

13. ¿PUEDE EL BANCO CENTRAL FINANCIAR AL GOBIERNO?

Bibiana Taboada Arango
Mauricio Villamizar-Villegas

Un tema prácticamente vetado para los banqueros centrales es la financiación directa del Gobierno con recursos de emisión monetaria. La razón para esta animadversión es la incompatibilidad que existe entre los objetivos de estabilidad de precios y crecimiento sostenible y la expansión de la base monetaria para pagar el gasto público del Gobierno de turno. La historia de la banca central y la política monetaria está llena de ejemplos de cómo el otorgamiento de crédito directo al Gobierno por parte de la autoridad monetaria conduce a desajustes macroeconómicos caracterizados por elevados niveles de inflación. La emisión monetaria para financiar el gasto público mina la independencia de los bancos centrales e impide que se tomen las decisiones necesarias para mantener la inflación bajo control. A futuro se debe asegurar que los bancos centrales mantengan su independencia ante las presiones gubernamentales para la financiación monetaria del déficit fiscal, de manera tal que puedan ejercer su mandato y velar por que la inflación regrese a los niveles bajos y estables observados antes de la pandemia del covid-19.

La historia del Banco de la República (al igual que la de gran parte de los bancos centrales en América Latina) ilustra el impacto que ha tenido el financiamiento monetario del Gobierno en la inflación a lo largo de los años. Siguiendo a Jácome y Pienknagura (2023), hacemos un repaso de la evolución de la arquitectura de los bancos centrales en la región desde su fundación a comienzos del siglo XX hasta el día de hoy y analizamos cómo los incrementos del financiamiento público con recursos de emisión conllevaron a incrementos marcados en el crecimiento de los precios de la economía.

Muchos de los bancos centrales en América Latina se estructuraron bajo la asesoría de Edwin Kemmerer, quien abogaba por la adopción del

patrón oro como garantía de la independencia de las nacientes autoridades monetarias. En el caso de Colombia, esta recomendación fue aceptada e incorporada en la primera reglamentación del Banco, cuya fundación tuvo lugar en 1923. Seguramente, influyó en dicha decisión el recuerdo aún reciente de la inflación de tres dígitos (la más alta en la historia del país) que se observó a principios del siglo XX, a raíz de la financiación monetaria de los gastos militares producto de la Guerra de los Mil Días. También se incluyó en la naciente normatividad, tanto en Colombia como en otros países, una baja participación del Gobierno en las juntas de los bancos centrales (pocos representantes y sin derecho a voto) y una limitación en la compra de títulos públicos por parte de las autoridades monetarias. Estas disposiciones aseguraron que, en sus primeros años, los criterios de emisión no estuvieran ligados a las necesidades del Gobierno.

Sin embargo, este arreglo original duró pocos años, pues, con la llegada de la Gran Depresión en 1929, las economías de la región experimentaron una fuerte crisis resultado de la desaceleración económica, la caída en los ingresos fiscales y la suspensión de los flujos de capital que, en algunos casos, condujo a la moratoria de la deuda externa. En estas circunstancias, muchos de los bancos centrales abandonaron o flexibilizaron el patrón oro y migraron a regímenes de tasa de cambio fija (pero ajustable) y control de capitales que les permitió implementar una política monetaria activa para apoyar a la recuperación de sus economías. Además, se incrementó la cantidad permitida de compra de títulos públicos, lo que llevó a un aumento sustancial del crédito al Gobierno.

Esta tendencia de flexibilización de la reglamentación de los bancos centrales y de la política monetaria no culminó (ni se reversó) con la recuperación de las economías después de la crisis ocasionada por la Gran Depresión. Por el contrario, se profundizó en los años siguientes con la aparición del enfoque desarrollista. Bajo esta nueva visión, los países de la región priorizaron el desarrollo de sus economías, utilizando la política monetaria para financiar tanto al Gobierno como a los sectores productivos. En Colombia, por ejemplo, se estableció la Junta Monetaria para dirigir la política monetaria y otorgar crédito abundante a los sectores público y privado (véase capítulo 14).

Los bancos centrales solo recuperaron su independencia con las reformas de la década de los noventa. Estas se dieron después de muchos años de inestabilidad macroeconómica e inflación elevada, cuando los países reconocieron la importancia de una política monetaria independiente y centrada en mantener la capacidad adquisitiva de la moneda.

A través de reformas legales o incluso constitucionales, como fue el caso colombiano, se eliminó o limitó fuertemente la posibilidad de que el banco central otorgara crédito directo al Gobierno. Así, se garantizó que las decisiones de política monetaria estuvieran enfocadas en mantener una inflación baja y estable, mientras que se blindó a los bancos centrales de intereses y presiones políticas. Estas reformas, además, estuvieron acompañadas de otros ajustes y arreglos institucionales, incluyendo los relacionados con la composición de las juntas directivas en donde se eliminó o limitó radicalmente la participación de representantes del Gobierno.

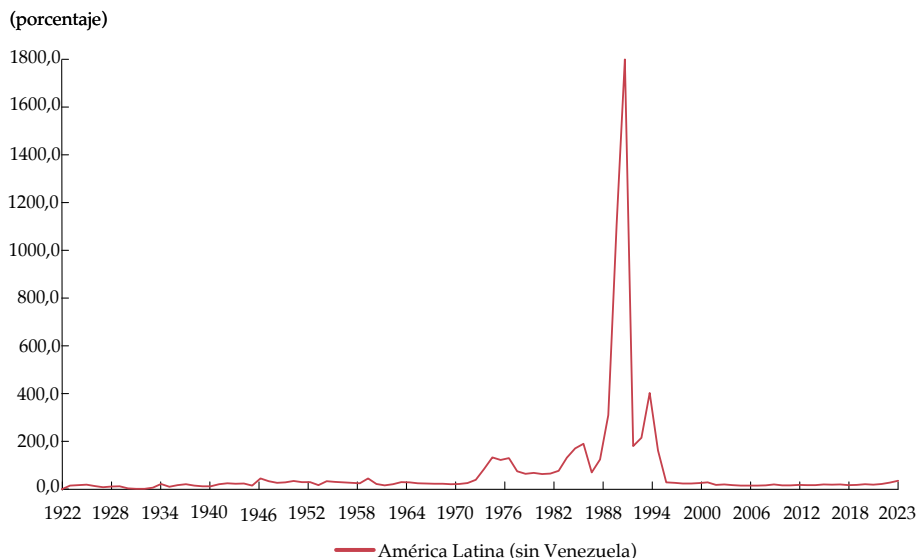
En Colombia, la reforma constitucional de 1991 estipuló que el Banco solo puede hacer operaciones de financiamiento a favor del Estado con la aprobación unánime de su Junta Directiva, y que el legislador en ningún caso puede ordenar cupos de crédito para tal fin. En cuanto a la participación del Gobierno en la Junta Directiva, se admitió la participación del ministro de Hacienda (con voz y voto), pero se determinó que los miembros independientes fueran elegidos escalonadamente, de manera que cada Gobierno solo pudiera nominar a dos de los cinco¹. Por su parte, se definió que el gerente o gobernador fuera seleccionado por la Junta Directiva, previo al cambio de los dos miembros independientes que nombra el Gobierno de turno. Así, la Junta quedó conformada por siete miembros: cinco independientes (dos de los cuales nombra el Gobierno dos años y medio después del inicio del periodo presidencial), el gerente y el ministro de Hacienda.

El Gráfico 13.1 ilustra la evolución de la inflación en la región (sin contar a Venezuela) durante el último siglo, es decir, desde que se crearon los bancos centrales en gran parte de los países. Como se observa, el crecimiento de la inflación se intensificó de forma muy marcada, con hiperinflaciones en varios países, durante el periodo del enfoque desarrollista cuando se hacía emisión monetaria para financiar al Gobierno y los sectores productivos. Después de las reformas constitucionales de la década de los noventa que acabaron con el financiamiento monetario de la economía, la inflación se redujo drásticamente y se mantuvo así hasta la pandemia del covid-19.

En toda esta discusión es importante aclarar que la financiación monetaria de la que hemos hablado aquí es el otorgamiento directo de crédito al Gobierno en el mercado primario. Muy diferente es la compra

¹ Excepto en el caso de renuncia o falta definitiva de alguno de ellos.

Gráfico 13.1
Evolución de la inflación en América Latina



Fuente: para Argentina, Ferreres (2010) y Banco Central de la República Argentina; Chile, Banco Central de Chile; Brasil, Banco Central de Brasil; Colombia, Banco de la República; Ecuador, Banco Mundial y CEPAL; México, INEGI y Banco de México; y Perú, Banco Central de Reserva del Perú.

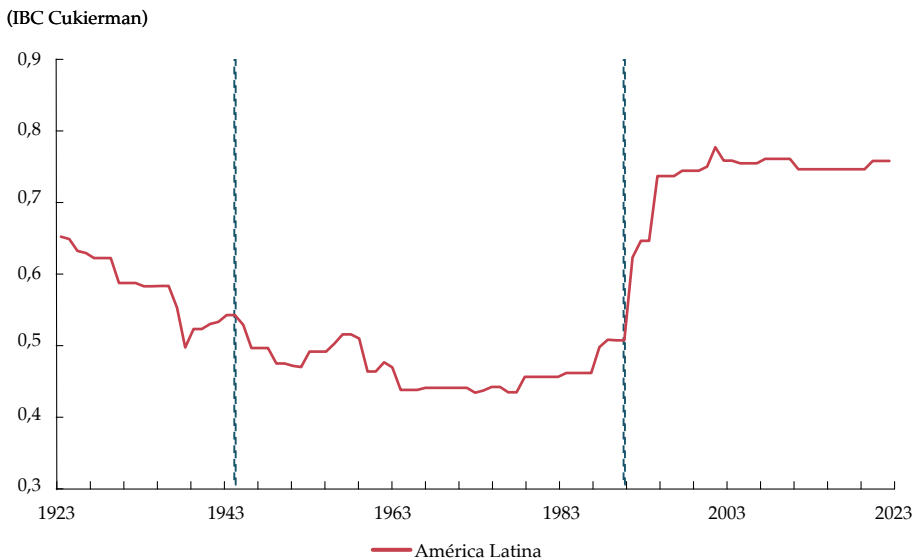
por parte del banco central de títulos de deuda pública en el mercado secundario. Lo primero implica una presión por parte del Gobierno para que el banco central le otorgue crédito subsidiado y en las cantidades que requiera según sus necesidades fiscales. Lo segundo se realiza en condiciones y precios de mercado y a completa discreción del banco central siguiendo criterios técnicos para el manejo de las operaciones de liquidez o para la estabilización del mercado de deuda pública. Esta diferenciación es fundamental pues, mientras que lo primero conlleva a un incremento de la base monetaria por razones ajenas a la política monetaria y conduce a incrementos de la inflación, lo segundo se realiza precisamente para implementar una política monetaria diseñada para controlar la inflación. Así pues, la financiación directa en el mercado primario contrasta con la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario que, por demás, son altamente líquidos y se pueden vender fácilmente en el momento que se requiera por motivos relacionados con el ejercicio de la política monetaria.

Las dificultades que surgen del financiamiento monetario directo del Gobierno han generado un acuerdo en cuanto a la inconveniencia de la interferencia del Gobierno en las decisiones de política monetaria.

No en vano, los indicadores creados en la literatura para medir la independencia de los bancos centrales siempre incluyen criterios relacionados con las limitaciones legales existentes para otorgar créditos al Gobierno (Cukierman, 1992). De hecho, los desarrollos más recientes en los índices de independencia de los bancos centrales contemplan factores aún más específicos como los mecanismos para la resolución de diferencias con el ejecutivo, las reglas para la composición de la junta y la autonomía financiera de la autoridad monetaria (Romelli, 2022).

El Gráfico 13.2 muestra la trayectoria de este índice de independencia para los bancos centrales de América Latina en los últimos cien años. Desde su fundación hacia la década de los veinte, la independencia de los bancos centrales fue deteriorándose, con algunas caídas marcadas como la que ocurrió después de la Gran Depresión. Con el pasar del tiempo, esta tendencia continuó a medida que los bancos tomaron un papel más activo de financiamiento de la economía hasta llegar a su mínimo en las décadas de los setenta y ochenta. Fue hasta la década de los noventa que la independencia se recuperó drásticamente con las reformas estructurales impulsadas en su momento. Desde entonces, los bancos centrales han mantenido niveles de independencia elevados, aunque con algunas regresiones recientes.

Gráfico 13.2
Independencia de los bancos centrales en América Latina

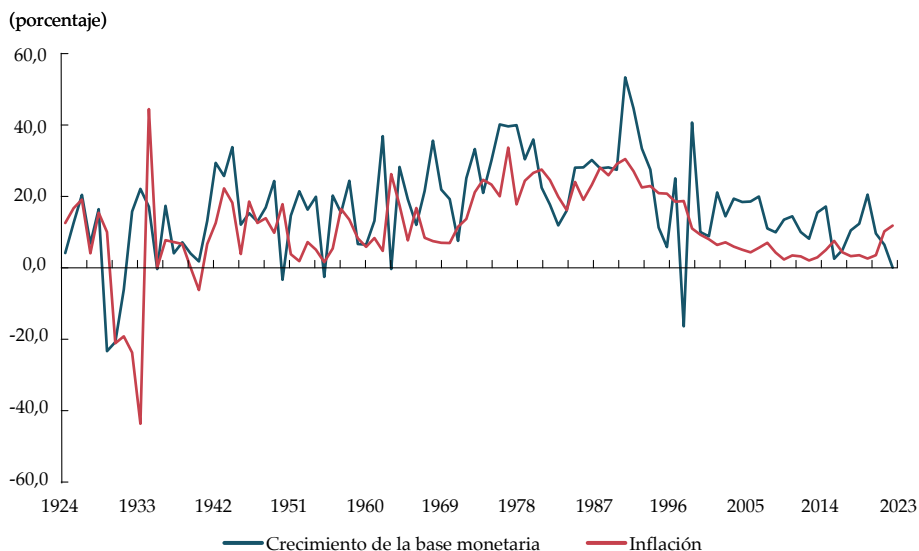


Nota: promedio del índice IBC para América Latina (excepto Panamá, Cuba y Guatemala).
Fuente: Romelli (2022).

Como se evidencia en este gráfico, además del impacto en la inflación que implica la monetización de la deuda del Gobierno vía el incremento de la base monetaria, esta situación erosiona la credibilidad de los bancos centrales al limitar su independencia para la toma de decisiones encaminadas al control de la inflación. Esto repercute en la efectividad de la política monetaria misma (como lo veremos en el capítulo 20), pues limita su capacidad de anclar expectativas de inflación de mediano y largo plazo y, por consiguiente, de mitigar efectos de segunda ronda ante choques que generen presiones de precios. Además, todo esto puede reflejarse rápidamente en un incremento en la percepción del riesgo y un mayor costo de financiamiento para el país.

Volviendo al caso colombiano y a la evolución de la inflación a través del tiempo bajo los diferentes regímenes monetarios, el Gráfico 13.3 permite comparar su trayectoria con la de la base monetaria desde 1924. Como se observa, las dos series están altamente correlacionadas, especialmente hasta finales de la década de los noventa. En comparación con esto, a partir de 2006 la compra y venta de títulos de deuda pública en el mercado secundario han estado alineadas con un crecimiento de la base monetaria consistente con el control de la inflación. Por ejemplo, en el periodo pospandemia el Banco ha comprado y vendido TES de manera

Gráfico 13.3
Inflación y crecimiento de la base monetaria



Fuentes: DANE; Banco de la República.

activa para implementar una política monetaria que conduzca al retorno de la inflación a su meta del 3%. En general, el Banco emite frecuentemente para comprar títulos de deuda pública en el mercado secundario, pero lo hace con criterios técnicos para manejar el mercado monetario y asegurar que se mantiene la postura de política definida por la Junta a través de la tasa de política. Vimos una explicación más detallada de esto en el capítulo 3.

En este punto, vale la pena aclarar que algunos bancos centrales, especialmente en economías avanzadas como Estados Unidos, Reino Unido y la zona del euro, cuentan con programas importantes de compra de activos públicos. Los programas de expansión cuantitativa son una herramienta de política monetaria que se ha utilizado en ciertos países desde la crisis financiera de 2008 para estimular la economía cuando las tasas de interés ya se encuentran en niveles sumamente bajos, algo que se conoce como *zero lower bound*. A través de la compra masiva de títulos en el mercado secundario, se busca bajar las tasas de interés de más largo plazo en el mercado de deuda pública, ante la dificultad de bajar las tasas de interés de corto plazo más allá de cero (Adrian *et al.*, 2023).

La trayectoria de baja inflación y la credibilidad de estos bancos centrales en economías avanzadas, así como su posición privilegiada al ser emisores de monedas de reserva globales, les da cierta flexibilidad para implementar algunos de los programas mencionados. Sin embargo, aun en estos países se ha discutido el impacto que estas decisiones pueden tener en la política monetaria y en la inflación. Ni siquiera en estos casos se puede descartar una situación de dependencia fiscal que pueda erosionar la independencia de la política monetaria y generar un costo para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de largo plazo. Evidencia de ello es la presión que han recibido los bancos centrales posterior al estímulo monetario provisto durante la pandemia del covid-19 para mantener de manera permanente muchos de los programas y facilidades creados, inicialmente, de forma temporal por la coyuntura de salud pública (Adrian *et al.*, 2023).

Al final, una política monetaria efectiva en la lucha contra la inflación requiere de bancos centrales independientes y enfocados en el cumplimiento de sus objetivos. El involucramiento del Gobierno en las decisiones de emisión monetaria para facilitar el financiamiento fiscal es contrario a una política monetaria orientada a lograr la estabilidad de precios y el crecimiento sostenible. Ante las crecientes necesidades de financiamiento por parte de los gobiernos, particularmente después de la pandemia del covid-19, es necesario proteger la independencia de los

bancos centrales de una mayor dependencia fiscal, no solo en lo que se refiere a la monetización de la deuda, pero también de las otras presiones que se ejercen hacia los bancos centrales, por ejemplo, en la relación con las tasas de interés y otras herramientas de política monetaria.

REFERENCIAS

- Adrian, T.; Erceg, C.; Gray, S.; Sahay, R. (2023). *Asset Purchases and Direct Financing Guiding Principles for Emerging Markets and Developing Economies during COVID-19 and Beyond*, International Monetary Fund.
- Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge: MIT Press.
- Cukierman, A.; Webb, S. B.; Neyapti, B. (1992). "Measuring the independence of central and its effect on policy outcome", *The World Bank Economic Review*, núm. 3, vol. 6, pp. 353-98.
- Ferrerres, O. (2010). *Dos siglos de economía argentina*, Buenos Aires: El Ateneo.
- Jácome, L.; Pienknagura, S. (2023). "Independencia de los bancos centrales e inflación en América Latina: una mirada histórica", en L. Villar y P. Esguerra (eds.), *Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República*, Bogotá, D. C.: Banco de la República, pp. 413-469.
- Romelli, D. (2022). "The political economy of reforms in Central Bank design: evidence from a new dataset", *Economic Policy*, núm. 37, pp. 641-688.