



Temas Macros Financieros Críticos

La nueva política monetaria y la

ACUMULACIÓN DE DEUDA

La complejidad de la pandemia se está traspasando no solo en el mercado de bienes y del trabajo sino también al financiero.

Carlos J. García, Ph.D. en Economía, University of California at Los Angeles, Estados Unidos. Académico FEN- UAH.

REFORMA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Hasta ahora el Banco Central estaba seriamente limitado para hacer una política monetaria moderna porque su Ley Orgánica Constitucional (artículo 27) señalaba que *“el Banco podrá otorgar financiamiento o refinanciamiento sólo a las empresas bancarias y sociedades financieras. De manera alguna podrá otorgar a ellas su garantía, ni adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas.”*

Esta ley, sin embargo, dejaba al Central sin uno de los principales instrumentos de la política monetaria que sí están usando otras entidades similares y tan autónomos como

el nuestro -la Reserva Federal de EEUU y los bancos de Inglaterra y Europa, por ejemplo- como la posibilidad de comprar deuda privada y pública para así poder inyectar liquidez directa a los mercados a través de ellos. Esta política se conoce como “facilidad cuantitativa” o QE según su sigla en inglés.

Con el objeto de resolver en parte esta deficiencia, el Gobierno anunció un proyecto de reforma constitucional que faculta al Banco Central para que, en circunstancias excepcionales, pueda proveer liquidez a través de comprar y vender instrumentos de deuda emitidos por el Fisco en el mer-

cado secundario abierto. El proyecto ya fue aprobado en la comisión de Hacienda del Senado y probablemente esta reforma esté funcionando plenamente cuando este artículo se publique.

La reforma saca al Central de su zona de confort, que hasta ahora ha sido efectuar operaciones sólo con los bancos, transando en el mercado abierto instrumentos emitidos por la propia entidad o por empresas bancarias u otras organizaciones, pero siempre por intermedio de los bancos.

En efecto, la llegada del Banco a los mercados secundarios pone una serie de desafíos que no son triviales, en especial en las

actuales circunstancias. Una de estas es que las AFP tienen importantes inversiones en bonos de la Tesorería, así en caso de que prosperen los proyectos de sacar parte de los fondos de los ahorros previsionales, la compra de esos bonos por parte del Banco sería un complemento natural: las AFP venden papeles al Banco y estos recursos son entregados a los pensionados.

En caso contrario, es decir, que el Banco no compre estos bonos, el precio de estos instrumentos en el mercado secundario se desplomarían y con ello las tasas de interés de largo plazo subirán, deprimiendo el consumo y la inversión. Este ejemplo ilustra, que las “causas excepcionales” que se mencionan en la reforma de la Ley del Banco, pueden ser más comunes que las pensadas o esperadas. En otras palabras, si el Central puede participar en el mercado secundario, no podrá restarse tan fácilmente o, de lo contrario, tendrá problemas para afectar la tasa de interés de largo plazo (bonos a 10 años).

Otra arista que queda pendiente en la reforma es la compra o venta de bonos corporativos por parte del Banco. Los defensores de excluir estos instrumentos argumentan que el Central no puede correr el riesgo de adquirir papeles incobrables. En parte es verdad, pero también restringe la flexibilidad que debe tener para enfrentar a los mercados. Por ejemplo, si el Banco Central solo compra bonos del tesoro para inyectar liquidez, entonces, estará retirando papeles seguros para el mercado. El precio de estos instrumentos sube y, con ello, las tasas de interés largas caen.

La contrapartida es que el resto de los instrumentos, bonos corporativos y acciones se vuelven más riesgosos, cayendo su precio, que en parte es balanceado por las menores tasas de interés, pero deja a la economía en una trampa.

Si bien las tasas de interés caen, el resto de los activos se deprecian. Recordemos

que la riqueza neta de las firmas y familias es la diferencia entre activos y pasivos. Una caída del precio de los activos reduce la riqueza neta y con ello la demanda interna.

Por esta razón, los bancos centrales de EEUU y Europa han incluido la compra de bonos corporativos. Sin duda que esto hace el análisis económico complejo, más que solo considerar el tema de la calidad de los papeles que puede adquirir el Banco.

Todo este análisis se vuelve aún más complejo si se considera la especulación de los mercados. La compra de uno u otro acti-

“Es bienvenido una actualización de la política monetaria, sin embargo, trae una serie de desafíos críticos que rápidamente pondrán al Banco Central en aprieto si este no responde a la misma velocidad que los mercados financieros”

vo gatilla acciones de los inversionistas. En el caso de la Reserva Federal de EEUU, solo avisar que compraría bonos corporativos produjo un rally accionario de magnitudes y la emisión de bonos de baja calidad. En resumen, es bienvenido una actualización de la política monetaria, sin embargo, trae una serie de desafíos críticos que rápidamente pondrán al Banco en aprieto si éste no responde a la misma velocidad que los mercados financieros.

DEUDA PRIVADA

En la actual crisis la respuesta del gobierno ha sido asistencialista para las familias más pobres dejando que el resto de las familias y empresas solucionen sus problemas a través de la deuda. Sin embargo, el aumento de la deuda tiene por lo menos dos

efectos negativos. Primero, a las familias y empresas endeudadas les resulta cada vez más difícil seguir endeudándose. Por tanto, en el caso de una segunda ola de contagios, la opción de estimular el gasto a través de esta vía estará claramente debilitada. Además, y por la misma razón, el exceso de deuda hace que una TPM cercana a cero sea una política prácticamente testimonial. Si bien la tasa de interés es baja, los agentes económicos saben que deben devolver igual el crédito y eso pone un freno para seguir endeudándose. Segundo, la estabilidad financiera se debilita, cualquier shock negativo, hundirá la capacidad de pago de muchos chilenos y puede gatillar una segunda crisis, esta vez financiera.

La autoridad debe pensar qué hacer con esta nueva acumulación de deuda. Una alternativa es recomprarla, como ocurrió en la crisis de los ochenta con la deuda bancaria. Otra alternativa es que esta se transforme en contratos contingentes, es decir, que permitan suspender el pago en caso de segunda ola de contagio o crisis. Esto último en parte se ha realizado en forma natural por los bancos privados que han postergado el pago de dividendos y créditos de consumo. Sin duda, que una extensión de estas medidas sería vital para sostener la recuperación de la economía. En caso contrario, corremos el riesgo de que la recuperación se retarde incrementado los costos económicos de esta pandemia.

Como se puede desprender de este artículo, la complejidad de la pandemia se está traspasando no solo en el mercado de bienes y del trabajo sino también al financiero. Las autoridades, tanto el gobierno como el Banco, deben considerar que estos mercados son muy activos, responden rápido y muchas veces fallan miserablemente llevando a deudores situaciones críticas. La inflexibilidad de los pagos de las deudas es sin duda uno de los principales problemas, que está en manos de las autoridades solucionar. **OE**