída del extremo izquierdo corresponde a los primeros tres trimestres de 2009 en donde se presentó un crecimiento del PIB de -2,8%; -3,3% y -1,1% en la serie interanual. Por otra parte, al extremo derecho del gráfico se nota la caída producida por los hechos de octubre pasado y que anotan una variación de -2,1% en el mismo indicador.

**Producto interno bruto (PIB)
(porcentaje)**



Fuente: Banco Central de Chile

Discusión

Frente al complejo escenario económico, el gobierno ha anunciado una serie de agresivos paquetes de estímulo fiscal y apoyo tanto a trabajadores como empresas. Desde otra vereda, el Banco Central decidió -en ejercicio de su autonomía- impulsar una política monetaria expansiva. Lo anterior implicó, entre otras cosas, que el Central decidiera reducir la tasa de interés al mínimo técnico posible de 0,5% para estimular al mercado financiero a otorgar créditos y potenciar el consumo.

En este contexto, es que algunos senadores iniciaron una discusión en cuanto a la posibilidad de que el Banco Central le entregue financiamiento al Fisco a través de la compra de papeles de deuda². Algunos economistas y expertos, entre ellos el expresidente del Banco Central, Jorge Marshall, se abrieron en una primera instancia a esa posibilidad.³

Esta opción está expresamente prohibida en nuestra Constitución (Art. 109), en razón de las negativas consecuencias que tuvo en el período 1925-1989⁴, y que permitió que la política monetaria estuviera al servicio de la política fiscal. Hoy solo es posible en caso de guerra interna o externa.

El debate ha seguido escalando, puesto que los senadores socialistas Montes, Elizalde y Allende ingresaron una moción para materializar la posibilidad de estos préstamos.⁵ Lo propio han hecho el diputado Núñez (PC), Jackson (RD) y Auth (Ex PPD) -integrantes de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados- con un proyecto de reforma constitucional que agrega a la excepción de la prohibición existente las situaciones de estado de catástrofe.⁶

Por su parte, el actual presidente del Banco Central, Mario Marcel, abrió la puerta a una fórmula específica en esta materia: comprar estos documentos de deuda en el mercado secundario, es decir, en igualdad de condiciones con bancos e instituciones financieras.⁷ A esta misma fórmula se abrió el Presidente Piñera planteando que “la estaban estudiando”.⁸

Preguntando a los Expertos

**Cecilia Cifuentes, Economista.
ESE, Universidad de los Andes.**

1.- ¿En general, cuales son los riesgos de que el Banco Central pueda otorgar crédito al Fisco? ¿Qué opinas de la propuesta legislativa del diputado Núñez?

Existen dos vías para esto, que no son equivalentes. La primera es comprar deuda existente emitida por el Tesoro, es decir, comprar bonos del gobierno en el mercado secundario, como una forma de proveer liquidez al mercado, que tiene costos y beneficios. Esta fórmula es menos peligrosa que comprar deuda de primera emisión, tal cual sugiere el diputado Núñez, que consiste en financiar directamente el déficit fiscal con emisión de dinero, lo que no debería permitirse bajo ninguna circunstancia, porque termina en inflación. Ya vivimos esta situación en la Unidad Popular y ha sido la causa de todos los procesos de hiperinflación en el mundo. Tal como dijo Keynes; la mejor forma de destruir la economía es corromper la moneda. Financiar gasto público con emisión de dinero es un engaño a la población, crea una falsa sensación transitoria de mejoría, pero los

² <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/macro/senadores-pizarro-y-montes-proponen-que-el-banco-central-pueda-traspasar/2020-03-31/154644.html>

³ <https://www.latercera.com/pulso/noticia/jorge-marshall-no-podemos-descartar-ningun-instrumento-incluyendo-el-financiamiento-del-banco-central-al-fisco/VDXUJ3M6TBAYJAYKPL4HIW3NFE/>

⁴ <https://lyd.org/wp-content/uploads/2020/04/tp-1442-banco-central-y-financiamiento-fisco.pdf>

⁵ http://www.senado.cl/appsenado/templates/tramitacion/index.php?boletin_ini=13400-05

⁶ https://twitter.com/daniel_nunez_a/status/1247991906228998146?s=20

⁷ <https://www.pauta.cl/economia/banco-central-acepta-propuesta-financiamiento-indirecto-del-fisco>

⁸ <https://digital.elmercurio.com/2020/04/12/R/HL3P96MF#zoom=page-width>

costos son muy superiores en forma posterior. En forma correcta ha sido comparada esta política con una droga, que genera daños profundos cuando se trata de abandonar en medio de un grave problema inflacionario.

2.- ¿Qué opinas de la propuesta del presidente del Banco Central, Mario Marcel? ¿Se reducen los riesgos con esta fórmula?

Efectivamente se reducen los riesgos comprando deuda en el mercado secundario, pero no desaparecen, ya que al tener un comprador asegurado, puede perderse la disciplina del Fisco para emitir deuda. No hay un muro infranqueable entre el mercado de deuda de primera emisión y el mercado secundario. Se producen además otros problemas, que hemos visto en la última década en el mundo desarrollado que ha usado esta fórmula intensamente. Cuando el banco central compra bonos del tesoro de largo plazo, aumenta el precio de estos bonos, es decir cae la tasa de interés de largo plazo, lo que infla los precios de los activos financieros, generando potenciales burbujas y además una transferencia de riqueza a los poseedores de activos financieros, normalmente sectores de ingresos altos. Tenemos entonces un deterioro en la distribución del ingreso. Adicionalmente, estas reducidas tasas de interés de largo plazo afectan las pensiones, por el menor retorno de los instrumentos.

En definitiva, es una política que tiene costos y riesgos, y sólo debería ser usada entonces si los problemas de liquidez son graves. No parece que estemos en ese escenario. Un último riesgo es que aunque se trate de esta modificación, debe pasar por el Congreso, y dado el populismo que se ha visto en muchos parlamentarios, no sabemos cómo podría terminar ese proyecto.

Diputado Guillermo Ramírez. Miembro de la Comisión de Hacienda.

¿Qué opinión tiene de las propuestas de parlamentarios de oposición de permitir al Banco Central otorgar crédito al Fisco? ¿y sobre la opción que Mario Marcel pone sobre la mesa, a la que se abre el gobierno?

En cuanto a la forma, las propuestas de los parlamentarios son -una vez más- inconstitucionales. Esto, debido a que para legislar sobre este tema se requiere iniciativa del Presidente.

En cuanto al fondo, Marcel en el IPoM de marzo señaló que, (i) si el Banco Central le otorga préstamos directos al Estado, en la práctica equivale a un financiamiento artificial, similar a financiar gasto imprimiendo más billetes. En otras palabras, financiamos al Estado a costa de los más pobres que pierden poder adquisitivo por causa de la inflación; (ii) que no han encontrado otros casos hoy, en que los Bancos Centrales hagan préstamos a los gobiernos.

La flexibilización que sí planteó Marcel es digna de estudio, pero tiene riesgos. La idea puede sonar razonable desde el punto de vista de la estabilidad financiera, pero se corre el riesgo de terminar siendo una medida que se use indirectamente para monetizar futuros déficits fiscales. De hecho, los países que citó Marcel en donde los Bancos Centrales sí participan en el mercado secundario, son todas naciones desarrolladas, con situaciones fiscales consolidadas y una estabilidad política de la cual, lamentablemente, nosotros no gozamos como en otros años.

2.- Para abordar lo propuesto por el senador Montes o el diputado Núñez habría que aprobar una reforma constitucional y una reforma a la LOC del Banco Central. ¿Qué posibilidad ve de que esto ocurra en el actual escenario legislativo?

El gobierno, y así lo dijo también el Banco Central, tiene todavía varios instrumentos para abordar la crisis económica aparejada con la pandemia del COVID-19. El Central ha actuado, la CMF ha actuado, el Banco Estado ha actuado, el gobierno ha impulsado leyes y el Congreso ha concurrido a aprobarlas. Hoy, tenemos que abordar desafíos inmediatos, por lo tanto, antes de sentarnos a pensar y decidir reflexivamente, parece más razonable agotar los medios que sí existen, evaluar aquellas medidas que ya aprobamos, y luego, podemos ver hacia el futuro. El apoyo a los trabajadores independientes, las medidas que apoyen a las empresas grandes (que son generadoras de miles de empleos) y la evaluación de la inyección de liquidez que buscamos al modificar el FOGAPE, parecen ser tareas más urgentes.