



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONÓMICO

ANÁLISIS DE LA LEY N°21.253 REFORMA CONSTITUCIONAL QUE FACULTA AL BANCO CENTRAL DE CHILE PARA COMPRAR Y VENDER TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS A LA LUZ DE SUS OBJETIVOS INSTITUCIONALES DE ESTABILIDAD MONETARIA Y FINANCIERA.

Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

Autor:

Patricio Andrés Reyes Canello.

Profesor Guía:

Jaime Gallegos Zúñiga

Santiago, Chile

2023

A mi padre, madre, hijos y hermanos.

INDICE	
PRESENTACIÓN	P.5
CAPÍTULO I INSTITUCIONALIDAD, OBJETIVOS Y FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	P.5
I. ORDEN PÚBLICO ECONÓMICO	P.5
1.1 CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE LA REPÚBLICA	P.9
1.1.1 GOBIERNO CORPORATIVO DEL BANCO CENTRAL	P.23
1.1.2 MANDATO DEL BANCO CENTRAL	P.23
1.1.3 RENDICIÓN DE CUENTAS, TRANSPARENCIA Y RESPONSABILIDAD	P.31
1.1.4 POLITICA COMUNICACIONAL	P.33
1.1.5 SISTEMA DE CONTROLES Y CONTRAPESOS	P.35
1.1.6 POLITICA COMUNICACIONAL, RENDICIÓN DE CUENTAS Y TRANSPARENCIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	P. 38
1.2 LEY ORGÁNICA CONSTITUCIONAL N°18.840	P. 41
1.3 LEY DE REFORMA CONSTITUCIONAL N°21.253	P. 43
II. OBJETIVOS Y ATRIBUCIONES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	P. 44
2.1 BANCO CENTRAL Y POLITICA MONETARIA	P. 44
2.2 BANCO CENTRAL Y POLITICA CAMBIARIA	P. 46
2.3 BANCO CENTRAL Y ESTABILIDAD FINANCIERA	P. 48
2.4 BANCO CENTRAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	P. 51
CAPÍTULO II OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BANCO CENTRAL	P. 53
I. EVOLUCIÓN RECIENTE SOBRE ADQUISICIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA FISCAL	P. 53
II. NUEVAS FACULTADES DEL BANCO CENTRAL PARA COMPRAR Y VENDER TÍTULOS DE DEUDA FISCAL	P. 57
2.1 REQUISITOS Y CONDICIONES	P. 61
2.2 CARACTERÍSTICAS	P. 62
2.2.1 EXCEPCIONALIDAD Y TRANSITORIEDAD	P. 63
2.2.2 PROPORCIONALIDAD	P. 65
2.2.3 AUTONOMIA	P. 68
2.2.4 PROHIBICIÓN GENERAL DE OTORGAR CRÉDITO DIRECTO E INDIRECTO AL FISCO Y EMPRESAS PÚBLICAS, ASÍ COMO OPERAR EN EL MERCADO PRIMARIO	P.69
2.2.5 PROHIBICIÓN DE TRATO DISCRIMINATORIO	P.71
III. DIFERENCIAS ENTRE OPERACIONES DE MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO	P. 73
IV. MODALIDADES DE COMPRA Y VENTA DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FISCO POR EL BANCO CENTRAL EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS ABIERTOS	P. 78
4.1 DEFINICIÓN	P. 78
4.2 CARACTERISTICAS	P. 79
4.3 MODALIDADES DE OPERACIÓN	P. 80
4.4 MONETIZACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA	P. 81
V. BREVE EXPLICACIÓN DE LOS EFECTOS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO SECUNDARIO EN MATERIA DE POLITICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA	P. 83

5.1 EFECTOS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO SOBRE LA POLITICA MONETARIA	P. 84
5.2 EFECTOS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA	P. 87
VI. CONCLUSIONES	P. 92
VII. BIBLIOGRAFÍA	P. 94

Presentación

El presente trabajo tiene por objeto el estudio de la nueva facultad otorgada al Banco Central de Chile para comprar y vender títulos de deuda pública en los mercados secundarios, implementada a través de Ley de Reforma Constitucional N°21.253, de 20 agosto de 2020.

El estudio se aborda desde el punto de vista del Derecho y de la Economía, y se utiliza bibliografía de autores nacionales y extranjeros, con la finalidad de entregar una visión multidisciplinaria, más amplia y sistémica del asunto.

Para ello, esta investigación se divide en dos capítulos. El capítulo primero se dedica básicamente a analizar la institucionalidad, objetivos, funciones y atribuciones de la banca central en general, y del Banco Central de Chile en particular. El segundo capítulo se ocupa de las operaciones de mercado abierto, especialmente, de su historia, modalidades, características y efectos en materia de estabilidad monetaria y funcionamiento de los mercados financieros.

Capítulo I Institucionalidad, objetivos y funciones del Banco Central de Chile.

I. Orden Público Económico.

La noción de Orden Público Económico sienta las bases constitucionales de la actividad económica en el Estado moderno.¹

En nuestro país, es posible advertir una doble evolución del concepto de orden público económico, cuyo análisis nos permitirá establecer el marco teórico del presente trabajo.

¹ Kresalja, Baldo y Ochoa, Cesar. “*Derecho Constitucional Económico*”, PUC del Perú, Lima, 2016, p. 21.

En efecto, durante toda la década de los años sesenta y setenta del siglo pasado, y hasta la promulgación y publicación de la Constitución Política de 1980 (en adelante CPR) prevaleció una noción funcional o formal del Orden Público Económico, sustentada en las opiniones de la doctrina y en la jurisprudencia de nuestros tribunales.²

Así, por ejemplo, el profesor José Luis Cea Egaña definió el Orden Público Económico como “el conjunto de principios y normas jurídicas que organizan la economía de un país y facultan a la autoridad para regularla en armonía con los valores de la sociedad nacional formulados en la Constitución”.³

La evolución hacia un concepto material del mismo se produce con la incorporación de los principios económicos del modelo de libre mercado en la Carta de 1980. Corrobora lo anterior, la opinión expuesta por la CENC, que señaló que el Orden Público Económico está constituido por las “normas fundamentales destinadas a regular la acción del Estado en la economía y a preservar la iniciativa creadora del hombre para el desarrollo del país, de modo que ellas conduzcan al bien común”.⁴

Sin embargo, el resultado de esta evolución hacia un concepto material del Orden Público Económico, inspirado en las ideas de la economía de libre mercado, concebido como un cuerpo de principios y normas coherente y unitario, no ha constituido un impedimento para el desenvolvimiento de posturas doctrinarias

² Ribera Neumann, Teodoro, “*Tributos manifiestamente desproporcionados o injustos. Aspectos relevantes de la jurisprudencia constitucional*”, Revista Chilena de Derecho, N° Especial, 1998, p. 239.

³ Cea Egaña, José Luis, “*Tratado de la Constitución de 1980*”, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1988, p. 158.

⁴ Zavala Ortiz, José y Morales Godoy, Joaquín. “*Derecho Económico*”, Thomson Reuters, Santiago, 2009, pp. 19-21.

abiertas a un mayor pluralismo jurídico ni al progreso o evolución de las instituciones políticas o económicas de nuestro país.^{5 6}

La discusión sobre el carácter neutral o valórico del constituyente de 1980, abrió un segundo debate acerca del carácter neoliberal o no, del sistema económico implementado por el Gobierno de la época.⁷ Lo anterior resulta fundamental para entender determinadas características estructurales del modelo monetarista prevaleciente, que repercutirán en la definición, características, funciones, atribuciones y responsabilidades del Banco Central de Chile, particularmente, en materia de autonomía constitucional y modalidades de coordinación e implementación de la política monetaria y fiscal en la actual CPR.

En cualquier caso, ya sea que se reconozca o no un valor dogmático a los principios del Orden Público Económico plasmados en la Constitución, las normas

⁵ Navarro Beltrán, Enrique, *“El Estado Empresario a la luz de la Constitución de 1980”*, Revista de Derecho Público, N 62, 2000, pp. 32-47;

⁶ Pablo Ruiz Tagle, critica desde un punto de vista dogmático el uso del concepto de orden público económico para justificar decisiones en materia jurisdiccional y académica, por tratarse de una idea confusa y sin sustento jurídico. Señala que la actual Constitución Política de la República ha sufrido innumerables modificaciones e interpretaciones que nos permiten advertir el influjo de una serie de fuentes de distinto origen, desde el iusnaturalismo, pasando por la tradición del liberalismo clásico hasta las ideas de la socialdemocracia moderna, de manera que no resulta técnicamente apropiado utilizar como herramienta de hermenéutica constitucional la noción de orden público económico, entendida como un bloque de constitucionalidad único y coherente en materia económica. En este sentido, agrega que la constitución chilena no tiene un sentido filosófico político definitivo, sino que los distintos principios jurídico político compiten entre sí por imponerse en decisiones constitucionales bien fundadas y maduras. Justifica su opinión en la evidencia histórica y el Derecho comparado, ya que la Constitución Política, a lo largo de su vigencia ha sido interpretada con distintos énfasis. Así, en el primer período que va desde 1980 hasta 1990 prima la tradición iusnaturalista católica; desde 1990 en adelante, la visión iusnaturalista prevaleciente cede terreno y compite con la tradición constitucional liberal que tiene mayor arraigo histórico en Chile, y a su vez a partir del año 2000, se comienza a esbozar una interpretación socialdemócrata o socialista de la Constitución. Explica que la Ley Fundamental de la República Federal Alemana también experimentó una evolución similar, describiendo un tránsito y superposición de los principios de la tradición iusnaturalista, del liberalismo clásico y las ideas de la socialdemocracia moderna. En definitiva, concluye que nuestro ordenamiento jurídico puede prescindir del uso del concepto de orden público económico, ya que el Estado puede justificar su intervención en materia económica sirviendo los principios de libertad e igualdad, cuyas raíces provienen de los principios del constitucionalismo clásico. En: Ruiz Tagle, Pablo. *“Principios Constitucionales del Estado Empresario”*, Revista de Derecho Público, N°62, 2000, pp. 48-65.

⁷ Guerrero Becar, José Luis, *“La incidencia del derecho en el control de la inflación”*, Revista de Derecho de la PUCV, XXXV, 2010, pp.325-360.

de contenido económico deben ser interpretadas y aplicadas en armonía con los principios y valores que emanan del texto fundamental.⁸

En tal sentido, se ha señalado que el Orden Público Económico chileno se sustenta en tres pilares básicos:

- La estabilidad monetaria;
- La política fiscal equilibrada y sostenible, y
- Un orden jurídico económico en un Estado de Derecho.⁹

En primer término, la actual CPR releva el papel del Banco Central de Chile (en adelante BCCH), al reconocer su autonomía y carácter técnico a nivel o rango constitucional, así como el rol que tiene la política monetaria y el normal funcionamiento del sistema financiero en el desarrollo de la economía nacional.¹⁰

Asimismo, a partir de la CPR de 1980, y desde la perspectiva de la ciencia económica se ha impuesto un modelo de mercado basado en tres objetivos fundamentales: 1) La autonomía del BCCH; 2) El régimen de metas de inflación y 3) La prohibición del financiamiento monetario de los déficits fiscales.¹¹

En segundo lugar, la política fiscal equilibrada y sostenible, dice relación con la forma del Estado y la gestión fiscal, que recae principalmente en el Poder Ejecutivo, estableciendo una clara separación en materia económica de las funciones de política monetaria y fiscal en dos centros de poder institucional diferentes pero coordinados.¹²

Por último, el orden jurídico en un Estado de Derecho está basado en los derechos y garantías consagrados en la propia CPR, que deben ser respetados y

⁸ Vivanco Martínez, Ángela, "Curso de Derecho Constitucional, Aspectos dogmáticos de la Carta Fundamental de 1980", Tomo II, Ediciones UC, Santiago, 2006, p. 471.

⁹ Guerrero, José Luis. Ob. Cit., p. 336.

¹⁰ Artículos 108 y 109 CPR.

¹¹ Bohme, Nicolás y Petersen, Javiera. *"El banco central y la nueva constitución, hacia una nueva institucionalidad para el instituto emisor"*. Observatorio de Políticas Económicas, (OPES), Santiago, 2021. p. 3.

¹² Guerrero, José Luis. Ob. Cit., pp. 346 y ss.

promovidos por los distintos órganos del Estado en el ejercicio de sus funciones públicas.¹³

En ese contexto, para el autor del presente trabajo, la reforma constitucional Ley 21.253 que autoriza al BCCH para adquirir deuda pública en los mercados secundarios constituye un desafío para el modelo económico diseñado por el constituyente de 1980, en la medida que puede llegar a constituir una herramienta de política monetaria y estabilidad financiera con efectos contrarios a los principios de prohibición del financiamiento monetario de los déficits fiscales y de la propia autonomía del banco central.

Sin perjuicio de lo anterior, la nueva herramienta con la que ha sido dotado el BCCH, en los términos aprobados por el órgano constituyente derivado de 2020, es absolutamente compatible con la evolución experimentada por el propio ente emisor en sus últimos 30 años de su vida institucional y con el avance de las distintas corrientes filosóficas, políticas y económicas que coexisten en el actual escenario nacional e internacional, tal como intentaremos demostrar a lo largo del presente trabajo.

1.1 Constitución Política de la República

En nuestro país, el BCCH tiene reconocimiento constitucional. Su ubicación dentro de la estructura institucional del Estado de Chile responde a un diseño

¹³ Especialmente los derechos y garantías constitucionales consagrados en el artículo 19 CPR, numerales: 2°, sobre igualdad ante la Ley; 16°, sobre libertad de trabajo y su protección; 20°, sobre igual repartición de los tributos y demás cargas públicas; 21°, inciso primero, sobre libertad de emprendimiento; 22°, sobre no discriminación arbitraria del Estado en materia económica; 23°, sobre libertad para adquirir bienes; 24°, sobre derecho de propiedad; y 25°, sobre derecho de autor y propiedad industrial. Mención aparte merecen los derechos sociales a la protección de la salud, educación, libertad de enseñanza y seguridad social, que están incluidos en el artículo 19, Ns°9, 10, 11° y 18° respectivamente. Asimismo, aunque la Constitución no se refiere explícitamente al llamado “principio de subsidiariedad del Estado”, éste se configura mediante la concordancia de algunos de los derechos económicos del artículo 19 con el inciso tercero del artículo 1°, sobre autonomía de los grupos sociales intermedios.

basado en un sistema de distribución funcional del poder político, y goza de autonomía para el desempeño de sus funciones.^{14 15}

El constitucionalista Francisco Zúñiga Urbina, aborda el concepto de autonomía constitucional y analiza la función asignada a los distintos órganos que gozan de ella en la actual CPR, tales como, el Tribunal Constitucional, el Banco Central o la Contraloría General de la República, calificándolas como instituciones contra mayoritarias, ya que, por medio de ellas, la Carta Fundamental reafirma los principios de supremacía material y formal de su preceptiva. Tales instituciones tendrían como función reequilibrar el poder político atribuido tradicionalmente al Poder Ejecutivo y Legislativo, tal como ocurre con el Banco Central en el ámbito de la política monetaria, cambiaria y crediticia o con el Tribunal Constitucional en materia de control de constitucionalidad de las leyes y reglamentos.¹⁶

En otros términos, señala que la autonomía constitucional es un concepto elaborado a partir de una nueva concepción del Estado, basado en el principio de separación funcional del poder estatal, en reemplazo de la noción clásica de la separación de poderes, en respuesta a la mayor complejidad del proceso social y político del Estado moderno, en el contexto de un sistema de gobierno fuertemente presidencialista, en concordancia con la disposición del inciso primero del artículo 5° de la CPR, que radica el ejercicio de la soberanía nacional en el pueblo a través del plebiscito y en las demás autoridades que la propia Constitución señala.¹⁷

¹⁴ Artículos 108 y 109 CPR y LOC N°18840; Irarrázabal, Arturo, "Principios Económicos de la Constitución de 1980", *Revista Chilena de Derecho*, N°14, 1987, p. 111; Céspedes, Luis Felipe y Valdés, Rodrigo, "*Autonomía del Banco Central: La experiencia chilena*", Documentos de trabajo del Banco Central de Chile", Santiago, 2006, p.358; Guerrero, José Luis. Ob. Cit., p. 338.

¹⁵ En Derecho comparado, la idea del reconocimiento constitucional de los Bancos Centrales es relativamente nueva. Así, a partir de la información proporcionada por el Comparative Constitutions Project, se advierte una enorme heterogeneidad respecto de la presencia de los bancos centrales en las constituciones. De 146 casos analizados en el mundo en 2013, 65 (45%) menciona al Banco Central. Entre los 26 países OCDE, sólo 10 lo incorporan, y entre los 33 países que tuvieron una nueva Constitución o una reforma significativa a su Carta Fundamental desde el año 2000, el 70% establecen al Banco Central en ella. En: Valdés Rodrigo. y Vergara Rodrigo. "*Aspectos económicos de la Constitución, alternativas y propuestas para Chile*", Fondo de Cultura Económica, CEP, Santiago, 2021, p. 91.

¹⁶ Zúñiga Urbina, Francisco. "*Autonomías constitucionales e instituciones contramayoritarias (a propósito de las aporías de la democracia constitucional)*", *Revista Ius et Praxis*, vol. 13, N°2, 2007, pp. 225 y 242

¹⁷ *Ibid.* pp. 233 y 236

Bajo esta misma idea, el profesor Pantoja Bauzá señala que los organismos que gozan de autonomía constitucional cumplen funciones específicas y determinadas, como la contralora, la investigación penal, la jurisdiccional en sede constitucional, la jurisdicción en materia electoral, la monetaria y la administrativa municipal, y están dotados de ciertos elementos característicos:

- Nacen de la CPR;
- Se rigen por las disposiciones constitucionales que los regulan o por sus leyes orgánicas constitucionales o de quorum calificado;
- Están al margen de los controles, vínculos y línea jerárquica establecidos por la doctrina clásica y no admiten facultades de supervigilancia o tutela sobre ellos;
- Se autodeterminan, funcional y administrativamente, sin perjuicio de contar o no con personalidad jurídica y patrimonio propio.^{18 19}

Asimismo, el profesor Cea Egaña sostiene que el fenómeno de constitucionalización en referencia, obedece a un proceso dinámico de modernización del Estado, expansión de la sociedad civil y complejidad creciente que tienen los órganos que integran el aparato público, y consiste en que determinadas funciones y atribuciones “que antes no estaban confiadas por la Constitución y las leyes a determinados órganos del Estado, porque tampoco habían sido descubiertas, o que se hallaban entregadas sin mayor diferenciación, a otras instituciones del mismo, ahora, sea por voluntad de los cambios constitucionales, o a raíz del carácter técnico que han adquirido determinadas medidas políticas, o en respuesta a las exigencias sociales, se encuentra radicadas expresa y excluyentemente en estos nuevos órganos de jerarquía constitucional”.²⁰

¹⁸ Pantoja Bauza, Rolando, *“La Organización Administrativa del Estado”*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1998, p. 312.

¹⁹ Silva Cimma, Enrique, *“Derecho Administrativo Chileno y Comparado. El Servicio Público”*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1995, pp. 170-171.

²⁰ Cea Egaña, José Luis, *“Autonomía del Banco Central”*, Revista de Derecho Público, N°62, 2000, pp. 66-79.

En concordancia con lo anterior, el Tribunal Constitucional sostuvo en su sentencia del 20 de septiembre de 1989, Rol N°78, a propósito del examen de constitucionalidad de la Ley Orgánica Constitucional del BCCH, lo siguiente:

“15° Que (...) resulta incuestionable que al Presidente de la República le corresponde ejercer el gobierno y la administración del Estado dentro del marco que la Constitución establece y, en consecuencia, con las limitaciones que ella contempla; como asimismo, que el Banco Central por mandato de la Constitución, es un organismo autónomo cuya composición, organización, funciones y atribuciones le corresponde determinarlas a una ley orgánica constitucional.

“16° Que lo anterior no significa, en manera alguna, privar al Presidente de la República de ejercer la administración económica de la nación, y obviamente esa responsabilidad sólo tiene lugar con respecto a los actos que son propios de su administración y no respecto de aquellos actos que realice o ejecute el Banco Central, por tratarse, como se ha dicho, de un organismo autónomo y eminentemente técnico.

“18° Que ninguno, pues, de los organismos autónomos que contempla o permite la Constitución puede decirse que estén plenamente sometidos al gobierno y administración del Estado que compete al Presidente de la República. Ellos se rigen por sus propias leyes;

“19° Que pretender que el Banco Central esté sujeto al poder jerárquico del Presidente de la República sería inconstitucional, pues la Constitución lo crea como un ente autónomo”.²¹

En similares términos, por sentencia de fecha 17 de julio de 1995, Rol. 216, considerandos 11, 12 y 16 del Tribunal Constitucional, éste se refiere a la autonomía del BCCH, en los siguientes términos:

“Que (...) la autonomía del Banco Central de Chile se expresa en el hecho de ser un órgano de rango constitucional y de tener personalidad jurídica y

²¹ Considerandos 15, 16, 18 y 19 de la Sentencia del TC, de 20 de septiembre de 1989, Rol. 78.

patrimonio propio y que su organización y funcionamiento está entregada a la Constitución y a su respectiva ley orgánica constitucional;

Que en cuanto a la extensión de su autonomía y a la relación que debe existir entre la independencia de este órgano con la autoridad o Poder Central le corresponde al legislador orgánico establecer las normas que permitan una adecuada compatibilización de estos principios;

Que de lo anterior se desprende con claridad que la autonomía que se otorga al Banco Central consiste, como bien lo dice la sentencia, en el Rol N°78, en que esta entidad no puede quedar sujeta al poder jerárquico del Presidente de la República. Si así fuera, la norma que lo estableciera sería inconstitucional “pues la Constitución lo crea como un ente autónomo”.²²

En nuestro país, la instalación del concepto de autonomía a nivel constitucional se debe fundamentalmente a factores históricos y a los postulados de la ciencia económica.^{23 24 25}

Los factores de índole histórico apuntan a la alta inflación conocida en nuestro país durante gran parte de la segunda mitad del siglo XX, atribuible a las políticas fiscales y al financiamiento monetario de los déficits públicos, mediante emisión inorgánica del BCCH, que motivaron al constituyente de 1980 a prohibir el financiamiento de los déficits fiscales e instaurar la autonomía del BCCH como mecanismo recomendado por la literatura económica para evitar los efectos de la inconsistencia temporal en las decisiones de política monetaria.^{26 27}

²² Sentencia del TC, Rol. 299, de 22 de noviembre de 1999.

²³ Irrarrázabal, Arturo, Ob. Cit. p. 111.

²⁴ Céspedes, Luis Felipe y Valdés, Rodrigo. Ob. Cit., pp. 4-5.

²⁵ Rosende, Francisco. “*La Autonomía del Banco Central, una vez más*”, Cuadernos de Economía, vol. 34, N°101, 1997, pp. 7-8.

²⁶ Cea Egaña, José Luis. Ob. Cit., 2000, p. 71.

²⁷ Actas Oficiales CENC, Sesión 384, pp. 2818-2819.

Por su parte, las principales razones para consolidar el esquema de autonomía desde el punto de vista de la ciencia económica se resumen en dos factores ²⁸

- Medio de control del financiamiento monetario de los déficits fiscales; y
- Mecanismo para evitar los efectos de la inconsistencia temporal en las decisiones de política monetaria.

En efecto, fue a partir del último cuarto del siglo XX cuando los países comenzaron a otorgarle autonomía a los bancos centrales para garantizar su actuar técnico e independiente del ciclo político de corto plazo, basados en las ideas económicas de la escuela clásica y neoclásica, y en los aportes de las escuelas post keynesianas.²⁹

Desde el punto de vista de la ciencia económica, los estudios de Kydland y Prescott, en 1977, y Barro y Gordon, en 1983, contribuyeron a difundir la idea de la autonomía de los bancos centrales, a partir del cuestionamiento teórico y empírico de la curva de Phillips y de las nuevas ideas expuestas por la teoría de las expectativas racionales, que dejaron en evidencia la existencia de tasas de inflación significativas y variables producto del intento de los gobiernos por obtener mejores resultados en materia de empleo y producción a corto plazo, a través de un manejo monetario expansivo y el financiamiento del déficit fiscal vía emisión inorgánica de los bancos centrales, que no resultaban eficientes.³⁰

A lo anterior, se sumaron los trabajos de la escuela monetarista, en orden a reducir la discrecionalidad de los bancos centrales en la gestión de la política monetaria, mediante la receta de fijar el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios o de establecer un tipo de cambio fijo. Así se conseguiría reducir las

²⁸ Sánchez, Josiel Esdras. *“Principios básicos para un buen gobierno del Banco Central: Implicaciones para la conducción de la política monetaria”*, Economía y Política, 2017, pp.130 y ss.

²⁹ Claro, Sebastián y Margulis, Catalina, *“Gobernanza de Bancos Centrales para los desafíos del siglo XXI”*, Revista Estudios Públicos, N°167, 2022, p. 8

³⁰ Mischkin, Frederic S., *“Moneda, Banca y Mercados Financieros”*, Pearson Educación, Ciudad de México, 2008, p. 394.

fluctuaciones de la actividad económica, el desarrollo de las actividades productivas y la eficiencia en la asignación de los recursos.³¹

En efecto, la estabilidad de precios definida por los responsables de la formulación de políticas, como una inflación baja y estable, comenzó a ser considerada como la meta más importante de la política monetaria. La estabilidad de precios se hizo indispensable para reducir la incertidumbre en la economía, mejorando el funcionamiento de los mercados y el crecimiento económico.³²

De esta manera, en el ámbito de nuestro ordenamiento jurídico, se ha señalado que la autonomía del BCCH, se explica por la articulación de dos mecanismos institucionales para asegurar la estabilidad monetaria. En primer lugar, mediante la instauración de un ente público con facultades monetarias autónomas e independientes del poder político, y segundo, por el establecimiento de sus objetivos institucionales mediante su consagración normativa, excluyendo toda posibilidad de intervención externa, tal como ha sido concebido en el artículo 108 de la CPR y el artículo 3° de la LOC BCCH, que señala como objetivos de la autoridad monetaria, el velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.³³

En términos amplios, la autonomía del Banco Central es un concepto que abarca varias dimensiones o aspectos, que en opinión de Claro y Margulis³⁴ serían las siguientes:

- Autonomía Institucional;

³¹ Rosende, Francisco, Ob. Cit. p.5.

³² Las acciones de los bancos centrales afectan las tasas de interés, el crédito y la oferta monetaria, y todos estos factores no tienen efecto solamente sobre los mercados financieros, sino también sobre la producción agregada y la inflación. Cuando el nivel general de precios es alto o inestable, la información transmitida por los precios de bienes y servicios es más difícil de interpretar por los agentes económicos, agregando mayor incertidumbre a las decisiones de los consumidores, inversionistas y al gobierno, provocando menor eficiencia en el sistema financiero y menor crecimiento económico. Asimismo, además de dificultar el normal funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria y la planeación financiera, la inflación ejerce presión sobre la estructura social del país, porque cada sector o grupo social pugna por mantener su nivel de ingresos al ritmo del nivel general de precios. En: Mischkin, Frederic. Ob. Cit, p. 393.

³³ Prado, Gabriela. *“La estabilidad monetaria como valor social y bien jurídico”*, Revista de Derecho, Vol. 21, N°2, 2014, pp. 350.

³⁴ Claro, Sebastián y Margulis, Catalina, Ob. cit. p. 23.

- Autonomía funcional;
- Autonomía financiera; y
- Autonomía personal.

La autonomía institucional se define como aquella capacidad de un Banco Central de ejecutar su mandato sin influencias o instrucciones de terceros, y en particular de otros organismos del Estado. Lo anterior, sin perjuicio de la coordinación que debe existir entre el Banco Central y el Gobierno.³⁵

La autonomía funcional consiste en la capacidad del Banco Central para alcanzar sus objetivos y ejercitar sus funciones, sin necesidad de autorización o aprobación previa por parte de otros organismos del Estado.³⁶

La autonomía financiera permite al Banco Central disponer de los recursos suficientes para la ejecución eficiente de su mandato. Se traduce en la presencia de tres elementos esenciales: a) el derecho a gastar; b) el derecho a no gastar y c) el derecho a tener sus propios recursos financieros.³⁷

La autonomía financiera evita que el Banco Central esté sujeto a potenciales presiones del resto de entidades del Estado y permite que las decisiones de gasto se orienten de manera eficiente a la activación de los procedimientos operativos de la política monetaria y al cumplimiento de su objetivo. El derecho a gastar habilita a los Bancos Centrales para tener un presupuesto propio distinto al de las demás agencias estatales, sin necesidad de aprobación política por los poderes ejecutivo y legislativo.

El derecho a no gastar significa imponer un límite o prohibición al financiamiento monetario del gasto público por el Banco Central, incluyendo la compra de deuda soberana en el mercado primario. Finalmente, el derecho a no gastar y tener sus propios recursos financieros también significa la prohibición al Banco Central de realizar operaciones cuasi fiscales de promoción y fomento de

³⁵ Ibid. p. 23

³⁶ Ibid. p. 24

³⁷ Ibid.

actividades productivas, porque significa trasladar el riesgo financiero de dichas políticas desde el Gobierno a un organismo autónomo con patrimonio propio.^{38 39}

La autonomía personal tiene por objeto garantizar la independencia de los miembros de los órganos de toma de decisión del Banco Central. Se trata de un conjunto de mecanismos y de disposiciones normativas relativas al nombramiento y remoción de sus autoridades, a los criterios de elegibilidad e incompatibilidad para asumir sus cargos, a la duración y escalonamiento de sus mandatos, así como a la determinación y protección de sus remuneraciones.⁴⁰

Asimismo, en materia de remoción de sus cargos, para mantener la autonomía de los consejeros, el respeto a los principios del debido proceso y la estabilidad institucional, se recomienda el establecimiento de causales específicas, de carácter general y objetivas, descartándose el mecanismo del juicio político debido al carácter eminentemente técnico de sus funciones.⁴¹

Por su parte, Zavala y Morales, clasifican desde cuatro puntos de vista la autonomía del Banco Central:

- La autonomía como órgano;
- La autonomía normativa;

³⁸ Ibid. pp. 24 y ss.

³⁹ No obstante, se plantea por un sector de la literatura económica la crítica al modelo ortodoxo que reniega de las políticas de fomento de actividades productivas por los bancos centrales. Se cita como ejemplo los casos de Francia, Canadá o Corea del Sur. El Banco de Canadá, creado en 1939, por ejemplo, tuvo gran importancia en el desarrollo productivo del país, y hasta antes del giro monetarista que se produjo en la década de los 70s, utilizó diversos instrumentos de financiamiento directo e indirecto para apoyar la expansión fiscal, el crecimiento económico y la industrialización. Otro caso interesante es el Banco Central de Corea del Sur, cuyo objetivo institucional fue promover el crecimiento económico y la transformación estructural de la economía en conjunto con la estabilidad de precios, lo que permitió al país asiático transitar desde una economía rural y agrícola a una basada en el desarrollo industrial y tecnológico de frontera internacional. El papel del Banco de Corea fue decisivo al momento de conceder créditos a la banca comercial condicionados al fomento de las empresas de los sectores exportadores e industriales estratégicos, y desde los años 70 con el establecimiento de líneas de crédito directas a estas industrias. Finalmente, el caso del Banco de Francia en la segunda mitad del siglo pasado, cuyo Consejo General estaba supeditado a los lineamientos del Ejecutivo, a través del Tesoro y del Ministerio de Hacienda. La política de desarrollo industrial francesa se basó en gran medida en los mecanismos de crédito implementados por el banco central, dispuestos principalmente mediante menores tasas y requisitos de reserva a los bancos comerciales, para favorecer colocaciones en los sectores prioritarios como la construcción o sectores exportadores. En: Bohme, Nicolás y Petersen, Javiera, Ob. Cit. pp. 7 y ss.

⁴⁰ Claro, Sebastián y Margulis, Catalina, Ob. Cit. p. 28.

⁴¹ Ibid. p. 30

- La autonomía financiera; y
- La autonomía funcional.

La autonomía como órgano emana del artículo 2° de la LOC 18.840, al señalar que el BCCH, en el ejercicio de sus funciones y atribuciones, se rige exclusivamente por las normas de su Ley Orgánica Constitucional y no le son aplicables las disposiciones generales o especiales del sector público, rigiéndose subsidiariamente por las normas del sector privado. Asimismo, al señalar que el Banco Central tampoco está sujeto a la fiscalización de otros órganos del Estado, tales como la Comisión para el Mercado Financiero ni a la Contraloría General de la República.^{42 43 44}

La autonomía normativa, por su parte, corresponde al ejercicio de la facultad del Consejo del Banco Central para dictar normas generales o particulares en materias de su competencia, y que emana de su potestad normativa en cuanto órgano autónomo constitucional⁴⁵.

⁴² Zavala, José y Morales, Joaquín. Ob. Cit. p. 145

⁴³ El artículo 90 de la LOC 18.840 exceptúa expresamente al Banco Central de la aplicación de la Ley sobre Bases Generales de la Administración del Estado (LOCBAE). Asimismo, la autonomía orgánica del Banco Central ha sido confirmada por la jurisprudencia uniforme del Tribunal Constitucional, según consta, por ejemplo, en las Sentencias roles N°78, de 20 de septiembre de 1989; N°80, de 22 de septiembre de 1989; N°216, de 17 de julio de 1995; N°299, de 22 de noviembre de 1999; N°433, de 25 de enero de 2005, N°460, de 6 de diciembre de 2005; y N°1051, de 10 de julio de 2008.

⁴⁴ Francisco Zúñiga es de la opinión que el Banco Central, la Contraloría General de la República y las Municipalidades, a pesar de su carácter de órganos autónomos constitucionales, se localizan dentro del concepto general de Administración del Estado, en virtud de lo dispuesto en el artículo 1° de la Ley N°18575 Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado. Por ello, si bien no están sujetos al control político o "potestad fiscalizadora" de la Cámara de Diputados (artículo 52 N° 1 CPR), sí lo están a la obligación de proporcionar informes a las Cámaras del Congreso Nacional, lo que es confirmado por la jurisprudencia administrativa de la CGR (Dictámenes 27.729/1991; 28.091/1992 y 27.951/1993), y por el reconocimiento constitucional del principio de publicidad de los actos y resoluciones de los órganos del Estado y la excepcionalidad de la reserva o secreto, la que es sometida al dominio segmentado del legislador de quorum calificado en el nuevo artículo 8° de la Constitución, adicionado por la reforma constitucional de 2005, promulgada mediante Ley 20.050. En: Zúñiga, Francisco. Ob. Cit. p. 239.

⁴⁵ Los acuerdos del Consejo del BCCH constituyen normas de carácter general y obligatorias desde que se publican en el Diario Oficial, sin que exista ningún control preventivo de ellas, es decir, no son objeto de examen de constitucionalidad y legalidad por parte de la Contraloría General de la República u otro órgano de control de juridicidad, por lo que dichos acuerdos pasar a regir de inmediato. En cuanto a su naturaleza jurídica, se descarta su carácter legal o administrativo, ya que las normas legales emanan de la función legislativa y los reglamentos y decretos del Presidente de la República, y el Banco Central no es parte de la Administración del Estado. En: Zavala, José y Morales, Joaquín. Ob. Cit. p. 146.

La autonomía financiera, en cuanto la CPR y la LOC 18840 señalan que el BCCH tiene patrimonio propio y la potestad de aprobar su propio balance y capitalizar utilidades. Asimismo, se establece la prohibición general de financiamiento del gasto público con créditos del Banco Central, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella, y de la nueva facultad de efectuar operaciones de mercado secundario abierto con títulos de deuda del fisco.⁴⁶

La autonomía funcional dice relación con el ámbito de sus atribuciones en materia de política monetaria, crediticia, cambiaria y de regulación del sistema financiero, para cumplir sus metas y objetivos institucionales.⁴⁷

Finalmente, en opinión del profesor José Luis Guerrero Becar la autonomía del banco central resulta indispensable para que éste pueda realizar su labor técnicamente. Señala que tanto la CPR como la LOC del BCCH establecen una serie de resguardos para preservar su carácter técnico y autónomo.⁴⁸

Así las cosas, el artículo 108 de la CPR establece expresamente que el BCCH, es un organismo autónomo, con patrimonio propio y carácter técnico, y la LOC del BCCH precisa que su objetivo principal es garantizar la estabilidad de precios y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

Sin perjuicio de lo anterior, el Banco Central de Chile presenta ciertas particularidades institucionales que lo diferencian de otros organismos de similar rango y autonomía, tales como el Tribunal Constitucional, el Ministerio Público o la Contraloría General de la República, a saber:

⁴⁶ Ibid. p. 147.

⁴⁷ Ibid.

⁴⁸ Cita por ejemplo, el nombramiento de sus consejeros por el Presidente de la República y el Senado; la duración de 10 años en sus cargos; la sucesión por parcialidades cada 2 años, lo que impide que las mismas autoridades políticas designen a todos los consejeros; la remoción de sus cargos por causales expresamente establecidas y que requieren la decisión de más de un órgano político; la prohibición constitucional de otorgar garantía o financiamiento al Estado, organismos o empresas; personalidad y patrimonio propio; que el Banco Central cumpla sus funciones con apego a su propia LOC, sin serle aplicables las disposiciones de la LOC Bases Generales del Estado o que sus trabajadores se rijan por su propio reglamento o por el Código del Trabajo. Todo lo anterior denota la finalidad de la ley de hacer efectiva la autonomía del Banco Central, de mantener su carácter técnico y su neutralidad política. En: Guerrero, José Luis., Ob. Cit., p. 339.

- En primer término, la brevedad de la normativa referida al Banco Central en el texto de la propia CPR contrasta con el detalle con que la misma Carta Fundamental regula a los otros órganos de rango constitucional. La técnica legislativa en esta materia redundante, entre otras materias, en los procedimientos y quórum requeridos para su modificación o derogación. Así las cosas, para modificar las normas de las primeras instituciones se requiere un quórum de tres quintos (o dos tercios, en el caso del Tribunal Constitucional) de aprobación en ambas Cámaras del Congreso Nacional (Diputados y Senadores en ejercicio); en cambio, tratándose del BCCH, dado que gran parte de esas materias aparecen reguladas directamente en su LOC, basta con el voto favorable de cuatro séptimos de los parlamentarios en ejercicio en cada Cámara.⁴⁹
- En segundo lugar, en cuanto al nombramiento de sus autoridades superiores, y de conformidad con lo dispuesto en los artículos 78 y 85 de la CPR, tenemos que el Fiscal Nacional es designado por el Presidente de la República con acuerdo del Senado por dos tercios de sus miembros en ejercicio en base a una quina propuesta por la Corte Suprema. En contraste, los miembros del Consejo del Banco Central son designados por el Presidente de la República con el voto favorable de una mayoría simple en el Senado, sin requisitos sobre el origen de la propuesta del primero. A mayor abundamiento, la normativa sobre nombramiento de los miembros del Consejo emana del artículo 7° de la LOC 18.840, esto es, una norma de inferior jerarquía que la CPR, y en similares circunstancias, por disposición del artículo 8° de la misma ley, el Presidente del Consejo es designado por el Presidente de la República, entre los Consejeros en ejercicio, sin necesidad de acuerdo del Senado. En el caso del Tribunal Constitucional, según lo preceptuado por el artículo 92 de la Constitución, su integración es mixta, dado que, de sus diez integrantes, tres son designados el Presidente de la República, cuatro por el Congreso

⁴⁹ Marcel, Mario, *“Constitucionalismo económico y la autonomía institucional del Banco Central de Chile”*, Documentos de Política Económica, N°62, Banco Central de Chile, Santiago, 2017, pp. 8 y ss.

Nacional y tres por la Corte Suprema. Finalmente, por el artículo 98 de la Carta Fundamental, el Contralor General de la República, gozaría de una posición intermedia, al ser nombrado por el Presidente de la República con acuerdo del Senado adoptado por el quorum calificado de los tres quintos de sus miembros en ejercicio.⁵⁰

- En tercer lugar, en materia de permanencia y duración en sus cargos, cabe indicar que los miembros del Consejo del Banco Central duran diez años en sus cargos, pudiendo ser designados para nuevos períodos, y se renuevan por parcialidades, a razón de uno cada dos años, mientras que en el caso del Fiscal Nacional y el Contralor General de la República duran ocho años en el cargo y no pueden ser reelegidos para el período siguiente, y los miembros del Tribunal Constitucional, si bien duran ocho años en sus cargos y se renuevan por parcialidades cada cuatro años, pueden ser reelegidos o designados nuevamente, según corresponda.⁵¹
- En cuarto lugar, en materia de causales y procedimientos de destitución, surge nuevamente un contraste entre los demás órganos autónomos y el Banco Central. En efecto, el Consejo del Banco Central de Chile, a diferencia de lo que sucede con los restantes miembros de los órganos autónomos, no es objeto de responsabilidad política. A pesar de que en una democracia constitucional todas las autoridades públicas debieran ser responsables por sus actuaciones, los consejeros del ente emisor no pueden ser acusados constitucionalmente. Sin embargo, por aplicación de los principios de probidad y transparencia, éstos están afectos a diversas causales de remoción que su LOC establece en sus artículos 15, 16 y 17.⁵²
- En quinto lugar, en materia de intervención del Ejecutivo en las decisiones de los distintos órganos autónomos, la Carta Fundamental señala que, para garantizar la autonomía institucional y el Estado de Derecho, ésta

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ Constitución Política de la República, LOC 18840 BCCH; LOC 19.640 MP; LOC 17997 TC y LOC 10.336 CGR.

⁵² Marcel, Mario, Ob. Cit. 2017, pp.8 y ss.

está expresamente prohibida respecto del Ministerio Público y el Tribunal Constitucional; y limitada a la insistencia del Presidente de la República en caso de rechazo de toma de razón por la Contraloría General de la República. En el caso del Banco Central, se produce una situación especial, ya que el Jefe de Estado, representado por el Ministro de Hacienda, participa con derecho a voz en las sesiones del Consejo y puede postergar o vetar algunas de sus decisiones. En decir, se establece una limitación a la autonomía funcional del Banco Central justificada por la necesaria coordinación que debe existir en la conducción de la política económica general de la Nación.⁵³

- En sexto lugar, en materia de financiamiento, tenemos que mientras el presupuesto de los demás órganos que gozan de autonomía constitucional, se encuentra regulado en la Ley de Presupuestos, en el caso del BCCH, éste cuenta con autonomía financiera para administrar su propio balance, así como para fiscalizar sus propias actuaciones.⁵⁴
- Finalmente, en séptimo lugar, en lo que se refiere a la rendición de cuentas, todos los órganos autónomos se encuentran obligados a efectuar una cuenta anual. En tal sentido, el Consejo del BCCH debe dar cuenta periódicamente acerca de sus políticas y normas, lo cual en la práctica cumple mediante el Informe de Política Monetaria (IPoM) que se somete trimestralmente al Senado a través de su Comisión de Hacienda.⁵⁵

En el caso del Fiscal Nacional, la obligación de rendir cuenta anual de las actividades del organismo está prevista en el artículo 21 de la LOC 19.640 del Ministerio Público. Asimismo, tratándose del Tribunal Constitucional, el artículo 8° letra h) de la LOC 17.997 señala que el Presidente del organismo debe rendir anualmente una cuenta pública. Finalmente, el artículo 13 LOC 10.336 de Organización y Atribuciones de la Contraloría General de la República señala que el Contralor debe dar cuenta pública

⁵³ Ibid.

⁵⁴ LOC 18840 del BCCH, Título VI, arts. 75 y ss.

⁵⁵ Marcel, Mario, Ob. Cit. 2017, pp. 8 y ss.

de su gestión anualmente mediante una Memoria Anual que deberá presentar al Presidente de la República y al Congreso Nacional, particularmente de la toma de razón por la insistencia del Gobierno de los decretos representados por alguna inconstitucionalidad o ilegalidad.

1.1.1 Gobierno Corporativo del Banco Central

En términos generales, el concepto de buen gobierno corporativo también resulta aplicable a la banca central.^{56 57 58}

La noción de Gobierno Corporativo de los Bancos Centrales involucra al menos cuatro ideas que admiten su aplicación por el Derecho Constitucional y Económico:

- La definición de su mandato;
- La política de transparencia y rendición de cuentas.
- La política de comunicación de la institución.
- El sistema de controles y contrapesos.

1.1.2 Mandato del Banco Central

⁵⁶ Claro, Sebastián y Maragulis, Catalina. Ob. Cit. p. 18.

⁵⁷ Los Principios de Gobierno Corporativo fueron impulsados en 1999 (y revisados en 2004) por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). La OCDE en 2003 aprobó en una primera versión los siguientes Principios Básicos del Gobierno Corporativo: a) Equidad; b) Transparencia; c) Confiabilidad / Rendición de Cuentas, y d) Responsabilidad. A su vez, el concepto de gobierno corporativo fue utilizado, por primera vez, por M. Earl en sus “Perspectivas de la administración” y utilizado años después por el Instituto de Derecho Americano en su publicación de principios del gobierno corporativo. Los principios básicos de buen gobierno corporativo constituyen una herramienta para fortalecer la credibilidad del banco central y son fundamentales para las economías que transitan o aplican esquemas de metas de inflación. (Earl, M. Perspectives on Management. Oxford: Oxford University Press. 1983). En: Sánchez, Josiel Esdras, Ob. Cit. 155 y ss.

⁵⁸ Un estudio muestral de 29 países arroja evidencia sobre el desempeño de los bancos centrales en países avanzados y emergentes en base al concepto de Buen Gobierno Corporativo. La documentación analizada permite sostener que los países de economías avanzadas, posterior a la deflación de la década del 1970 y de la inflación de la década de 1980, lograron gran credibilidad debido a la baja inflación alcanzada al adoptar una institucionalidad basada en la autonomía, transparencia y fijación de metas de inflación. Por su parte los países emergentes, si bien comienzan con un escenario más desfavorable, con décadas de crisis financiera e inestabilidad macroeconómica, con un régimen de dominancia fiscal y dificultades institucionales, a partir de 1990, varios de ellos, como Chile y Corea del Sur, comienzan a implementar reformas aprovechando su propia experiencia histórica, para adaptar sus instituciones y políticas siguiendo el modelo de los países avanzados. En: Bordo, Michael. and Siklos, Pierre. “*The Transformation and Performance of emerging market economies across the great divide of the global financial crisis*”, Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Central Bank of Chile, Santiago, 2021. pp. 70 y ss.

El mandato del Banco Central es una idea o concepto de naturaleza económica, que no está definido en la ley ni en la Constitución. Sin embargo, se le ha conceptualizado “como la orden impartida o la gestión confiada por la constitución o la ley al banco central a fin de que cumpla uno o más objetivos asignados a su carácter de órgano autónomo del Estado, de carácter técnico, para cuya debida satisfacción se le deben proveer los medios legales (funciones, atribuciones y recursos) correspondientes”.⁵⁹

En tal sentido, la noción de mandato comprende los objetivos, funciones y poderes de un banco central.⁶⁰

Los objetivos del Banco Central responden a la idea o pregunta: ¿Para qué fue creado el Banco Central? Históricamente, los bancos centrales fueron creados para cumplir el rol de monopolizador de la emisión del dinero y de prestamista de última instancia, con la finalidad de mantener la estabilidad del valor de la moneda y evitar el pánico bancario durante las crisis financieras.⁶¹

Las funciones, por su parte, nos permiten responder a la pregunta: ¿qué es lo que puede hacer un banco central para alcanzar sus objetivos? Así, por ejemplo, algunas de sus funciones típicas, son la formulación e implementación de la política monetaria y la administración de las reservas internacionales.⁶²

Finalmente, los poderes se refieren a ¿cómo el banco central cumple o ejecuta sus funciones? A título ejemplar, por las operaciones de mercado abierto, facilidades de liquidez y de depósitos, o la emisión de instrumentos de deuda.⁶³

⁵⁹ Araya M, Juan Pablo y Lyon P. Francisca. “Análisis del mandato del Banco Central a la luz de su evolución histórica y la experiencia comparada”, Revista de Derecho Económico, Vol.78, N°2, 2021, p. 7.

⁶⁰ Claro, Sebastián y Maragulis, Catalina, Ob. Cit. p. 20

⁶¹ Araya M., Juan Pablo y Lyon P, Francisca. Ob. Cit. p. 15

⁶² Claro, Sebastián y Maragulis, Catalina, Ob. Cit. p.20

⁶³ Ibid. p. 20

Desde un punto de vista más restringido, el o los mandatos se refieren a los objetivos concretos que las distintas constituciones o legislaciones establecen para sus respectivos bancos centrales.⁶⁴

Una primera condición para una buena gobernanza de los bancos centrales es que su mandato esté claramente establecido en su marco jurídico, de manera que su actuación se realice dentro de sus márgenes, y con ello se facilite el proceso de rendición de cuentas, lo que resulta esencial para la credibilidad de sus políticas y el fortalecimiento de su autonomía.⁶⁵

La autonomía, transparencia y rendición de cuentas reduce la incertidumbre de la política monetaria a largo plazo, y con ello las expectativas de inflación, lo que redundaría en menores niveles de inflación observada y mayores niveles de crecimiento económico.⁶⁶

Por ello, si bien es común que los bancos centrales tengan más de un objetivo, una segunda condición es que el banco central tenga un mandato único o prioritario de estabilidad de precios, y que cualquier otro objetivo adicional o secundario, como la estabilidad financiera o el crecimiento o pleno empleo, deban quedar supeditados al primero.⁶⁷

Un segundo aspecto relacionado con los objetivos múltiples de los bancos centrales consiste en establecer un mecanismo que permita resolver potenciales conflictos entre los distintos objetivos. En Derecho comparado las soluciones van

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Ibid.

⁶⁶ Sánchez, Josiel Esdras. Ob. Cit. p. 155 y ss.

⁶⁷ En un documento elaborado por el Fiscal del BCCH señor Juan Pablo Araya Marco y doña Francisca Lyon Portales, en base a veintiséis jurisdicciones examinadas, se constata que en todas ellas el banco central tiene un mandato expreso en materia de estabilidad de precios; en diez de esas jurisdicciones (38%), la autoridad monetaria cuenta con un objetivo explícito de estabilidad financiera (sin perjuicio de que todo el resto declara o entiende que tiene implícita un rol en este aspecto); en seis países (23%) el banco central tiene asignado un objetivo de empleo (aunque siempre subordinado a la realización del objetivo primordial de estabilidad monetaria); y en cuatro casos (15%) se le atribuye un rol relativo a la promoción del crecimiento sostenible, vinculada con los temas medioambientales. En: Araya M, Juan Pablo y Lyon P. Francisca. Ob. cit. p. 2.

desde establecer explícitamente la primacía del objetivo de estabilidad de precios hasta entregar al propio banco central la autoridad última en este sentido.^{68 69}

Finalmente, un tercer factor de interés es la inclusión de mandatos relacionados con la promoción del desarrollo sostenible. A pesar que los bancos centrales tuvieron un rol de financiamiento de las actividades económicas y del déficit público para impulsar la demanda agregada, especialmente, a partir de la Gran Depresión de los años treinta y hasta el último cuarto del siglo XX, las ideas keynesianas fueron reemplazadas por las nociones propuestas por las escuelas monetaristas, lo que terminó por privilegiar las políticas de metas de inflación y estabilidad macroeconómica, desplazando a un lugar residual o simplemente abandonando las políticas de desarrollo y fomento de ciertas actividades económicas. Sin embargo, en los últimos años se advierte un retorno a las políticas cuasi fiscales de los bancos centrales y la incorporación a sus mandatos de objetivos de desarrollo sostenible.^{70 71}

⁶⁸ Claro, Sebastián y Maragulis, Catalina, Ob. cit. p. 20.

⁶⁹ En Derecho comparado existen diversas fórmulas para resolver los conflictos de interés en los sistemas con mandatos múltiples. En primer lugar, se han establecido órdenes de prelación entre los distintos objetivos, otorgando prevalencia a la estabilidad de precios, tal como ocurre en la Unión Europea (Apartado 2, artículo 119, TFUE). Una segunda forma, ha consistido en regular la manera de ejercer los mandatos múltiples a través de las funciones y atribuciones establecidas por el ordenamiento jurídico. Finalmente, una tercera forma consiste en las propias decisiones o declaraciones emitidas por el banco central, como en los casos de Estados Unidos o de Nueva Zelanda, para transparentar al público cómo se conjuga la existencia de dos o más objetivos y evitar potenciales conflictos. Así, por ejemplo, la Reserva Federal publica una declaración en la cual transparenta la forma en que se ejecuta sus mandatos múltiples, instrumento conocido como Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. En: Araya M. Juan Pablo y Lyon P., Francisca. Ob.Cit. p.13.

⁷⁰ Nueva Zelanda (Ley de la Reserva del Banco Central de Nueva Zelanda, parte 1, sección 1ª) e Inglaterra (Ley del Banco de Inglaterra, 1998, capítulo 11, sección 11) tienen mandatos vinculados a la promoción del desarrollo sostenible. En: Ibid. p.14.

⁷¹ En una postura intermedia, es decir, un Banco Central con un objetivo prioritario de estabilidad macroeconómica, que incluye consideraciones de empleo y nivel de producción, se cita al Bundesbank Alemán, el Banco Central Europeo y el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. Se destaca el caso de la Reserva Federal y su sistema de mandato dual referido a la estabilidad de precios y pleno empleo. Por su parte, el principal objetivo del Banco Central Europeo (BCE) es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Para ello el BCE utiliza los tipos de interés y desde la crisis financiera global, también otras medidas no convencionales para afectar las condiciones de financiación de la economía. Al controlar las condiciones de financiación, el BCE puede influir en el nivel general de la actividad económica y garantizar que se cumpla el objetivo de inflación. En: Valero Flores, Carlos, *“El Papel de los Bancos Centrales en el Desarrollo Económico, Un ejercicio de Derecho Comparado con los Bancos Centrales de México, Estados Unidos de América, Alemania, la Unión Europea y China”*, Centro de Estudios de Derecho e Investigación Parlamentarios, Ciudad de México, 2011.

Desde una perspectiva más amplia, esto es, que incluye los aspectos ideológicos y operacionales, es posible constatar que la autonomía del Banco Central tiene dos niveles de aplicación en relación con el cumplimiento de sus mandatos: uno político y otro instrumental. La primera, es decir, la autonomía política se refiere a la capacidad del Banco para determinar sus objetivos de política monetaria sin la interferencia de otras autoridades políticas dentro del Estado. La segunda, en cambio, dice relación con la libertad del Banco para escoger los instrumentos para cumplir con los objetivos de política monetaria. En ambos casos, los principios de buen gobierno corporativo se inclinan por el establecimiento de reglas y el abandono o restricción de la discrecionalidad en el desempeño de sus objetivos, funciones y atribuciones.⁷²

De la misma forma que la autonomía política se justificó por la ciencia económica en base a los objetivos de estabilidad monetaria. La autonomía de instrumentos acabó sustentándose en los llamados marcos o metas de inflación. En este último aspecto, la discusión actual de las autoridades responsables de los bancos centrales se divide entre los partidarios de una política monetaria basada en un ancla nominal, específicamente, sobre el control de agregados monetarios y el tipo de cambio, y entre los partidarios de las metas explícitas o implícitas de inflación.⁷³

Los partidarios de la escuela monetarista se inclinan por una política monetaria basada en el control de los agregados monetarios, sin embargo, las dificultades técnicas para su definición, los avances tecnológicos y la evolución de los mercados de capitales han dificultado su aplicación. Asimismo, los constantes ataques especulativos por el lado del tipo de cambio, que afectaron en el pasado reciente a las monedas de los mercados emergentes y avanzados, así como, la pérdida de confianza en las políticas discrecionales de las autoridades monetarias, contribuyó al cambio hacia la autonomía de los bancos centrales basado en metas

⁷² Pérez Caldentey, Esteban. *“Un ensayo crítico sobre la independencia/autonomía de la banca central según el paradigma dominante”*. Investigación Económica, Escuela Nacional de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México, 2019, pp. 57 y ss.

⁷³ Ibid. 57 y ss.

explícitas o implícitas de inflación, reconocida como la opción más adecuada y flexible para diseñar e implementar los objetivos de política monetaria.^{74 75}

A partir de la década de 1990 los bancos centrales de un gran número de economías desarrolladas como Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia o Australia, y de economías emergentes como Brasil, Uruguay o Chile, entre otros, adoptaron el modelo de autonomía del banco central con metas de inflación para estabilizar los precios.⁷⁶ En la mayoría de los casos, el cambio se hizo en respuesta a las dificultades evidentes en la conducción de la política monetaria basada en un ancla nominal como agregado monetario o en el tipo de cambio fijo.⁷⁷

El marco institucional de metas de inflación (MEI) se define “como un marco estratégico de política monetaria consistente con el anuncio público de metas numéricas para la tasa de inflación teniendo en consideración que la estabilidad de precios es el objetivo fundamental de la política monetaria”.⁷⁸

La fijación de metas de inflación redundante en varios asuntos de interés para los formuladores de la política monetaria, ya que envían señales acerca de la postura de la política monetaria que permiten anclar las expectativas de inflación y evitar la trampa de inconsistencia temporal. Asimismo, las metas de inflación sirven de parámetro para evaluar la responsabilidad del Banco Central frente al público en general.⁷⁹

En tal sentido, el modelo de metas de inflación, en cuanto establece un ancla nominal para política monetaria, se basa en los siguientes elementos o factores:

- El anuncio público de metas numéricas a mediano plazo para la inflación;

⁷⁴ Ibid.

⁷⁵ Sánchez, Josiel Esdras. Ob. Cit. p. 128.

⁷⁶ Ibid. p. 152.

⁷⁷ Rosende, Francisco, Ob. Cit. p.4.

⁷⁸ Pérez Caldentey, Esteban. Ob. cit. p. 63

⁷⁹ Mischkin, Frederic S. Ob. cit. pp. 403 y ss.

- Un compromiso institucional hacia la estabilidad de precios como meta primordial a largo plazo de la política monetaria;
- Un enfoque que implica el uso de información global y sistémica, y en el cual se consideren muchas variables para la toma de decisiones;
- El aumento de la transparencia de la política monetaria a través de la comunicación con el público y los mercados; y
- Un incremento de la responsabilidad del Banco Central por el logro de sus objetivos en relación con la inflación.⁸⁰

Asimismo, se indica como ventajas y desventajas del modelo de metas de inflación las siguientes: Ventajas: a) Permite a las autoridades del Banco Central usar toda la información disponible, y no sólo la de una variable como en el caso de los agregados monetarios; b) La definición explícita de los objetivos de inflación favorece el ajuste de las expectativas de los agentes económicos, ya que es fácilmente comprensible por el público y, por ende, altamente transparente; c) Tiene el potencial de reducir las probabilidades de que el Banco Central caiga en la trampa de la inconsistencia temporal al tratar de expandir la producción y el empleo a corto plazo; d) Permite al Banco Central establecer una política de comunicación y reportes con el público en general y los demás agentes del mercado, autoridades del Gobierno y Congreso Nacional; y e) Reduce el problema de *accountability* y de falta de legitimidad democrática de las decisiones de la autoridad económica. Desventajas: a) Su exceso de rigidez y b) El potencial incremento en las fluctuaciones de la producción y un bajo crecimiento económico. Sus partidarios responden a las críticas diciendo que en la práctica ésta contiene un grado sustancial de discrecionalidad, ya que los bancos centrales utilizan toda la información disponible para ejecutar las acciones de política para alcanzar la meta. Asimismo, agregan que las metas de inflación pueden ser modificadas y flexibilizadas atendiendo a las circunstancias económicas para responder a las fluctuaciones de la producción y el empleo. Concluyen que, a largo plazo no existe

⁸⁰ Sánchez, Josiel Esdras. Ob. Cit. pp. 14 y ss.

incompatibilidad entre las metas de estabilidad de precios y otras metas de la política económica, tales como la estabilidad financiera y el crecimiento económico, y que todos los países que han establecido el modelo permiten desviaciones de las metas de inflación a mediano y corto plazo para minimizar los decrecimientos en la producción sin renunciar a mantener las metas de inflación de largo plazo.^{81 82 83}

Finalmente, el marco de metas de inflación se identifica, además, con el denominado esquema de incentivos. En este esquema, el presidente del Banco Central actúa sobre la base de un mandato explícito en orden a lograr ciertos resultados en materia de inflación en un plazo determinado, los que resultan de una negociación entre el presidente del banco central y el ministerio de hacienda, en el que se establece una meta inflacionaria para un período determinado. Con ello se logra reducir el sesgo inflacionario planteado por Barro y Gordon, lo que permite fijar

⁸¹ Ibid. pp. 403 y ss.

⁸² También se indica como atributos del marco de metas de inflación: La contraciclicidad, es decir, que cuando la tasa de inflación se halla por encima de su meta, el producto actual tenderá a situarse por debajo de su nivel natural y viceversa; y la ausencia de un *trade-off* entre las brechas del producto y la inflación, la llamada “coincidencia divina”. Es decir, que el objetivo principal de la política monetaria consiste en estabilizar la inflación alrededor de su meta y el producto en torno a su nivel natural. En: Pérez Caldentey, Esteban, Ob. Cit. p. 65.

⁸³ En el caso de nuestro país, la adopción del marco de metas de inflación se explica a partir de la experiencia alcanzada por las autoridades del BCCH, especialmente, a raíz de crisis de balanza de pagos de la década de los 80s. En aquella época existía una regla de tipo de cambio fijo y superávit fiscal, pero la fuerte expansión del crédito interno, la inflación de precios de activos y dificultades para el BCCH en defender la moneda, profundizaron los problemas en un sistema financiero con poca supervisión y débil desarrollo institucional. El ex Presidente del BCCH Roberto Zahler, al explicar cómo se produjo el cambio de paradigma: Expresó que el BCCH descartó la utilización del ancla nominal basada en un agregado monetario por no haber un vínculo claro, estable y predecible entre agregados monetarios nominales y el gasto o el ingreso nominal, debido a la inestabilidad de la demanda de dinero a corto plazo. Además, señala que, el uso del tipo de cambio fijo, tampoco resultó confiable ya que los episodios deflacionarios normalmente terminaron anulando o revirtiendo los avances en materia de reducción de la inflación, además de imponer una excesiva rigidez al diseño y formulación de la política económica general. Por ello, la inestabilidad en la relación entre estos objetivos intermedios y el objetivo final de la inflación llevó al Banco Central a centrar su acción en la meta de inflación. La meta explícita de inflación se fijó de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda, en función de alcanzar la estabilidad de precios, pero sin dejar de atender las variaciones de la producción y empleo, el ahorro y la inversión, el equilibrio externo o la estabilidad y solvencia del sistema financiero. En: Zahler, Roberto, “*El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa*”, Revista de la Cepal, N°64, 1998, p. 59.

las expectativas de inflación con un ancla nominal con metas de inflación de largo plazo.^{84 85}

1.1.3 Rendición de cuentas, transparencia y responsabilidad.

Un segundo pilar institucional de la buena gobernanza de los bancos centrales es su sistema de rendición de cuentas, transparencia y responsabilidad.

Si bien el ordenamiento jurídico fija las bases de la legitimidad de origen de un banco central autónomo, su legitimidad de ejercicio emana de su sistema de rendición de cuentas y la responsabilidad por sus decisiones y actuaciones. En comparación con otros organismos estatales, los bancos centrales son instituciones muy poderosas y sus decisiones influyen en aspectos esenciales de la vida económica de las personas.⁸⁶

⁸⁴ En el caso neozelandés, con la reforma de 1989 se promulgó la nueva Ley del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, que entró en vigor el 1 de febrero 1990, la que además de mejorar su nivel de autonomía, comprometió al banco central con el objetivo prioritario de estabilidad de precios. Se estipuló para tales efectos, que el Ministro de Finanzas y el Gobernador del Banco de la Reserva deberían negociar y hacer público un acuerdo y transparentar sus objetivos de política. En dicho documento se expresan los objetivos en base a los cuales se evaluará el desempeño de las autoridades monetarias, especificando los rangos numéricos de las metas de inflación y las fechas en que deberán alcanzarse. El primer acuerdo de objetivos, de 2 de mayo de 1990, estableció una meta de inflación dentro de un rango del 3% al 5%. Posteriormente, en 1998 se disminuyeron al rango de 0% al 2% y entre el 1% y 3% en 2002. Una característica importante del modelo de metas de inflación es que el rango puede ajustarse a los demás factores generales de la economía y se promueve un mayor grado de coordinación entre el Banco Central y el Fisco en el manejo macroeconómico de corto plazo, puesto que al existir un contrato entre Ministerio de Hacienda y el Presidente del Banco, como en el caso neozelandés, el gobierno aparece directamente involucrado en la elección y cumplimiento de la meta inflacionaria. En: Araya M, Juan Pablo y Lyon P., Francisca, Ob. cit. pp. 27 y ss.

⁸⁵ En este sentido, se ha señalado que a pesar que el banco central abandone las políticas discrecionales y se comprometa con una regla, como lo sugieren Barro y Gordon, puede resultar apropiado una coordinación óptima entre el gobierno y el banco central, en situaciones de crisis económicas, burbujas financieras o incluso en momentos de incertidumbre y ambigüedad que alteran el objetivo de política monetaria, teniendo que intervenir a gran escala para mantener la estabilidad financiera, tal como ha sido el caso del Banco Central Europeo y o la Reserva Federal con sus políticas monetarias no convencionales de compra masiva de activos en los mercados secundarios durante las últimas crisis globales. Además, la estabilidad financiera y las políticas monetarias no convencionales tienen consecuencias distributivas mucho más fuertes que las políticas monetarias convencionales, lo que obliga a considerar el llamado “déficit democrático” de los sistemas de autonomía puro abierto a la discrecionalidad de sus autoridades. En: Sánchez, Josiel Esdras. Ob. cit. pp. 155 y ss.

⁸⁶ Goodhart, Charles y Lastra, Rosa. “*Populism and Central Bank Independence*”, Discussion Paper, Centre for Economic Policy Research, Londres, 2017, p. 6

La política monetaria de los bancos centrales no sólo tiene efectos en el nivel general de precios de la economía, en las tasas de interés, precios de los activos y su nivel de riesgo, en el nivel de producción y empleo, etc. También puede producir incertidumbre en los agentes económicos y efectos redistributivos importantes, que hacen necesaria medidas de transparencia y rendición de cuentas, para reducir sus consecuencias, mediante la entrega de toda la información disponible.⁸⁷

Por otra parte, la mayor o menor especificación del mandato de un banco central o el grado de discrecionalidad de sus autoridades en la aplicación de sus herramientas de política monetaria, puede hacer más o menos complicado el ejercicio de la rendición de cuentas.⁸⁸

Asimismo, desde una perspectiva más general, la autonomía del Banco Central no debe entenderse como absoluta ni como la delegación de un poder soberano aislado dentro del Estado. Los requerimientos derivados del llamado “déficit democrático” de los bancos centrales imponen el deber de incluir mecanismos institucionales mediante los cuales este instituto dé cuenta de sus decisiones y acciones a los demás órganos estatales y al público en general.⁸⁹

La mayoría de las leyes orgánicas de los bancos centrales regulan la manera en que éstos deben rendir cuentas, lo que generalmente se hace mediante informes de política monetaria, de estabilidad financiera, comparecencia al Congreso e información al Poder Ejecutivo.⁹⁰

Sin embargo, la rendición de cuentas no puede significar la sustitución del banco central como organismo a cargo de la formulación e implementación de sus propias funciones públicas, utilizando como excusa un control político o jurisdiccional, que signifique otorgar dichas funciones a otros organismos de diferente naturaleza, con la consiguiente pérdida de su autonomía.⁹¹

⁸⁷ Ibid.

⁸⁸ Ibid. 7 y 9

⁸⁹ Claro, Sebastián y Margulis, Catalina, Ob. cit. pp. 31-32

⁹⁰ Ibid. p. 32.

⁹¹ Ibid. p.33.

En conclusión, la política de transparencia, comunicación y rendición de cuentas constituye la contraparte de la autonomía y carácter técnico del Banco Central, y resulta esencial para la confianza que los agentes económicos requieren al adoptar sus decisiones económicas y financieras.

En tal sentido, es posible encontrar al menos tres razones por las cuales es importante un sistema de rendición de cuentas:

- Permite reducir el problema del déficit democrático que se reclama a las instituciones económicas en general, y a los bancos centrales en particular, debido a su carácter técnico y a la falta de control político de sus autoridades superiores⁹²;
- Permite reducir la incertidumbre de la política monetaria, mejorando la transparencia y credibilidad del Banco Central.⁹³
- Resulta más compatible con el modelo de autonomía de la banca central y la política monetaria basada en una meta de inflación. En tal sentido, el banco central debe ajustar los instrumentos de política monetaria, y adecuar sus proyecciones y política de comunicaciones a toda la nueva información relevante en el mercado, a fin de orientar la política monetaria hacia su meta, y mejorar o mantener de paso su credibilidad ante el público en general.⁹⁴

1.1.4 Política comunicacional

El tercer pilar de una buena gobernanza lo constituye la política comunicacional del Banco Central. La política comunicacional comprende un

⁹² Sánchez, Josiel Esdras, Ob. cit. p. 128.

⁹³ Los estudios de Kydland y Prescott y tiempo después el de Barro y Gordon se encargaron de analizar el problema de credibilidad del banco central. Explican que una mayor transparencia ayuda a reducir el sesgo de inflación y el problema de inconsistencia temporal, y por ende mejora la credibilidad del banco central en la conducción de la política monetaria. Asimismo, la literatura económica da cuenta que, ante una mejor política comunicacional del banco central, los agentes racionales mejoran sus expectativas de inflación futura, y, un incremento de la transparencia mejora las previsiones del sector privado acerca de los objetivos del banco central, permitiendo que la reputación del banco y las expectativas del sector privado tiendan a coincidir. En: Ibid. p.134.

⁹⁴ Ibid. p. 151.

sentido institucional y resulta ser parte integrante de la política monetaria del Banco, es decir, como un componente de ella.⁹⁵

En tal sentido resulta pertinente citar un artículo publicado por el BCCH, denominado las Tres E de la comunicación del Banco Central con el público. En dicho informe los economistas Haldane, Macaulay y Macmahon, proponen tres principios para una comunicación eficaz del Banco Central con el público en general: Explicación, Compromiso y Educación. Se argumenta que no basta con cumplir los objetivos explícitos o implícitos de las metas de inflación, ya que una de las razones por las cuales un banco central debe mantener una comunicación con el público en general, es la credibilidad y confianza en sus políticas, en un contexto de rendición de cuentas y legitimidad de su gestión ante el resto de la sociedad. La idea de ganar confianza y credibilidad es que ésta permite administrar expectativas económicas sobre una base más amplia de ciudadanos con diversos niveles de educación y estratificación social, y que los agentes puedan orientar sus propias decisiones de consumo e inversión de manera racional y coherente con las políticas del banco. Para ello, dan a conocer una encuesta realizada por el Banco de Inglaterra en 2001 a 2000 personas para determinar su nivel de comprensión de la política monetaria. Los resultados arrojaron que, a pesar de los esfuerzos comunicacionales del organismo, se advierte una mejor comprensión entre las personas con mayor nivel educacional, de mayores ingresos y adultos. Sin embargo, el estudio arroja una pérdida considerable de credibilidad posterior a la crisis de 2008-2009. En definitiva, sus estudios confirman la idea que los avances en los tres pilares de una eficaz comunicación: explicación, compromiso y educación, mejora los resultados de la política monetaria.⁹⁶

⁹⁵ Una manifestación de lo mencionado se encuentra en los artículos 67 y siguientes de la LOC 18.840, que regula la capacidad del Banco para configurar la base de su comunicación, esto es, las expectativas. El Banco ejecuta su comunicación atendiendo las expectativas de los agentes, donde la información al público constituye la política decidida para la consecución de los objetivos institucionales del artículo 3°. En tal sentido, se destaca la relación entre decisión, comunicación y compromiso como parte esencial de la política monetaria. En: Vergara Moreno, Matías. “*Particularidades del Banco Central como agencia de regulación*”, Revista Derecho Económico, Vol. 78, N°2, 2021, p. 56.

⁹⁶ Haldane, Andrew, Macaulay, Alistair y McMahon, Michael, “*The three Es of Central Bank Communication with the Public*”, Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021, pp. 280 y ss.

Otro aspecto relacionado con la credibilidad del Banco Central es el manejo de la filtración de información. La política de comunicación del banco central resulta esencial para los operadores, agentes del mercado, políticos y público en general. Sin embargo, la filtración o revelación informal de información puede ser perjudicial si se refiere a la obtención de ventajas competitivas en la fijación del precio de los activos u otras consecuencias más graves que afecten la flexibilidad de la política monetaria y expectativas. Las filtraciones de información dañan la reputación del banco y la credibilidad de sus políticas, ya que la integridad del mercado se ve afectado si algunos obtienen información confidencial con anticipación.⁹⁷

1.1.5 Sistemas de controles y contrapesos.

El cuarto pilar de una buena gobernanza de un Banco Central es la existencia de un conjunto de controles y contrapesos a su actuación.

En efecto, los bancos centrales cumplen una función delicada y asumen un conjunto de atribuciones y potestades que inciden en aspectos esenciales de la economía, tales como, la tasa de interés, el nivel de precios, el nivel y disponibilidad de crédito, la regulación del mercado de capitales y de los medios de pago distintos del dinero, de la política cambiaria, etc. Por ello es importante la existencia de un conjunto de controles y contrapesos a su actuación.⁹⁸

Asimismo, otra manera de enfocar el tema de los controles y contrapesos consiste en considerar el carácter técnico, neutral y contra mayoritario del Banco Central en cuanto constituye el arreglo institucional más adecuado para sacar de la órbita de sus decisiones las consideraciones de política contingente o de corto plazo. La contrapartida de esta independencia del poder político representativo es, sin duda, la pérdida de legitimidad política.⁹⁹

⁹⁷ Vissing-Jorgensen, Annette. *“Central Banking with many voices: The communications arms race”*, Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021, pp. 231 y ss.

⁹⁸ Araya Marco, Juan Pablo y Lyon Portales, Francisca, Ob. Cit. p. 4

⁹⁹ Vergara Moreno, Matías. Ob. Cit. p. 51.

En Derecho comparado, se han ideado, al menos, cuatro mecanismos para restaurar la legitimidad de ejercicio y mejorar el sistema de controles y contrapesos de los bancos centrales:

- El control judicial de sus decisiones de política monetaria y financiera; ¹⁰⁰
- La integración pluralista de sus cuerpos directivos; ¹⁰¹
- La política de comunicaciones, rendición de cuentas y transparencia, y
- La integración y/o colaboración con las autoridades de gobierno para la adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal.¹⁰²

Finalmente, resulta pertinente analizar las relaciones entre discrecionalidad y control de los bancos centrales, básicamente, por sus consecuencias en materia de estabilidad financiera, lo que puede colocar en entredicho los postulados de la ortodoxia económica sobre autonomía de los bancos centrales y el cumplimiento de sus objetivos o metas institucionales, particularmente por el uso de las nuevas

¹⁰⁰ Hasta la crisis financiera global, los tribunales se ocupaban muy escasamente de las acciones y decisiones de los bancos centrales. Sin embargo, la situación ha cambiado en los últimos años. En el Reino Unido, el caso Northern Rock dio lugar a un debate sobre la discrecionalidad, la estabilidad financiera y el riesgo moral con respecto a las funciones de prestamista de última instancia del Banco de Inglaterra, y en la Unión Europea, con el caso Pringle, Gauweiler y Weiss con la formulación de la política económica y monetaria del BCE/SEBC a propósito de los programas masivos de compra de deuda pública en los mercados secundarios. En: Goodhart, Charles y Lastra, Rosa, Ob. Cit. p. 15.

¹⁰¹ Por integración pluralista de los cuerpos directivos se entiende un sistema de “membresía diversificada” de los órganos rectores de los bancos centrales, mediante la inclusión de diversos sectores de la economía, industria, comercio, etc., y el aporte de diferentes visiones sobre la realización de las tareas del banco central, por ejemplo, el caso de los Miembros Clase A, B C de los Bancos de la Reserva Federal. Asimismo, se utilizan alternativas de estructura de gobierno geográficamente descentralizada, como en el caso de los Bancos Centrales Nacionales respecto del Banco Central Europeo. En: Prado, Gabriela, Ob. Cit. pp. 356 y ss.

¹⁰² Así, por ejemplo, el artículo 127 del Tratado de la UE. señala que el objetivo principal del sistema europeo de bancos centrales, denominado SEBC, será mantener la estabilidad de precios, y sin perjuicio de este objetivo, el SEBC deberá apoyar las políticas económicas generales de la UE con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3° del Tratado de Funcionamiento de la UE. En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, en virtud de la ley Humphrey-Hawkins, de 1978, que consolidó el llamado “mandato dual”, además de la estabilidad de precios, se establece como objetivos la mejora en el nivel de empleo y la moderación de los tipos de interés de largo plazo, sin una relación de prioridad entre ellos. En dicho caso, la mayor discrecionalidad de las autoridades de la Reserva Federal se contrapone con el origen simplemente legal de sus estatutos, y con la capacidad del Congreso de Estados Unidos para derogar o modificar su sistema de funcionamiento, objetivos o herramientas de política monetaria, lo que de alguna manera establece un cuadro de colaboración/ control entre las autoridades delegadas y delegantes de la función pública. En. Ibid. pp. 356 y ss.

herramientas para prevenir, afrontar y gestionar situaciones de crisis en los mercados financieros.¹⁰³

Con posterioridad a la crisis financiera global de 2008-09 los principales bancos centrales del mundo comenzaron a utilizar las llamadas políticas monetarias no convencionales, basadas en compras masivas de instrumentos de deuda pública y corporativa, mediante programas de flexibilización cuantitativa, con el riesgo de intentar cumplir objetivos de política económica que van más allá de sus fines institucionales.¹⁰⁴

El tema fue abordado por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea a propósito del Programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT) anunciado mediante un comunicado de prensa del BCE de 6 de septiembre de 2012, cuya legalidad fue impugnada por algunos ciudadanos alemanes (Gauweiler y otros) ante el Tribunal Constitucional Federal Alemán, que remitió el asunto al TJUE para que se pronunciara mediante una cuestión prejudicial si el BCE había excedido sus atribuciones en materia de política monetaria, actuando *ultra vires*, impulsando medidas de política económica, por medio del referido anuncio.

El TJUE dictó su fallo en junio de 2015, declarando ajustado a Derecho el programa OMT, manifestando expresamente que éste no excedía las competencias del BCE en materia de política monetaria y que no infringía la prohibición de financiamiento monetario a los Estados miembros del bloque.¹⁰⁵

Sin perjuicio de ello, la literatura económica menciona un par de aspectos, que es necesario aclarar. En primer término, la discrecionalidad del banco central constituye un elemento clave de su autonomía institucional, y consiste en la libertad de actuar dentro de los límites de su propio marco legal. Por ello, la revisión judicial no puede extenderse al “contenido de la decisión”, pero sí a los límites internos y externos de esta última, y con ello determinar si el banco central se ha excedido o

¹⁰³ Rogoff, Kenneth, “*Risks to Central Bank Independence*”, Independence, credibility and communication of central banking. Banco Central de Chile, Santiago, 2021, pp. 26 y ss.

¹⁰⁴ Ibid. p. 35.

¹⁰⁵ Goodhart, Charles y Lastra, Rosa. Ob. Cit. p. 16

no de su mandato.¹⁰⁶ En segundo término, las políticas del banco central que involucren actuaciones discrecionales dentro de los objetivos de su mandato, pueden ser controladas mediante el resto de los instrumentos disponibles para tal efecto, tales como rendición de cuentas, transparencia y política comunicacional, y con ello poder incidir en la formación de las expectativas de los agentes del mercado, autoridades políticas y público en general.¹⁰⁷

En el caso de nuestro país, se constata un déficit en los sistemas de controles y contrapesos, tanto desde el punto de vista del control judicial de las decisiones de política monetaria y financiera, así como, en cuanto a la participación de sectores de la sociedad civil en sus cuadros directivos o consultivos, privilegiándose un arreglo institucional orientado a la estabilidad de precios, la neutralidad y carácter técnico del BCCH.¹⁰⁸

1.1.6 Política comunicacional, rendición de cuentas y transparencia del BCCH.

A continuación, se hará una breve exposición de las principales herramientas disponibles por el BCCH para el desenvolvimiento de su política de comunicaciones, rendición de cuentas y transparencia.

La CPR establece el principio de transparencia en su actual artículo 8°, en los siguientes términos: “El ejercicio de las funciones públicas obliga a sus titulares a dar estricto cumplimiento al principio de probidad en todas sus actuaciones. Son públicos los actos y resoluciones de los órganos de Estado, así como sus fundamentos y los procedimientos que utilicen. Sin embargo, sólo una ley de *quorum* calificado podrá establecer la reserva o secreto de aquellos o de éstos, cuando la publicidad afectare al debido cumplimiento de las funciones de dichos órganos, los derechos de las personas, la seguridad de la Nación o el interés nacional”.

¹⁰⁶ Ibid. pp. 16 y ss.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ Prado, Gabriela. Ob. Cit. pp. 370 y ss.

En términos generales, la CPR establece un derecho de acceso a la información pública, que comprende los actos y resoluciones, sus fundamentos y los procedimientos utilizados por los distintos órganos del Estado, con la sola excepción de la reserva o secreto establecida para cada caso por una ley de *quorum* calificado.

Se define el acceso a la información pública “como el derecho que tienen los ciudadanos a la información sobre hechos que tenga relevancia o interés público, permitiendo la formación de una opinión razonable y fundamentada”.¹⁰⁹

A nivel legislativo, el artículo 65 bis inciso primero de la LOC 18.840, en lo pertinente señala que: “El Banco Central se rige por el principio de transparencia en el ejercicio de la función pública, consagrado en el artículo 8° inciso segundo de la Constitución Política de la República y en los artículos 3° y 4° de la Ley de Transparencia de la Función Pública y Acceso a la Información de la Administración del Estado”.

La principal legislación complementaria en materia de transparencia y probidad fue publicada con fecha 20 de agosto de 2008 y entró en vigor el 20 de abril de 2009, por medio de la Ley N° 20.285.

La mencionada normativa en su artículo 2° establece que sus disposiciones “serán aplicables a los Ministerios, las Intendencias, las Gobernaciones, los Gobiernos Regionales, las Municipalidades, las Fuerzas Armadas, de Orden y Seguridad Pública y los órganos y servicios públicos creados para el cumplimiento de la función administrativa”. La parte final de la disposición, sin embargo, agrega a la Contraloría General de la República y al *Banco Central*, a los que extiende la aplicabilidad de sus disposiciones.

En materia de rendición de cuentas, el artículo 4° LOC 18.840, por su parte, señala: “El Banco deberá informar al Presidente de la República y al Senado

¹⁰⁹ Vivanco, Ángela. Ob. Cit. p. 125

respecto de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones”.

El BCCH dispone de los siguientes mecanismos de rendición de cuentas, por medio de los cuales comunica sus decisiones y actuaciones a los agentes del mercado, autoridades políticas y público en general:

- El Informe Anual que el Consejo presenta al Senado de la República¹¹⁰;
- El Informe de Estabilidad Financiera (IEF)¹¹¹;
- La Memoria Anual¹¹²

Asimismo, dado que el principio de transparencia también comprende la información relativa a los fundamentos y procedimientos adoptados por los distintos órganos del Estado al momento de dictar sus actos o resoluciones, el Consejo del BCCH adopta sus decisiones de política monetaria en la denominada Reunión de Política Monetaria, y en las actas de la mencionada reunión se consignan sus

¹¹⁰ El referido Informe entrega la visión del Consejo sobre la conducción de la política monetaria y la información necesaria para que los agentes económicos formulen sus expectativas de inflación y crecimiento económico futuro. Desde el año 2000 este Informe Anual se complementa con el Informe de Política Monetaria que se presenta ante el Senado en Pleno o ante la Comisión de Hacienda del Senado, durante los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. Además, por medio de este Informe Anual, el Consejo da cumplimiento a lo preceptuado en el artículo 80 LOC 18.840, en el sentido de presentar al Ministerio de Hacienda y al Senado, antes del 30 de septiembre de cada año, una evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso, como asimismo, un informe de aquellas propuestas para el año calendario siguiente, en el cual se indican las proyecciones económicas generales sobre las que se basan dichos antecedentes y los efectos que se pudieren producir en las principales partidas de los estados financieros del Banco proyectadas para ese período. Marcel, Mario, Ob. Cit. 2017, pp. 23 y ss.

¹¹¹ El IEF tiene por objeto dar a conocer los acontecimientos macroeconómicos y financieros acaecidos en el país o en el exterior, y que podrían influir en la estabilidad financiera de la economía nacional. Este informe abarca aspectos relacionados con el nivel y características del endeudamiento nacional, la evolución del mercado de capitales y la capacidad de resiliencia del sistema financiero frente a situaciones económicas adversas. Asimismo, el Informe se enfoca en las medidas y políticas para el adecuado funcionamiento y estabilidad del sistema de pagos internos y externos, y en general en la estabilidad del sistema financiero. Los estados financieros se preparan según los “Criterios de presentación y elaboración de informes financieros del Banco Central de Chile”, aprobados por el Consejo, previo informe favorable de la Comisión para el Mercado Financiero (artículo 75 de la LOC), y con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (del inglés *International Accounting Standards Board*, IASB. En: Ibid. p. 23.

¹¹² La memoria anual contiene los programas ejecutados el año inmediatamente anterior, sus estados financieros y opinión de auditores externos, designados por el Consejo. Su presentación se efectúa antes del 30 de abril de cada año, y queda a disposición del público en el sitio web del Banco Central de Chile: www.bcentral.cl.

acuerdos y decisiones, así como, los antecedentes que les sirven de fundamento para su posterior divulgación.¹¹³

Finalmente, el Banco Central desarrolla su política comunicacional mediante una serie de canales institucionales, entre los cuales se destaca el uso de entrevistas y conferencias públicas, los comunicados de prensa, las minutas y las publicaciones oficiales del organismo. Para tales efectos, se utiliza como medio oficial el sitio web institucional del Banco.¹¹⁴

En suma, la política de transparencia, probidad y divulgación de la información económica y financiera elaborada por el BCCH, resulta esencial para el cumplimiento de sus metas y objetivos en materia de estabilidad de precios y adecuado funcionamiento del mercado financiero, particularmente, por la confianza que produce en los agentes del mercado, y el compromiso de sus autoridades con el buen desempeño de las funciones que la Constitución y la ley le han encomendado.

1.2. Ley Orgánica Constitucional N°18.840.

La Ley Orgánica Constitucional N°18.840 (en adelante LOC BCCH) por mandato de la propia Carta Fundamental, se encarga de regular la organización, atribuciones, funciones y objetivos del BCCH.

Además de reafirmar su autonomía, prevé amplias facultades en materia monetaria, crediticia, de cambios internacionales y estabilidad financiera, y establece la composición, duración y responsabilidades de sus altas autoridades.

El Consejo del Banco Central es el órgano superior de la institución, y se encuentra regulado en su constitución, designación, funciones y causales de

¹¹³ Marcel, Mario, Ob. Cit. 2017, p. 23.

¹¹⁴ Ibid. p. 23.

destitución, entre otras materias propias de su estatuto organizacional por la LOC BCCH, en sus artículos 6° a 21.^{115 116}

El Consejo está formado por cinco miembros, designados por el Presidente de la República, previo acuerdo del Senado. Los consejeros son nombrados en sus cargos por un período de 10 años, renovándose por parcialidades cada dos años, y están sujetos a un sistema de remoción o destitución basado en causales expresas, objetivas y específicas, de manera de garantizar su autonomía institucional y el cumplimiento de su mandato establecido en el artículo 3° de la LOC BCCH¹¹⁷ Asimismo, la fórmula de designación busca una mayor pluralidad en la visión de política monetaria de sus integrantes.¹¹⁸

Por otra parte, la autonomía institucional reconocida al BCCH se matiza con ciertas limitaciones impuestas por la LOC BCCH, orientadas a facilitar la coordinación de la política económica general de la Nación. Así, por ejemplo, el artículo 6° de la Ley BCCH, dispone que el Consejo debe tener presente la política general del Gobierno al momento de adoptar sus acuerdos.

Asimismo, se establece un mecanismo de participación del Ministro de Hacienda en las sesiones del Consejo, que podría considerarse más que un límite a la autonomía del BCCH, como un método de gestión y coordinación de la función pública, orientado a una mayor flexibilidad de la política fiscal y monetaria. En primer término, se establece en el artículo 19, un derecho de participación con derecho a voz, previa comunicación y citación a la sesión del Consejo y de la tabla de asuntos a tratar. Enseguida, se reconoce un derecho de propuesta que el Ministro de Hacienda puede ejercer al momento de concurrir a los acuerdos del Consejo, debiendo el órgano respectivo tratar dicha materia en la sesión siguiente. Un tercer

¹¹⁵ Prado, Gabriela, Ob. Cit. pp. 366 y ss.

¹¹⁶ El Consejo del Banco Central de Chile también está sujeto a las disposiciones especiales complementarias contenidas en la Ley 20.880 sobre Probidad de la Función Pública y Prevención de Conflictos de Interés, y en la Ley 20.730, que regula el lobby y la gestión de intereses particulares ante autoridades y funcionarios públicos. En: Marcel, Mario. Ob. Cit. 2017, p. 24.

¹¹⁷ Ibid. p. 367.

¹¹⁸ Ibid. p. 366.

mecanismo consiste en la facultad de solicitar la suspensión de acuerdos, por un plazo no superior a 15 días, que el Ministro puede ejercer, contado desde la fecha de la respectiva sesión en que se adopte la medida en cuestión, con la salvedad que la totalidad del Consejo insista en su aplicación, en cuyo caso no procederá la suspensión solicitada. Además, se contempla que en caso de aprobarse la suspensión del acuerdo, el Ministro pueda requerir al Presidente del Banco que convoque a una sesión extraordinaria del Consejo para tratar la materia sujeta a la medida.

También son abordados por la LOC BCCH los aspectos relativos a la autonomía normativa y financiera del Banco Central, de gran importancia al momento de analizar la reforma constitucional que autoriza al BCCH para realizar operaciones de mercado abierto sobre títulos de deuda pública en los mercados secundarios. Por una parte, el artículo 109 de la CPR establece el principio general de prohibición del financiamiento monetario del gasto público, cuya aplicación se contempla en el artículo 27 de la LOC BCCH, al señalar que ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del BCCH, con las excepciones de guerra exterior o peligro de ella y de la nueva normativa sobre operaciones de mercado abierto antes referida. Y en segundo término, la autonomía normativa del BCCH, que tiene su fuente en el artículo 109 inciso final de la Constitución y en el artículo 3° de la LOC BCCH, que faculta al ente emisor para dictar normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales.

1.3. Ley de Reforma Constitucional N° 21.253.

La reforma constitucional implementada por Ley N° 21.253, de 20 de agosto de 2020, constituye el último hito en el desarrollo institucional del BCCH.

Mediante dicha reforma se permite al Banco Central comprar y vender bonos del fisco en el mercado secundario, y que será materia de estudio en el capítulo II del presente trabajo.

II. Objetivos y atribuciones del Banco Central de Chile

El artículo 3° de la LOC BCCH dispone expresamente: “El Banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

Las atribuciones del Banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales”.

Asimismo, con motivo de la reforma constitucional Ley N°21.253, de 2020, que faculta al BCCH para compra y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco en situaciones excepcionales, se incluyó en el artículo 109 de la CPR una mención explícita a la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, que corresponde precisamente al segundo de los objetivos asignados al BCCH por el artículo 3° de su Ley Orgánica.

2.1.- Banco Central y Política Monetaria.

La LOC BCCH establece en su artículo 3° que uno de los objetivos del instituto emisor es velar por la estabilidad de la moneda. Es decir, se establece como objetivo o mandato prioritario al BCCH la estabilidad de precios.¹¹⁹

El objetivo de estabilidad de precios no es un fin en sí mismo. El objetivo principal de todas las autoridades económicas en su conjunto es alcanzar el mayor bienestar material y espiritual de la población, lo que se consigue en último término mediante el crecimiento económico.¹²⁰

El crecimiento económico como meta o fundamento último de la política económica se sustenta en la estabilidad macroeconómica, es decir, en las condiciones básicas internas y externas que permitan un nivel de uso óptimo de los

¹¹⁹ Banco Central de Chile.” *Política Monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación*”. Santiago, 2007. Disponible: <https://bit.ly/32oiVyp>.

¹²⁰ Zahler, Roberto, Ob. Cit. p. 51

recursos productivos del país. Para ello es necesario que la política económica, especialmente, la política monetaria y fiscal se encuentren orientadas a cautelar que la demanda agregada se mantenga alineada con el potencial productivo de la economía.¹²¹

El Banco Central no dispone de las herramientas para influir directamente en variables clave de la política económica, tales como, el empleo, el ahorro o la inversión, pero sí tiene los instrumentos para el logro de esos objetivos, mediante la reducción de la tasa de inflación y el normal funcionamiento de los mercados financieros.¹²²

Los principales instrumentos de política monetaria con que cuenta el Banco Central para el cumplimiento de sus objetivos y metas son la tasa de encaje, el descuento de documentos y las operaciones de mercado abierto.¹²³

Coincidente con la ciencia económica, la LOC BCCH dota al ente emisor de los siguientes instrumentos de política monetaria:

- Emisión de billetes y monedas.¹²⁴
- Fijar las tasas de encaje, las que no podrán exceder del 40% en los depósitos u obligaciones a la vista, ni de un 20% en el caso de los restantes depósitos u obligaciones.¹²⁵
- Operaciones de mercado abierto. El artículo 34 LOC BCCH en sus números 4 y 5 señala que el BCCH podrá emitir títulos que deberán contener las condiciones de la respectiva emisión, colocarlos y adquirirlos en el mercado abierto. También podrá vender y comprar valores emitidos por empresas bancarias y financieras. Asimismo, el N°7 del mismo artículo 34, faculta al instituto emisor para fijar tasas de interés,

¹²¹ Ibid. p. 48

¹²² Ibid. pp. 50 y ss.

¹²³ Mishkin, Frederic. Ob. Cit. pp. 373 y ss.

¹²⁴ Artículos 28 y ss. LOC BCCH 18.840

¹²⁵ Artículo 34 N°2 LOC BCCH 18.840

comisiones, sistemas de reajuste y demás condiciones aplicables a las operaciones que efectúe.

Sobre las operaciones de mercado abierto que el Banco puede realizar mediante la compra y venta de títulos de deuda del fisco, en el mercado secundario abierto, en virtud de la Ley N° 21.253, se hará su estudio pormenorizado en el Capítulo II.

- Abrir líneas de crédito a los bancos y sociedades financieras, mediante el descuento y el redescuento de letras, pagarés y otros efectos negociables, ya sea en moneda nacional o extranjera.¹²⁶
- Recibir y efectuar depósitos en moneda nacional o extranjera de o en las empresas bancarias y sociedades financieras.¹²⁷

2.2.- Banco Central y Política Cambiaria.

En nuestro país, el Banco Central tiene facultades para regular, participar e intervenir las operaciones de cambios internacionales.

Según el esquema propuesto por Zavala y Morales¹²⁸, la regulación de las operaciones de cambios internacionales se encuentra en los siguientes textos legales:

- LOC BCCH N°18.840, que indica las facultades e instrumentos de que dispone para regular dicha materia. Las herramientas que el Banco Central estime pertinente utilizar serán neutras y flexibles, según los criterios y necesidades que defina el propio organismo.
- Normas generales y dinámicas que emanan de los acuerdos del Consejo y que se incorporan al Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Su carácter dinámico se refiere a que los acuerdos que

¹²⁶ Artículo 34 N°1 LOC BCCH 18.840.

¹²⁷ Artículo 34 N°4 LOC BCCH 18.840.

¹²⁸ Zavala, José y Morales, Joaquín, Ob. Cit. p. 161.

reforman el compendio, se van adaptando a los cambios coyunturales que se dan en la economía y el mercado.

Para ejemplificar la importancia de la política cambiaria en el marco de las funciones monetarias y de estabilidad del sistema financiero, podemos remitirnos a la historia del BCCH, y las lecciones que dejó al país el manejo de la crisis asiática a finales de la década del noventa del siglo pasado¹²⁹. Durante ese trance se produjo una importante reversión de los flujos de capitales hacia el exterior, lo que presionó el tipo de cambio. El BCCH intentó controlar esta situación con una intervención no esterilizada y un aumento sustancial de la tasa de interés, lo que ocasionó la primera gran recesión desde los años ochenta, y no pocas críticas a sudesempeño. A partir de entonces, se inició el sistema de flotación cambiaria, limitando los descalces de monedas, de plazos y de tasas de interés; se estimularon las operaciones *forward* y derivados para obligar al sector privado a cubrirse por sí solo del riesgo cambiario. Posteriormente, se ensanchó la banda de flotación cambiaria y se fijó la tasa de interés en términos nominales, con lo que se desacopló de la UF, permitiendo al BCCH intervenir con mayores grados de libertad, haciendo que los controles a los movimientos de capitales perdieran relevancia. Sin embargo, el esfuerzo del BCCH para superar la crisis de balanza de pagos afectó severamente el crecimiento económico del país.^{130 131}

¹²⁹ La crisis del Sudeste Asiático (Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Filipinas, Hong Kong, Singapur, Taiwán y Malasia) empezó en julio de 1997. El 2 de julio, Tailandia que había mantenido un tipo de cambio fijo respecto al dólar durante más de tres años devaluó su moneda en un 18%. Posteriormente, las monedas de los demás países fueron cayendo en cadena: el 11 de junio el peso filipino, el 26 de julio el ringgit malayo, el 12 de agosto el dólar de Singapur, el 26 de septiembre la rupia de Indonesia, el 14 de octubre el dong vietnamita y el 17 de ese mismo mes el dólar taiwanés. Muchos sostienen que la ruptura de la burbuja especulativa en los mercados de valores e inmobiliarios, que se había desarrollado en todos estos países durante los últimos años, hizo que la crisis se transmitiera a los sistemas financieros. Las tasas de interés tuvieron que elevarse significativamente para defender las monedas y evitar las salidas de capitales, lo que provocó el desplome de los mercados de valores, afectando los balances de las instituciones financieras locales y de los inversionistas internacionales. En: Velarde, Julio y Rodríguez, Marta. “*Los Efectos de la Crisis Financiera Internacional sobre la economía peruana 1997-1998: Lecciones e implicancias de política económica*”, Working Paper N° 35. Universidad del Pacífico, Lima, 2000, pp. 3 y ss.

¹³⁰ Albagli, Elías, Calani, Mauricio, Hadzi-Voskov, Metodij, Marcel, Mario y Ricci, Luca, “Comfort in Floating: Taking stock of twenty years” en: *Independence, Credibility and Communication of Central Banking*, Banco Central de Chile, Santiago, 2021. pp. 412 y ss.

¹³¹ Bianchi, Andrés, “*25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile*”, Obra Colectiva, Banco Central de Chile, Santiago, 2016. pp. 17 y ss.

En tal sentido, la enseñanza que dejó el manejo de la crisis de balanzas de pago, permitió a nuestro país adoptar un sistema de régimen de tipo de cambio flexible, en un contexto de reformas del sistema financiero, monetario y fiscal que confirieron mayor credibilidad y resiliencia a sus instituciones económicas.¹³²

No obstante, a pesar de su importancia para el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos, no se abordará el estudio pormenorizado de las operaciones de cambios internacionales por exceder el ámbito del presente trabajo.

2.3.- Banco Central y Estabilidad Financiera.

En nuestro país, el BCCH se desenvuelve en el ámbito de sus competencias en base a dos modalidades de intervención: la regulación y la implementación de políticas. En este último caso, la intervención del ente emisor tiene la particularidad que ésta se produce en el mismo mercado regulado, es decir, la política monetaria, cambiaria o financiera la implementa el Banco entre los propios agentes regulados.¹³³

Así, por ejemplo, cuando el Banco Central realiza operaciones de mercado abierto con bonos, influye en su oferta y demanda, ya que tales instrumentos son puestos a disposición de todo el mercado que regula, produciéndose una intervención de la autoridad monetaria como contraparte directa en dichas operaciones.¹³⁴

¹³² La adopción del sistema de tipos de cambio flexible representa un avance en varios aspectos: a) Facilita a las empresas reducir los descalces de sus compromisos en moneda extranjera, supliendo sus desajustes entre activos y pasivos, debido a urgencias provocadas por las fluctuaciones del tipo de cambio; b) Permite contener el impacto en el precio de los activos a raíz de *shocks* financieros globales, radicando la volatilidad en la divisa; c) El sistema de tipo de cambio flexible es más compatible con el modelo de metas de inflación y autonomía del Banco Central, mejorando la credibilidad de la política monetaria; d) El régimen de tipo de cambio flexible ha creado las condiciones endógenas para que las empresas busquen financiamiento en el mercado interno; e) Reduce la preocupación por los efectos de la expansión fiscal sobre el tipo de cambio; y, f) Permite al Banco Central realizar operaciones de mercado abierto esterilizando sus efectos sobre el nivel de precios internos. En: Albagli, Elías, Calani, Mauricio, Hadzi-Voskov, Metodij, Marcel, Mario y Ricci, Luca, Ob. Cit. pp. 412 y ss.

¹³³ Vergara, Matías, Ob. Cit. pp. 59 y ss.

¹³⁴ Ibid. p. 59

Este doble papel que cumple el BCCH como agente regulador y operador e implementador de políticas en los mercados, tiene expresión tangible en la LOC BCCH en materia de estabilidad financiera.

En efecto, el papel regulador del mercado financiero se establece en el artículo 35 de la LOC BCCH, y se expresa en las siguientes facultades del BCCH: a) Dictar las normas y condiciones aplicables a bancos e instituciones financieras en materia de captaciones de recursos del público, ya sea como depósito, mutuo, participación, cesión o transferencia de efectos de comercio o en cualquier otra forma; b) Dictar las normas y limitaciones para las operaciones activas y pasivas de los bancos e instituciones financieras, esto es, la relación entre la captación y colocación de recursos; c) Autorizar los sistemas de reajustes para las operaciones bancarias de crédito de dinero en moneda nacional; d) Autorizar la creación y reglamentación de las cámaras de compensación de cheques y de otros valores, etc.

Todas estas normas se reúnen en el Compendio de Normas del Mercado Financiero del Banco Central.

El artículo 36 de la LOC BCCH, por su parte, establece las facultades del BCCH para cautelar la estabilidad del sistema financiero y su participación como contraparte en las mismas operaciones reguladas. Estas consisten en: a) Conceder a las empresas bancarias y sociedades financieras créditos en caso de urgencia, por un plazo no superior a noventa días, cuando éstas se encuentren con problemas transitorios de liquidez, pudiendo incluso adquirir de las entidades documentos de su cartera de colocaciones e inversiones; b) Participar en las proposiciones de convenio a los acreedores que se generen por el estado de insolvencia de un banco, estando habilitado para remitir parte de las deudas, pudiendo aceptarlos, suscribirlos, etc.

Asimismo, y tal como se explicará más adelante, se considera que las operaciones de mercado abierto con instrumentos de deuda pública, corporativos o de propia emisión del BCCH, constituyen instrumentos de estabilidad financiera, en

la medida que contribuyen a estabilizar las tasas de interés de largo plazo y proveer mayor liquidez a la economía.¹³⁵

Un segundo aspecto interesante de analizar es el sentido y alcance de la norma del artículo 3° inciso primero de la LOC BCCH, en cuanto se refiere, en su parte final, al objetivo de mantener o asegurar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

El profesor Ferrada señala que el interés jurídico protegido por la norma en cuestión es la estabilidad monetaria, considerado como un mandato prioritario o preferente del BCCH, y al cual accedería la segunda finalidad consistente en los pagos internos y externos.¹³⁶

Dicha interpretación estaría respaldada por la historia del establecimiento de la LOC BCCH, y en la postura de los economistas neoclásicos que utilizan la idea de un tipo de cambio fijo como ancla nominal para mantener la estabilidad de precios.¹³⁷

Por el contrario, para Corbo y Hernández¹³⁸, en términos económicos, el “normal funcionamiento de los pagos internos y externos”, equivale a la idea de estabilidad y eficacia del sistema financiero. Se trataría, además, de un objetivo explícito del Banco Central Chile, que se debe distinguir de su otra finalidad, la estabilidad de la moneda.

¹³⁵ El papel del BCCH como contraparte de las operaciones monetarias, cambiarias y financieras se entiende, asimismo, dentro de la propia definición de sus intervenciones para dar mayor relevancia al mercado en la determinación de los precios clave de la economía. En ese contexto, se inscriben, por ejemplo, las reformas implementadas a finales de la década de los 90s, en materia de política cambiaria, la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio y el desarrollo de mecanismos privados de cobertura de riesgos cambiarios; y en el ámbito monetario-financiero, la política de licitación de pagarés del Banco Central, permitiendo al Banco concentrarse en el manejo directo de la tasa de interés a un día, dejando al mercado un rol más activo en la determinación de tasas de interés de mediano y largo plazo. En ambos casos, el tipo de cambio y la tasa de interés son precios claves de la economía que dependen de la definición de política monetaria a cargo del BCCH. En: Zahler, Roberto, Ob. Cit. pp. 58-59.

¹³⁶ Ferrada, Juan, “*La autonomía como técnica de reparto de potestades públicas: el caso del Banco Central de Chile*”, Revista Chilena de Derecho, N° Especial, 1998, pp. 335-344.

¹³⁷ Vergara, Matías, Ob. Cit. p. 59.

¹³⁸ Corbo, Vittorio, y Hernández, Leonardo. “*Ochenta años de historia del Banco Central de Chile*”, Working Papers, Banco Central de Chile, Santiago, 2005. pp. 1-55.

Similar interpretación sostiene Araya y Lyon¹³⁹, para quienes se trata más bien de un mandato tácito o implícito de estabilidad financiera. Dicha interpretación, además, es coherente con la visión y práctica de los principales bancos centrales del mundo, a partir de la experiencia de la crisis financiera global de 2007, y la utilización de herramientas de política monetaria no convencional¹⁴⁰ y su mayor preocupación por la fortaleza del sistema financiero en general.^{141 142}

En tal sentido, la estabilidad financiera y la estabilidad de precios se considera como parte integral de los mandatos de los bancos centrales modernos, entendiéndose incorporados a su quehacer aun cuando no se les mencione explícitamente formando parte de su mandato legal.^{143 144}

2.4.- Banca Central y Crecimiento Económico.

La actual LOC BCCH no contiene un mandato explícito de promover el crecimiento o el desarrollo económico del país. Sin embargo, para un sector de la literatura económica, un mandato de tal naturaleza estaría implícito, ya que al velar por la estabilidad de precios y normal funcionamiento del sistema financiero, la autoridad monetaria también contribuye con esos fines.¹⁴⁵

¹³⁹ Araya, Juan Pablo y Lyon, Francisca, Ob. Cit. p. 9.

¹⁴⁰ Las medidas no convencionales de política monetaria consisten en programas especiales de compra y venta de instrumentos elegibles, normalmente de mediano y largo plazo, en el mercado financiero, implementadas por los bancos centrales con el objeto de gestionar la liquidez durante situaciones excepcionales, a fin de mitigar la volatilidad de los activos financieros. En: Ibid. p. 12.

¹⁴¹ Ibid. p. 11.

¹⁴² En el caso de nuestro país, particularmente a partir de las reformas introducidas al funcionamiento del mercado de capitales en los últimos 20 años, con la profundización financiera, y la apertura del BCCH a la utilización de las operaciones de mercado abierto sobre documentos de propia emisión, se ha logrado la consolidación de un mercado de capitales de largo plazo que es utilizado por bancos, AFPs y Cías de Seguros. En: Zahler, Roberto. Ob. Cit. p. 54.

¹⁴³ Araya, Juan Pablo y Lyon, Francisca. Ob. Cit. p. 12.

¹⁴⁴ Gallegos, Jaime, *"Derecho Bancario y Financiero de Chile"*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 55.

¹⁴⁵ Para los economistas clásicos y neoclásicos, el Banco Central al mantener la inflación baja y estable, conserva el valor del dinero y promueve la inversión, lo que produce efectos positivos sobre el empleo y la producción. Igualmente, para las escuelas keynesianas y neo keynesianas, el Banco Central promueve el crecimiento económico a través del mecanismo de transmisión de la política monetaria, impulsando la demanda agregada y mejorando las expectativas de los agentes económicos sobre las futuras tasas de interés, los precios de los activos, del crédito e influyendo sobre las decisiones de consumo e inversión. En ambos casos, la sinergia

Sin perjuicio de lo anterior, no faltan voces que critican el modelo de metas de inflación impuesto por el BCCH, que prioriza el mandato de estabilidad de precios y control de la inflación por sobre los resultados en materia de crecimiento económico, innovación y avances tecnológicos.¹⁴⁶

Por otra parte, la historia económica de nuestro país nos recuerda la experiencia de anteriores leyes orgánicas del BCCH, que sí reconocían expresamente el mandato de desarrollo y crecimiento económico, pero vinculando su promoción al financiamiento monetario del gasto público, con sus conocidos resultados en materia de inflación, devaluación y déficit fiscal.¹⁴⁷

No obstante, en Derecho comparado existen varios ejemplos de bancos centrales autónomos, con metas de inflación y tipo de cambio flexible que contienen mandatos vinculados a la promoción del crecimiento económico, entre los cuales se destacan los casos de Nueva Zelanda, Sudáfrica o Singapur.¹⁴⁸

Asimismo, en los últimos años aparece una tendencia asociada a la idea de protección del medio ambiente y lucha contra el cambio climático, que ha permitido a las legislaciones de varios países avanzados incorporar mandatos de crecimiento económico sostenible a sus bancos centrales, destacándose países como Australia, Canadá, China, Costa Rica, Noruega y Corea del Sur.¹⁴⁹

de las políticas monetaria y financiera, contribuyen a la estabilidad macroeconómica que permite asentar un crecimiento económico sostenible. En: Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, *“La Banca Central y su papel en la Economía”*, CEFP/046/2009, Ciudad de México, 2009. pp. 12 y ss.

¹⁴⁶ Bohme, Nicolás y Petersen, Javiera. Ob. Cit. p. 2.

¹⁴⁷ Así, por ejemplo, la segunda ley orgánica (DFL 106, de 1953) reconocía la autonomía de Banco Central con rango simplemente legal, pero con la exigencia de financiar déficits fiscales mediante el descuento de letras de cambio de la ex Caja Autónoma de Amortización de la Deuda Pública, a cargo del Tesorero General de la República. La tercera ley orgánica (DFL 247, de 1960), por su parte, otorgó al Banco Central nuevas atribuciones de control cuantitativo y cualitativo del crédito para el fomento de actividades económicas específicas, las que posteriormente fueron utilizadas durante la Unidad Popular para otorgar financiamiento al sector social y mixto de la economía. En: Araya, Juan Pablo y Lyon, Francisca, Ob. Cit. p. 18.

¹⁴⁸ Nueva Zelanda (Parte 1, Sección 1ª, Ley del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia); República Checa (Artículo 2 de la Ley del Banco Nacional Checo); Sudáfrica (Artículo 3º de la Ley 90, de 1989, del Banco de la Reserva de Sudáfrica); y Singapur (Parte III, Sección 4 (1) del Capítulo 186 de la Ley de la Autoridad Monetaria de Singapur). En: Ibid. p. 24.

¹⁴⁹ Australia, por ejemplo, establece que el mandato de su banco central (Reserve Bank of Australia) es “contribuir a la estabilidad de la moneda, el pleno empleo y la prosperidad económica del pueblo australiano”, desde el 2019 este banco central ha discutido la inclusión de modelos climáticos para su diseño de política, y

Frente al debate sobre el papel de los bancos centrales y la lucha contra el cambio climático, se ha estimado que las políticas de impuesto al carbono impulsadas por los gobiernos para apoyar la transición energética pueden resultar contraproducentes, si esto significa incrementar las presiones inflacionarias, el alza de tasas de interés y un impacto sobre el producto, especialmente en los países no desarrollados importadores de combustibles fósiles.

Por ello, como alternativa se ha propuesto el uso de herramientas de política monetaria no convencional y la selección adecuada de los mercados a intervenir, particularmente los vinculados a las finanzas verdes y bonos soberanos sostenibles. En teoría, el Banco Central podría desarrollar una política de mercado abierto mediante la compra de activos que permita reducir el costo del endeudamiento de proyectos de inversión sostenible de largo plazo, facilitando la recomposición de portafolios, reflejado en un aumento de los precios de los instrumentos financieros y la actividad económica general.¹⁵⁰

CAPÍTULO II Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central

I. Evolución reciente sobre adquisición de títulos de deuda fiscal

A partir de la crisis financiera de 2008 se comienza a utilizar las compras masivas de deuda soberana y corporativa por los principales bancos centrales del mundo, incluyendo la FED, el Banco Central Europeo (en adelante BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, como parte de su política monetaria no convencional.

En el caso del BCE, desde su creación en 1998, ha tenido como objetivo conducir la política monetaria de la Unión Europea con la finalidad de lograr la

el 2020 oficialmente estableció a los riesgos financieros provocados por la crisis climática como un objetivo prioritario. En: Bohme, Nicolás y Petersen, Javiera. Ob. Cit. p. 14.

¹⁵⁰ Ibid. p. 16.

estabilidad de precios, y sin perjuicio de dicho objetivo, apoyar las políticas económicas de la Unión Europea.^{151 152}

El principal objetivo del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Para tales efectos, el Consejo del Gobierno del BCE utiliza las típicas herramientas de política monetaria convencionales, a saber:

- _ Un canal/corredor en base a tres tipos de interés básicos;
- _ Las operaciones de mercado abierto; y
- _ Las reservas mínimas.

En los últimos años a las operaciones ordinarias de política monetaria del BCE se han sumado, además, las operaciones de financiación no estándar o no convencionales.¹⁵³

¹⁵¹ El fundamento político del BCE, se encuentra en el artículo 2º del Tratado de la Unión Europea, que estatuye: que la “comunidad tendrá por misión promover, mediante el establecimiento de un mercado común y de una unión económica y monetaria, y mediante la realización de las políticas o acciones comunes contempladas en los artículos 3º y 4º, un desarrollo armonioso, equilibrado y sostenible de las actividades económicas en el conjunto de la comunidad, un alto nivel de empleo y de protección social, la igualdad entre el hombre y la mujer, un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de protección y de mejora de la calidad del medio ambiente, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros”.

¹⁵² El fundamento jurídico del BCE y del SEBC se encuentra en el apartado 2 del artículo 129 del TFUE y en el Protocolo N°4 “Sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo”.

¹⁵³ Las medidas de política monetaria no estándar del BCE implementadas en la última década son:

- LTRO a tres años. - Operaciones de financiación a largo plazo de aportación de liquidez en euros con vencimiento a tres años (con vencimiento el 29 de enero de 2015 y el 26 de febrero de 2015); y, las operaciones de suministro de liquidez en dólares estadounidenses.
- PELTRO. Operaciones de refinanciación a más largo plazo de emergencia por pandemia. - El 30 de abril de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE decidió llevar a cabo una serie de siete operaciones de refinanciación a más largo plazo de emergencia por pandemia (PELTRO) para proporcionar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro y garantizar la fluidez del mercado monetario durante el período pandémico. El 10 de diciembre de 2020, se decidió ofrecer 4 PELTRO adicionales en 2021 para el período extendido de la pandemia. Los PELTRO se llevaron a cabo con procedimientos de licitación a tasa fija con adjudicación completa y en términos acomodaticios. El tipo de interés fue de 25 puntos básicos por debajo del tipo medio aplicado en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Las fechas anunciadas para las 4 últimas operaciones de acuerdo a un calendario preestablecido: a) el 23 de marzo de 2021, con vencimiento para 31 de marzo de 2022; b) el 21 de junio de 2021, con vencimiento para el 30 de junio de 2022; c) el 28 de septiembre de 2022, con vencimiento para 29 de septiembre de 2022 y d) el 14 de diciembre de 2021, con vencimiento el 26 de enero de 2023.
- TLTRO Operaciones de financiación a plazo más largo específicas. - Son operaciones del Eurosistema que proporcionan financiación a entidades de crédito por períodos de hasta 4 años. Ofrecen financiación a largo plazo en condiciones atractivas para los bancos con el fin de facilitar aún más las condiciones crediticias del sector privado y estimular los préstamos bancarios a la economía real. En total se han lanzado 3 series de TLTRO por el BCE. La primera TLTRO se anunció el 5 de junio de 2014, una segunda serie (TLTRO II) el 10 de marzo de 2016 y una tercera serie (TLTRO III) el 7 de

Sin embargo, para garantizar la autonomía institucional de la autoridad monetaria, se prohíbe al BCE y a los Bancos Centrales Nacionales (en adelante BCN) realizar operaciones a favor de órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, y la financiación primaria mediante la adquisición directa a los mismos, de instrumentos de deuda pública. Las operaciones de mercado abierto -convencionales y no convencionales- sólo pueden llevarse a efecto por las autoridades monetarias en los mercados abiertos secundarios.¹⁵⁴

En el caso de nuestro país, la historia económica señala que desde su creación en 1925, las leyes orgánicas anteriores a la actual Carta Fundamental permitieron al BCCH adquirir títulos de deuda emitidos por el Fisco, y aunque estas operaciones estuvieron condicionadas y limitadas en relación al patrimonio del Banco Central o al presupuesto nacional, se realizaron frecuentemente, y

marzo de 2019. Los TLTRO son operaciones específicas, ya que la cantidad que los bancos pueden pedir prestada está vinculada a sus colocaciones a sociedades no financieras y hogares.

- APP Programa de compra de activos. - Si bien las compras de activos se han implementado desde 2009 en el marco de varios programas, el programa de compra de activos se lanzó en octubre de 2014 con el objetivo de mantener el crecimiento en la zona del euro y de forma coherente con el objetivo de inflación del BCE. Consiste en un conjunto de cuatro programas de compras, a saber: a) Programa de compras del sector empresarial (CSPP); b) Programa de compras del sector público (PSPP); c) Programa de compra de valores respaldados por activos (ABSPP) y d) Tercer programa de compra de bonos (CBPP3). Los objetivos del APP fueron establecidos por primera vez por el Consejo de Gobierno del BCE en marzo de 2015, y se extendieron con 120.000 millones de euros adicionales en marzo de 2020. Además, las reinversiones de los pagos del principal continuarán, en su totalidad durante un tiempo prolongado después de la fecha en que el BCE comience a subir los tipos de interés clave y, en cualquier caso, mientras sea necesario para mantener condiciones favorables de liquidez. En: Ibid. PEPP Programa de compra de emergencia pandémica. - El 18 de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un nuevo programa de compras de emergencia pandémica de 750.000 millones de euros, que aumentará a 1.850 millones de euros en diciembre de 2020 hasta finales de marzo de 2022. El programa temporal fue diseñado como una respuesta a la emergencia sin precedentes del coronavirus. Fuente: Página Oficial BCE. Disponible en: www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html

¹⁵⁴ Artículo 21 del Protocolo 4. Véase Valero Flores, Carlos, Ob. Cit. p. 111

contribuyeron a mantener altos y persistentes índices de inflación durante gran parte de la segunda mitad del siglo XX.^{155 156}

Dada la negativa experiencia de financiamiento monetario del déficit fiscal, en 1979 se dictó el decreto ley N°3.001, que modificó la anterior Ley Orgánica del BCCH (decreto ley N°1.078 de 1975), señalando que: “En ningún caso el Banco Central podrá adquirir para sí pagarés descontables de la Tesorería General de la República u otros documentos de créditos emitidos directamente por el Fisco, como tampoco otorgar créditos directos a las entidades y empresas, de los sectores público y privado, excepto a las instituciones financieras, sean públicas o privadas.”¹⁵⁷

Este es el antecedente inmediato de la actual disposición constitucional. Sin embargo, la norma constitucional aprobada en 1980 fue más allá, extendiendo la

¹⁵⁵ Durante la segunda mitad del siglo XX la tasa media anual de la inflación fue de 43%, con sólo seis años en los que el alza del IPC fue de un dígito y en otros cinco años de hiperinflación. La inflación media anual durante la presidencia de Pedro Aguirre Cerda fue de 13%; en la de Juan Antonio Ríos del 17% y de cerca de 19% en la de Gabriel González Videla; de 50% en el gobierno de Ibáñez del Campo; algo superior al 26% tanto en el gobierno de Jorge Alessandri como en el de Eduardo Frei Montalva; de 230% bajo Salvador Allende y 77% en los 16 años de Augusto Pinochet. En: Bianchi, Andrés, Ob. Cit., p. 17.

¹⁵⁶ EL BCCH fue creado por Decreto Ley 486, de 22 de agosto de 1925, bajo el gobierno de Arturo Alessandri Palma. Por el DFL 106 de 1958, que corresponde a la segunda ley orgánica del BCCH, se facultó al instituto emisor para conceder créditos al Fisco y a organismos estatales, estableciendo como objetivos, además de la conducción de la política monetaria, el desarrollo económico y el pleno empleo. El 30 de marzo de 1960 mediante el DFL 247 se publica la tercera ley orgánica del BCCH, que mantuvo los mismos objetivos anteriores e introdujo modificaciones relacionadas con su gobierno corporativo. Adicionalmente, se ampliaron las facultades del Banco en lo relativo al control del crédito y a la fijación del encaje y sus modalidades. La cuarta ley orgánica del BCCH fue promulgada el 28 de junio de 1975 mediante el DL 1078. Los aspectos más relevantes que contenía este cuerpo legal fueron la creación de un Consejo Monetario y la consideración del Banco como una institución autónoma de derecho público y con patrimonio propio. Esta ley también contempló expresamente la facultad del BCCH para conceder créditos al Fisco en virtud de leyes especiales. Posteriormente, esta ley orgánica fue modificada mediante el artículo 27 del DL 3001, del 27 de diciembre de 1979, estableciéndose que el BCCH en ningún caso podría conceder nuevo financiamiento tanto al sector público, como al sector privado no financiero. Al poco tiempo después, la CPR de 1980 confirió al BCCH la calidad de órgano de rango constitucional, con plena autonomía. Por mandato de la propia Carta Fundamental de 1980, con fecha 10 de octubre de 1989, se publicó la LOC 18.840 BCCH. La LOC N°18.840 ratifica la prohibición de financiamiento directo o indirecto al fisco, salvo en caso de guerra o peligro de ella. Finalmente, el 20 de agosto de 2020 se publica la Ley de Reforma Constitucional N° 21.253 que modifica el texto constitucional para conferir al Banco Central de Chile la facultad de comprar y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco. La referida reforma constitucional se complementa con la dictación de la Ley N° 21.265 que establece en lo pertinente las condiciones, requisitos y limitaciones al ejercicio de la mencionada facultad.

¹⁵⁷ Guerrero, José Luis, Ob. Cit. pp. 17 y ss.

prohibición al llamado “crédito indirecto”, lo que en la práctica impedía al BCCH, adquirir títulos del Fisco en el mercado secundario.¹⁵⁸

En efecto, de conformidad con la normativa anterior a la reforma constitucional incorporada por la Ley N° 21.253, el artículo 109 (anterior artículo 98) de la CPR contemplaba dos prohibiciones en materia de financiamiento del BCCH al Fisco: 1) Prohibición de adquirir, de manera alguna, documentos del Estado, sus organismos o empresas (inciso primero); y 2) Prohibición de financiar gasto público con créditos directos o indirectos del BCCH (inciso segundo). La prohibición de financiar gasto público admitía una sola excepción, prevista en su inciso tercero, relativa al caso de guerra o de peligro de ella, calificado por el Consejo de Seguridad Nacional, en que el BCCH estaba facultado para obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas.¹⁵⁹

Con la reforma constitucional introducida por la Ley N° 21.253, entre otros objetivos, se permite al Banco Central de Chile, “disponer de una batería más completa de herramientas monetarias para cumplir con su mandato constitucional de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”.¹⁶⁰

II. Nuevas facultades del Banco Central para comprar y vender títulos de deuda fiscal

A partir de la publicación de la Ley N° 21.253, el BCCH queda facultado para comprar y vender títulos de deuda fiscal, en el mercado secundario abierto, en circunstancias excepcionales que indica. Para tales efectos, se modificó el inciso segundo del artículo 109 de la CPR.

La historia legislativa de la reforma constitucional en estudio, tiene su origen en dos mociones parlamentarias y un mensaje presidencial, correspondiente a los

¹⁵⁸ Ibid.

¹⁵⁹ Ibid.

¹⁶⁰ Historia de la Ley 21.253, Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, BCN, p. 35.

Boletines N°s 13.399-05, 13.400-05 y 13.592, refundidos por acuerdo del Senado, de fecha 19 de junio de 2020.¹⁶¹

El Boletín N°13.399-05, corresponde a la Moción de los senadores Montes, Allende y Elizalde. La finalidad de este proyecto era reformar el artículo 109 de la CPR para permitir al BCCH financiar al Estado y entidades públicas y privadas, no sólo en caso de guerra exterior o peligro de ella, sino también, en casos de crisis sanitarias como la derivada de la pandemia de Covid-19, ampliando las situaciones en las cuales se facultaría la intervención del ente emisor en casos especiales de emergencia, tal como ocurre con las atribuciones excepcionales del Presidente de la República en casos de similar naturaleza.¹⁶²

El Boletín N°13.400-05, de 8 de abril de 2020, por su parte, corresponde al proyecto de reforma constitucional patrocinado por los mismos senadores Pizarro, Montes, Elizalde y Allende, y buscaba mejorar las facultades del BCCH, flexibilizando la prohibición constitucional que le impide otorgar o financiar créditos al Estado. La moción también se inspiraba en la idea de fortalecer las herramientas monetarias y financieras del instituto emisor para hacer frente a la crisis social y económica derivadas de la pandemia del Covid-19.¹⁶³

El Proyecto del Ejecutivo, corresponde al Boletín N°13.592-05, y a diferencia de las mociones parlamentarias recién enunciadas, buscaba ampliar las

¹⁶¹ Historia Ley 21.253. Ob. Cit. pp. 1 y ss.

¹⁶² La Moción buscaba reemplazar el inciso tercero del artículo 109 de la CPR por el siguiente: "Con todo, el Banco Central podrá obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas en los siguientes casos: (a) de guerra exterior o de peligro de ella, que calificará el Presidente de la República habiendo oído previamente al Consejo de Seguridad Nacional; (b) en caso de alerta sanitaria decretada y, con previo acuerdo del Presidente de la República." En: *Ibid.* p. 6.

¹⁶³ El Proyecto de ley contenía un Artículo Único, en los siguientes términos: "Modificase el artículo 109 de la Constitución Política de la República en el siguiente sentido: 1. Elimínase en su inciso segundo las expresiones "o indirectos"; 2. Intercálase un nuevo inciso cuarto, del siguiente tenor, pasando actual inciso cuarto a ser inciso final: "El Banco quedará igualmente habilitado a ejercer las facultades a que se refiere el inciso anterior cuando se declare estado de excepción constitucional de catástrofe, en los términos del artículo 41 de la presente carta fundamental, siempre que dicha declaración abarque todo el territorio nacional, afectando el normal funcionamiento del país, con clara disminución o paralización de la actividad económica." En: *Ibid.* p. 6.

atribuciones del BCCH, permitiéndole intervenir con operaciones de mercado abierto mediante la compra y venta de bonos del fisco.¹⁶⁴

El espíritu que inspiró la reforma constitucional en estudio quedó plasmado en el Mensaje con que fue acompañado el proyecto del Ejecutivo: “La adquisición de instrumentos de deuda del Fisco en el mercado secundario, es una herramienta habitualmente disponible para los principales bancos centrales del mundo, para el cumplimiento de sus mandatos. Esta atribución es especialmente utilizada por consideraciones de estabilidad financiera, al permitirle a los bancos centrales influir sobre las tasas de interés de largo plazo a través de políticas no convencionales”. En tal sentido, se indica que “el presente proyecto de reforma constitucional propone modificar el artículo 109 de la Constitución Política de la República, con el objetivo de otorgarle una herramienta adicional al Banco Central para velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, que se vincula con el resguardo de la estabilidad financiera, asegurando que ésta se use excepcionalmente e incorporando los resguardos necesarios para que dicha herramienta se utilice dentro del espíritu de la norma constitucional, es decir, evitando que sea empleada para financiar el déficit fiscal mediante la emisión inorgánica de dinero.”¹⁶⁵

El Mensaje coloca como ejemplo las operaciones de mercado abierto del BCE, que permitieron a sus autoridades realizar operaciones de intervención no convencionales durante la crisis financiera de 2008, y que se extendieron durante todo el período de crisis pandémica en el viejo continente.¹⁶⁶

¹⁶⁴ El proyecto del ejecutivo consta de un artículo único, que, en primer lugar, modifica el artículo 109 de la CPR con el objetivo de facultar al BCCH para que pueda comprar y vender títulos emitidos por el Fisco. Lo anterior sujeto a las siguientes restricciones:

1. Que se trate de circunstancias excepcionales y transitorias calificadas, en las que así lo requiera el resguardo del normal funcionamiento de los pagos internos y externos; y
2. Que tales adquisiciones se efectúen en el mercado secundario abierto.

Asimismo, se incorpora una disposición transitoria trigésimo novena, que señala que la reforma constitucional empezará a regir una vez que entre en vigor la ley que introduzca modificaciones a la ley N°18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central, que regulará el ejercicio de la nueva facultad. En: *Ibid.* pp. 50 y ss.

¹⁶⁵ *Ibid.* pp. 50-53.

¹⁶⁶ *Ibid.*

El proyecto refundido por la Comisión de Hacienda del Senado, por su parte, introduce un artículo único, con dos modificaciones al sistema previsto en la Constitución. Primeramente, se intercala, a continuación del inciso primero del artículo 109, un inciso segundo, nuevo, pasando el actual inciso segundo a ser tercero y así sucesivamente, del siguiente tenor: “Sin perjuicio de lo anterior, en circunstancias excepcionales y transitorias, en las que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el Banco Central podrá comprar y vender, en el mercado secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, de conformidad a lo establecido en su ley orgánica constitucional.”.¹⁶⁷

Posteriormente, se agregaron dos nuevas modificaciones al proyecto de reforma constitucional, acordadas en el seno de la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado. En primer lugar, se dispone reemplazar la expresión “circunstancias” por “situaciones”¹⁶⁸; y, en segundo término, agregar, a continuación de la palabra “comprar”, la frase “durante un período determinado”.¹⁶⁹

El texto final de la reforma constitucional en estudio, aprobado por ambas Cámaras del Congreso, después de escuchar la opinión de los distintos miembros de las Comisiones de Hacienda y de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado, la opinión técnica de los ex presidentes del Banco Central y profesores de Derecho Constitucional quedó como sigue: “Artículo 109.- El Banco Central sólo podrá efectuar operaciones con instituciones financieras, sean públicas o privadas. De manera alguna podrá otorgar a ellas su garantía, ni adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas.

¹⁶⁷ Ibid. p. 89 y ss.

¹⁶⁸ Adoptada por mayoría de votos. 4 x 1. Se pronunciaron a favor los senadores Allamand, Araya, Montes y Pérez. Votó en contra el senador Pizarro. En: Ibid. p. 89.

¹⁶⁹ Adoptada por Unanimidad 5 x 0, por los senadores Allamand, Araya, Montes, Pérez y Pizarro. En: Ibid. p. 89.

Sin perjuicio de lo anterior, en situaciones excepcionales y transitorias, en las que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el Banco Central podrá comprar durante un período determinado y vender, en el mercado secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, de conformidad a lo establecido en su ley orgánica constitucional.

Ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central.

Con todo, en caso de guerra exterior o de peligro de ella, que calificará el Consejo de Seguridad Nacional, el Banco Central podrá obtener, otorgar o financiar créditos al Estado, y entidades públicas o privadas.

El Banco Central no podrá adoptar ningún acuerdo que signifique de una manera directa o indirecta establecer normas o requisitos diferentes o discriminatorios en relación a personas, instituciones o entidades que realicen operaciones de la misma naturaleza”.

Finalmente, aprobada la Ley de Reforma Constitucional y publicada bajo el N° 21.253, en el Diario Oficial de 20 de agosto de 2020, se incorpora una norma transitoria trigésima novena, nueva, por la cual se dispone que la reforma constitucional de que se trata empezará a regir una vez que entre en vigor la ley que introduzca modificaciones a la ley N°18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, que regulará el ejercicio de la nueva facultad.¹⁷⁰

2.1 Requisitos y condiciones:

A partir de las disposiciones contenidas en la reforma constitucional en estudio y los antecedentes que se desprenden de su historia legislativa, desde el punto de vista del autor del presente trabajo, el BCCH está facultado para ejercer sus nuevas herramientas en materia de operaciones de mercado abierto, sujeto a determinados requisitos de rango constitucional y legal.

¹⁷⁰ Artículo 109 CPR, en relación con el artículo 27 de la LOC BCCH, a partir de la Ley de Reforma Constitucional N° 21.253 y la Ley N° 21. 265.

Los primeros, apuntan a que:

- La compra de bonos del fisco sólo puede realizarse en el mercado secundario, es decir, sobre títulos que fueron colocados anteriormente a otros inversionistas. Es decir, financia al mercado en general, no al Fisco.
- La compra de bonos sólo puede hacerse en situaciones excepcionales y transitorias
- Que las operaciones estén fundadas en el resguardo de la estabilidad financiera.

Por su parte, los requisitos de orden legal emanan de la norma del artículo 27 de la LOC BCCH, modificada en lo pertinente por la Ley N° 21.265, a saber:

- Circunstancias excepcionales y transitorias;
- Determinadas por el Consejo mediante acuerdo fundado, adoptado con el voto favorable de al menos cuatro de los cinco consejeros;
- Cuando lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos;
- El Banco deberá invitar especialmente al Ministro de Hacienda a la sesión del Consejo en que se adopte el acuerdo, conforme a lo previsto en el artículo 19 de la LOC vigente; y
- La enajenación de estos instrumentos se efectuará por el Banco en el mercado abierto, en la oportunidad y de acuerdo a los términos y condiciones que el Consejo determine.

2.2 Características:

Asimismo, para el autor del presente trabajo, las características de las operaciones de mercado abierto que el BCCH puede realizar, a partir de la reforma constitucional introducida por la Ley N° 21.253, entre otras, son las siguientes:

1. Excepcionalidad y transitoriedad
2. Proporcionalidad
3. Autonomía

4. Prohibición general de otorgar crédito directo al Fisco y empresas públicas, así como operar en el mercado primario.
5. Prohibición de trato discriminatorio

2.2.1 Excepcionalidad y transitoriedad.

El carácter transitorio y excepcional de la facultad en estudio se puede colegir a partir de antecedentes normativos, históricos y doctrinarios.

En primer lugar, el texto de la Ley N° 21.265 incorpora al artículo 27 de la LOC BCCH, dos nuevos incisos, que señalan lo siguiente: “Sin perjuicio de lo anterior, el Banco, en situaciones excepcionales y transitorias determinadas por el Consejo mediante acuerdo fundado, adoptado con el voto favorable de al menos cuatro consejeros, podrá, cuando así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, comprar durante un período determinado en el mercado secundario abierto, para fines de provisión de liquidez, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco. Además, para estos efectos, se citará especialmente al Ministro de Hacienda a la sesión respectiva, quien podrá ejercer las facultades establecidas en el artículo 19 de esta ley.

Los instrumentos a que se refiere el inciso precedente serán enajenados por el Banco en el mercado abierto, en la oportunidad y de acuerdo a los términos y condiciones que el Consejo determine”.

En otros términos, y de acuerdo con la normativa que regula la nueva facultad del Banco Central, éste debe cumplir una serie de condiciones y requisitos para su ejercicio, que escapan al normal esquema de funcionamiento del Consejo para la adopción de sus acuerdos, tales como la necesidad de un alto quórum para su aprobación y el requisito de establecer un programa de compras y/o venta de bonos limitado temporalmente, entre otros.

En segundo lugar, la historia de la ley N° 21.253 da cuenta que, durante la discusión en general en la Comisión de Hacienda del Senado, el Ministro de Hacienda de la época, señor Ignacio Briones, destacó que el sentido de la reforma propuesta por el Ejecutivo “apuntan a permitir a este organismo autónomo, en

circunstancias excepcionales y en forma transitoria, la compra y venta en el mercado secundario de instrumentos de deuda emitidos por el Fisco.”¹⁷¹

Un segundo argumento que apunta a la historia del establecimiento de la Ley N° 21.253, consiste en las indicaciones propuestas durante la discusión en particular del proyecto, la primera de las cuales, propuso eliminar, en el nuevo inciso segundo del artículo 109 de la Constitución Política de la República, la expresión “y transitorias”. La mencionada indicación puesta en votación fue rechazada.¹⁷²

Asimismo, durante la discusión del proyecto ante la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado, el Presidente del Banco Central de la época señor Mario Marcel, reafirmó la idea al vincular el concepto “circunstancias”, con el sentido de excepcionalidad, transitoriedad y carácter preventivo de la medida. Explicó que existe una obligación institucional del Banco de monitorear la estabilidad financiera, de manera que, la nueva facultad del BCCH, le permitiría actuar preventivamente, sin tener que esperar a que se produzcan desequilibrios sistémicos, la quiebra o insolvencia de las instituciones financieras.¹⁷³

En tercer término, la historia de la ley da cuenta que se propuso una indicación para reemplazar la expresión “circunstancias” por “situaciones”, con el objetivo de concordar los vocablos empleados con expresiones similares contenidos en la Carta Fundamental, a partir de una idea formulada por los profesores de Derecho Constitucional señores Zúñiga y Muñoz.¹⁷⁴

¹⁷¹ Historia de la Ley 21.253. Ob. Cit. pp. 40 y ss.

¹⁷² La Indicación fue rechazada por tres votos en contra de los Senadores Coloma, García y Pizarro, una abstención, del Senador Lagos, y un voto a favor, del Senador Montes. Las opiniones más significativas fueron expuestas por el Ministro de Hacienda señor Ignacio Briones y por el Presidente del Banco Central señor Mario Marcel. El primero relevó la importancia de la transitoriedad, ya que el objetivo de la reforma es prevenir riesgos para la estabilidad financiera y la continuidad de pagos internos y externos. El señor Mario Marcel, por su parte, señaló que la facultad “se ejercerá de un cierto modo, por una cierta cantidad o monto, y durante un cierto tiempo, y eso es lo que le da el carácter transitorio”. En: Ibid. pp. 43 y ss.

¹⁷³ Ibid.

¹⁷⁴ La indicación fue aprobada por la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento, por la mayoría de sus miembros, por los señores Allamand, Araya, Montes y Pérez. En contra votó el senador Pizarro. En: Ibid. pp. 43 y ss.

Los profesores señores Francisco Zúñiga y Fernando Muñoz, explicaron que la redacción sugerida, expresa con mayor precisión la idea de un estatuto de derecho de excepción para el ejercicio de la nueva facultad del BCCH, y es más concordante con la sistemática del texto constitucional.¹⁷⁵

Finalmente, se explica por una razón de política económica al existir cierta complementariedad entre la idea de estatuto de derecho de excepción y el concepto de transitoriedad de la medida. Es sabido que las operaciones de mercado abierto que realizan los principales Bancos Centrales de las economías desarrolladas, tales como la FED o el BCE, son de general aplicación. Sin embargo, en varias economías emergentes, con poco desarrollo y profundidad de sus mercados de capitales, la mencionada facultad es utilizada con reservas por temor a una reacción adversa del mercado. En efecto, si bien la compra de activos puede ayudar a los bancos centrales a lograr sus objetivos de estabilidad de precios y el adecuado funcionamiento del sistema financiero, ella también conlleva riesgos significativos para la economía.¹⁷⁶

2.2.2 Proporcionalidad.

Un principio básico del Estado de Derecho es la razonabilidad y/o proporcionalidad de los actos del poder estatal. Las políticas regulatorias e

¹⁷⁵ El profesor Zúñiga hizo notar que la Constitución utiliza el término “circunstancias” en el inciso segundo del artículo 7°, en la denominada hipótesis de ruptura constitucional. Sin embargo, el proyecto de reforma lo utiliza como una herramienta del derecho de excepción, en relación con situaciones excepcionales temporales. En: *Ibid.* p. 69.

¹⁷⁶ Los estudios del FMI destacan varios tipos de riesgos, tales como la salud financiera de los propios Bancos Centrales, ya que estas instituciones podrían perder reservas si compran deuda soberana cuando las tasas de interés son bajas, y luego las tasas de interés de referencia aumenten. Un balance más débil puede reducir la capacidad del Banco Central para cumplir sus objetivos cuando sea necesario endurecer la política monetaria, por temor a que las medidas de política afecten su posición financiera. Un segundo riesgo es que el Banco Central se vea presionado para perseguir o mantener los objetivos fiscales del Gobierno, particularmente, si éste presiona para conseguir financiamiento barato, incluso si la inflación sube y el objetivo de estabilidad de precios justifica el fin de las compras de activos. El riesgo de pérdida de confianza en la capacidad del Banco Central para mantener la inflación baja y estable podría desencadenar procesos de inflación alta y volátil. También, se mencionan otros riesgos secundarios negativos, tales como fomentar una toma de riesgos excesivos, motivados por la selección adversa y el riesgo moral, que podrían erosionar la disciplina del mercado. En: <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2022/01/06/blog010522-emerging-market-central-bank-asset-purchases-can-be-effective-but-carry-risks>.

intervenciones del BCCH no están ajenas a dicho criterio de interpretación y aplicación normativa.

La historia legislativa de la reforma constitucional en estudio da cuenta que se tuvo en consideración la disputa habida ante el Tribunal Constitucional Federal Alemán y el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, a propósito de los programas de compra de activos ejecutados por el BCE.¹⁷⁷

Dicha experiencia comparada puede ser útil para la implementación y justificación de políticas de compra de deuda pública en economías emergentes como la nuestra.

En tal sentido, en un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI), publicado en 2022, se presentan algunos principios rectores para una equilibrada implementación de programas de compra de activos en mercados emergentes.¹⁷⁸

En primer lugar, se señala por el FMI que el Banco Central debe tener libertad para ajustar las tasas de interés de referencia de acuerdo con los objetivos de su

¹⁷⁷ Con fecha 5 de mayo de 2020, el Tribunal Constitucional Federal Alemán dictó un fallo, que declaraba ultra vires las decisiones del BCE de implementar el Programa de Adquisición de Títulos de Deuda Públicos en mercados secundarios, así como, de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en el “Caso Weiss y otros”, en que ya se había confirmado su validez. La disputa tenía por antecedente el “Caso Gauweiler” a propósito del Programa Outright Monetary Transactions (OMT) del año 2012, por la compra de deuda pública de los Estados sujetos a condicionalidad por su alto déficit estructural (Grecia, España, Italia, Portugal e Irlanda), a raíz de la crisis del euro posterior a la crisis financiera de 2008-2009, y en que se argumentó que dicha medida excedía las competencias monetarias del BCE, al violar la prohibición de financiamiento de los Estados miembros. Sin embargo, el Tribunal de Justicia Europeo se declara a favor de las políticas de expansión cuantitativa, señalando que el programa de compras de deuda pública era proporcional y selectivo respecto de los Estados en apuros financieros. El control de proporcionalidad efectuado por el Tribunal Constitucional Alemán parte de la base de que el programa de compra de activos es conforme a derecho, pero desproporcionado en su modo de implementación. Los cuestionamientos apuntaban a la duración y extensión de los programas de compras, el mantenimiento de los títulos de deuda hasta su vencimiento, la adquisición de títulos con rendimiento negativo y la obligación de reparto de las eventuales pérdidas entre los Estados miembros del SEBC, que pudiera obligar a recapitalizar al Banco Central Alemán, entre otros. En definitiva, el Tribunal Europeo declara suficientemente motivado el programa de compras del BCE, atendidas las tasas de inflación negativas o muy bajas prevalecientes en los mercados, así como, por el agotamiento de las medidas de política monetaria convencionales u ordinarias para resolver la crisis de deuda de los Estados miembros en dificultades. En: Martín Rodríguez, Pablo, “Y Sonaron las Trompetas a las Puertas de Jericó...en forma de Sentencia del Bundesverfassungsgericht”, Revista General del Derecho Europeo N°52. Editorial Iustel, Madrid, 2020.

¹⁷⁸ <https://www.imf.org/pt/News/articles/2022/01/06/blog010522-emerging-market-central-bank-asset-purchases-can-be-effective-but-carry-risks>

mandato. Los bancos centrales pagan los activos que compran mediante la emisión de reservas, y estas reservas adicionales podrían generar presiones inflacionarias a menos que se esterilicen con un aumento de tasas de interés a un nivel compatible con la estabilidad de precios.¹⁷⁹

En segundo término, resulta fundamental preservar la autonomía del Banco Central, ya que la magnitud y duración de las compras de activos deben estar en sintonía con los objetivos de su mandato. Para ello, se debe distinguir entre compras para la estabilidad financiera y compras para proporcionar estímulos monetarios. Las primeras deben ser de escala moderada y disminuir cuando aumenten las presiones inflacionarias, mientras que las segundas pueden utilizarse por períodos más largos y con programas de mayor magnitud.¹⁸⁰

En tercer lugar, debe existir una política de transparencia e información confiable sobre los objetivos y duración de los programas, para brindar seguridad jurídica a los agentes del mercado y anclar las expectativas de inflación a las metas de mediano plazo del Banco Central.¹⁸¹

En cuarto lugar, se recomienda que el Banco Central compre activos en el mercado secundario. El financiamiento directo posibilita que el gobierno determine tanto la magnitud del balance del Banco Central como la tasa de interés que pagará, lo que tiende a debilitar la disciplina fiscal y aumentar los riesgos de monetización de la deuda.¹⁸²

En el caso de Chile, durante la discusión en particular del proyecto de ley se formularon una serie de indicaciones que buscaban establecer que la nueva facultad del BCCH estuviera orientada a preservar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, evitando que ello signifique el financiamiento monetario del déficit fiscal. Este aspecto del principio de proporcionalidad, si bien no se explicitó

¹⁷⁹ Ibid.

¹⁸⁰ Ibid.

¹⁸¹ Ibid.

¹⁸² Ibid.

en el texto de la reforma, puede desprenderse de la propia naturaleza de las operaciones de mercado abierto secundario, así como, del mandato legal del BCCH.¹⁸³

2.2.3 Autonomía.

Tal como expusimos en el capítulo I del presente en trabajo, el BCCH es un organismo de rango constitucional, autónomo, con patrimonio propio, de carácter técnico, cuya composición, organización, funciones y atribuciones están determinadas en la LOC BCCH.

Además, explicamos como el instituto emisor tiene un mandato específico y determinado que define sus funciones, y una serie de prohibiciones de financiamiento público, denominadas por la doctrina jurídica comparada como cláusulas de disciplina fiscal.¹⁸⁴

¹⁸³ En la CCLJR del Senado, se produjo un interesante intercambio de opiniones entre el ex Ministro de Hacienda señor Fontaine y el ex Presidente del Banco Central señor José de Gregorio. El primero manifestó que siempre existe un riesgo de “triangulación” para un financiamiento fiscal indirecto vía compra de títulos de deuda en el mercado secundario. Sugirió explicitar que la operación autorizada “en ningún caso podrá importar la transferencia indirecta de recursos desde el Banco Central al Fisco”. El ex Presidente del Banco Central señor José de Gregorio, por su parte, replicó que las dudas que se plantean son injustificadas, y más bien, reflejan un mal entendimiento sobre el funcionamiento de los mercados financieros y la política monetaria. Concluye, su argumento diciendo que “la compra de deuda del Fisco en el mercado secundario no representa problema alguno cuando la política monetaria está orientada a mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, tal como lo establecen la Constitución y la ley”. En: Historia de la Ley N°21.253, Ob. Cit. pp. 73, 75 y 79.

¹⁸⁴ Las cláusulas de disciplina fiscal son preceptos constitucionales o legales cuyo contenido determina la política fiscal de un Estado o administración, imponiendo límites tanto materiales como formales. Los límites materiales son los referidos a aspectos como la deuda pública, el déficit, el gasto o los ingresos. Los límites formales atañen a los procedimientos que deben utilizarse para la aprobación de presupuestos y los controles a los que están sometidos dichos presupuestos y su ejecución. Las normas de restricción fiscal han estado presentes durante toda la historia del constitucionalismo, pudiendo distinguir tres períodos o “tres olas de introducción de reglas fiscales (*“three waves”*). Primeramente, los gobiernos federales de algunos Estados de los Estados Unidos, a mediados del siglo XIX, y de algunos cantones suizos, en 1920, se obligaron a alcanzar el balance presupuestario para poder acceder a los mercados de financiación. Posteriormente, tras la Segunda Guerra Mundial, algunos países industrializados, como Alemania, Italia, Japón y Holanda, introdujeron estas normas (reglas de oro, *“golden rules”*) para respaldar sus programas de estabilización. Finalmente, en los años sesenta, Indonesia y antiguas colonias francesas (*CFA Franc Zone*) hicieron lo propio limitando su capacidad de financiación a través de las fuentes internas, como la banca central. Las reglas fiscales que actualmente se incluyen en los ordenamientos son una respuesta a la inmensa deuda pública que dejó la aplicación del keynesianismo, que promovía el incremento del gasto público para estimular la demanda agregada. Respondiendo a dicha situación, en la década de 1980, se volvieron a aplicar reglas de carácter fiscal con el objetivo de equilibrar los presupuestos, incluyendo las prohibiciones de financiamiento público a la Banca Central. En: Castaño, Jairo, *“Las Cláusulas de disciplina fiscal en las constituciones del Estado Social de Derecho. La sostenibilidad fiscal en Colombia y el principio de estabilidad presupuestaria en España.”*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2020, p. 142.

Asimismo, señalamos que un aspecto o dimensión de la autonomía del BCCH que emana de su carácter de órgano autónomo constitucional está constituida por la facultad normativa que la LOC BCCH le reconoce para el cumplimiento de su mandato.

En efecto, el artículo 3° de la LOC BCCH, establece que el objeto del Banco consiste en velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En cuanto a sus atribuciones, el inciso segundo agrega: “Las atribuciones del Banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales”.

La referida potestad reglamentaria del BCCH, por consiguiente, tiene una fuente de rango constitucional y legal, y se materializa a través de los acuerdos del Consejo.¹⁸⁵

En otros términos, el BCCH puede hacer efectiva la autonomía institucional, técnica y patrimonial que posee, disponiendo para ello de una amplia potestad normativa, que se traduce en la posibilidad de adoptar acuerdos. Esta última es la facultad que utiliza la entidad para materializar las prescripciones que la LOCBC estatuye, y es la que le permite, por ejemplo, establecer los programas de intervención monetaria o cambiaria,¹⁸⁶ y regular su sistema operativo electrónico para efectuar sus compras y ventas de Mercado Abierto (SOMA).

2.2.4 Prohibición general de otorgar crédito directo e indirecto al fisco y empresas públicas, así como operar en el mercado primario.

¹⁸⁵ Véase Fernandois, Arturo, “Naturaleza jurídica de los acuerdos del Banco Central de Chile y su conflicto con la Ley de Quiebras”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 22 N°3, 2015, p. 386.

¹⁸⁶ *Ibid.*

El inciso tercero del artículo 109 de la CPR establece expresamente que: “Ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central”. Y el inciso primero parte final, de la misma disposición, anticipa que el BCCH: “De manera alguna podrá adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas”.

Por tal motivo, se sostiene que la reforma constitucional introducida por Ley N° 21.253 establece una herramienta adicional de política monetaria, con carácter permanente, pero aplicable solamente para situaciones excepcionales y transitorias.

Sin ánimo de ser reiterativo, la disposición del inciso segundo del artículo 109 de la Carta Fundamental, reza como sigue: “Sin perjuicio de lo anterior, en situaciones *excepcionales y transitorias*, en las que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el Banco Central podrá comprar *durante un período determinado* y vender, en el mercado secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, de conformidad a lo establecido en su ley orgánica constitucional”.

En otros términos, la compra de bonos del Fisco por el BCCH sólo puede realizarse, excepcionalmente, en el mercado secundario, es decir, respecto de títulos de deuda pública que fueron colocados anteriormente en el mercado primario, con la finalidad expresa de preservar el normal funcionamiento del sistema de pagos interno y externo.

No obstante, durante la discusión parlamentaria se formularon un par de indicaciones para autorizar las operaciones en el mercado primario¹⁸⁷. Sin embargo,

¹⁸⁷ Durante la discusión en particular del Proyecto de Ley el Senador Montes formuló una indicación para agregar facultades al BCCH para operar en el mercado primario, en los siguientes términos: “2.- Incorpórese, en el nuevo inciso segundo, que el numeral 1) del artículo único del proyecto, propone intercalar en el artículo 109 de la Constitución Política de la República, a continuación de la coma (,) que sucede a la palabra “vender” la expresión “tanto en el mercado primario como”. Puesta en votación la indicación, fue rechazada por cuatro votos en contra, de los Senadores señores Coloma, García, Lagos y Pizarro, y un voto a favor, del propio Senador Montes. Adicionalmente, el Senador Montes propuso una segunda indicación hacer extensiva la nueva facultad del Banco Central para comprar y vender bonos corporativos de las empresas públicas. Esta última se formuló en los siguientes términos: “3.- Intercálese, en el nuevo inciso segundo, que el numeral 1) del artículo único del proyecto, propone intercalar en el artículo 109 de la Constitución Política de la República, entre la palabra “Fisco” y la coma (,) que le sucede, la expresión “o por empresas públicas”.” Puesta en votación la indicación número 3, fue rechazada por cuatro votos en contra, de los Senadores señores Coloma, García, Lagos y Pizarro, y un voto a favor, del Senador señor Montes. Finalmente, en Segundo Trámite Constitucional, también se rechazó la indicación del diputado señor Leonardo Soto para reemplazar el inciso tercero del artículo

prevaleció ampliamente la opinión contraria, esto es, que el Banco Central sólo podrá comprar y vender instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, en el mercado secundario abierto.¹⁸⁸

En otros términos, la normativa es clara en cuanto a que se prohíbe el financiamiento primario, permitiéndose sólo respecto de las operaciones en el mercado secundario abierto.

En tal sentido, se nos presenta otro tema de enorme importancia: la sostenibilidad de la deuda pública.

El concepto de sostenibilidad de la deuda pública nos permite adelantar algunas ideas, porque si bien la opción de permitir al BCCH comprar bonos del fisco, puede ser una buena medida desde el punto de vista de la estabilidad monetaria y financiera, también tiene el riesgo de convertirse en un instrumento que se utilice indirectamente para monetizar los déficits fiscales, y eventualmente debilitar los fundamentos macroeconómicos de la economía.¹⁸⁹

2.2.5 Prohibición de trato discriminatorio.

En el capítulo I destacamos la importancia del Orden Público Económico en la configuración de los roles del Estado en materia económica y los derechos fundamentales que asisten a las personas en el desarrollo de sus distintas actividades económicas.¹⁹⁰

109 de la Carta Fundamental, del siguiente tenor: “Sin perjuicio de lo anterior, el Banco Central podrá comprar y vender, en el mercado primario y secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, conforme a su ley orgánica constitucional, en los siguientes casos: a) Decretado el estado de excepción constitucional de asamblea por guerra exterior o en caso de peligro de ella. b) Decretado el estado de excepción constitucional de catástrofe por calamidad pública.” En: Historia de la Ley N°21.253. Ob. Cit., p. 93.

¹⁸⁸ Ibid.

¹⁸⁹ www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics.htm

¹⁹⁰ Los artículos 1°, 5° inciso segundo, 6°, 7°, 19 N° 2, 22 inciso primero, 23 y 26 CPR, entre otros, desarrollan el principio de no discriminación arbitraria en el trato que deben dar el Estado y sus organismos en materia económica. En igual sentido, el artículo 109 inciso final y el artículo 27 de la LOC 18.840 del BCCH al regular el ejercicio de la nueva facultad de comprar títulos de deuda del fisco en el mercado secundario abierto.

Desde este punto de vista, el derecho a no ser discriminado arbitrariamente aparece como un principio fundamental en el funcionamiento del sistema económico amparado por la CPR.¹⁹¹

Zavala y Morales explican el principio de no discriminación arbitraria en materia económica contemplado en la Carta Fundamental, apuntando que se estaría en esta hipótesis si se da “una diferencia no razonable o contraria al bien común”.^{192 193}

Para comprender el principio de no discriminación es necesario hacer algunas prevenciones: la primera es que la discriminación es un trato diferenciado respecto de un determinado sujeto o grupo; la segunda es que ella puede ser una diferenciación positiva o negativa, y la tercera, es que la discriminación prohibida es la arbitraria, esto es carente de toda razón o fundamento.¹⁹⁴

A partir de estos elementos definitorios de la garantía constitucional de no discriminación arbitraria en materia económica, podemos señalar que la nueva facultad conferida al BCCH para comprar y vender bonos del fisco, por norma expresa, debe realizarse en el mercado secundario, es decir, se descarta la intervención directa del Fisco. Asimismo, por el inciso primero del artículo 27 LOC BCCH, sabemos que el ente emisor sólo podrá otorgar financiamiento o refinanciamiento a las empresas bancarias y sociedades financieras, de manera que tampoco podrán participar del mercado abierto empresas que no tengan por giro actividades de intermediación financiera, estableciéndose una discriminación “positiva” en favor de las primeras.

Asimismo, la norma contenida en el inciso segundo del artículo 27 de la LOC 18.840 BCCH señala -expresamente- que el ejercicio de la facultad sólo podrá disponerse por acuerdo del Consejo, fundado en “la preservación del normal

¹⁹¹ Zavala, José y Morales, Joaquín, Ob. Cit. p. 41.

¹⁹² Ibid.

¹⁹³ Sentencia TC, 6 diciembre 1994, Rol. 203.

¹⁹⁴ Zavala, José y Morales, Joaquín, Ob. Cit. p. 41.

funcionamiento de los pagos internos y externos”, esto es, por motivos de provisión de liquidez y estabilidad del sistema financiero. Es decir, su aprobación dependerá de factores objetivos, acotados temporalmente y respecto de determinados instrumentos de deuda pública, mediante programas de compra y venta en el mercado secundario, y ejecutados mediante procedimientos públicos, transparentes y competitivos.¹⁹⁵

A mayor abundamiento, de conformidad con el artículo 65 bis de la LOC BCCH, los Acuerdos del Consejo del Banco Central deben aprobarse y comunicarse a los distintos agentes del mercado y público en general, ofreciendo igualdad de oportunidades para todos sus intervinientes, garantizando, adecuadamente, la competitividad de los procedimientos de negociación.¹⁹⁶

Finalmente, el inciso final del artículo 109 de la CPR, dispone expresamente que: “El Banco Central no podrá adoptar ningún acuerdo que signifique de una manera directa o indirecta establecer normas o requisitos diferentes o discriminatorios en relación a personas, instituciones o entidades que realicen operaciones de la misma naturaleza”.

III. Diferencia entre operaciones de mercado primario y secundario.

Los mercados financieros cumplen un papel esencial en la economía, y su buen funcionamiento es un factor clave para el crecimiento económico. Asimismo, son determinantes en el comportamiento de las empresas y consumidores.¹⁹⁷

Los mercados financieros se pueden clasificar de diversas maneras, pero la más relevante es la que los divide en mercados primarios y secundarios.

¹⁹⁵ Durante la discusión parlamentaria de la Ley N° 21.253, se dejó constancia que el mecanismo competitivo para implementar las negociaciones del BCCH en el mercado secundario para la compra y venta de deuda pública, se debía utilizar un sistema electrónico para garantizar su transparencia y la igualdad de oportunidades para todos los interesados. Dicho sistema sería el SOMA (Sistema para Operaciones de Mercado Abierto). En: Historia de la Ley, Ob. Cit. p. 88.

¹⁹⁶ Ibid.

¹⁹⁷ Mishkin, Frederic. Ob. Cit. p. 27.

Un mercado primario es un mercado financiero en el cual se venden nuevas emisiones de un valor, como un bono o una acción, canalizando ahorro e inversión, y posibilitando con ello la realización de los proyectos del sector real de la economía. Un mercado secundario, en cambio, revende valores emitidos en forma previa.¹⁹⁸

Los mercados secundarios están diseñados para conferir liquidez a los títulos, suministrando información sobre oferta y demanda de recursos a través de los precios de los títulos y las tasas de interés. En los mercados secundarios el flujo de títulos es mayor y existen más alternativas para los inversionistas para posicionarse a largo o corto plazo, razón por la cual atrae a un mayor número de participantes que los mercados primarios.¹⁹⁹

Tal como hemos señalado en secciones anteriores, en nuestro país y a nivel comparado, los créditos directos al Gobierno y la compra de bonos en el mercado primario están prohibidos, o son muy restringidos. Por el contrario, la compra y venta de instrumentos de deuda del Fisco en el mercado secundario es una facultad habitualmente disponible en los bancos centrales de países avanzados y emergentes. El ejemplo más importante es la normativa del BCE, la que es taxativa en cuanto a prohibir la concesión de préstamos a los gobiernos y la compra de bonos emitidos por éstos en el mercado primario.²⁰⁰

En general, podemos señalar como diferencias entre operaciones de mercado primario y secundario, las siguientes:

Primero, como las compras de bonos públicos en el mercado secundario, a diferencia de un crédito directo al Fisco o la compra de títulos en el mercado

¹⁹⁸ Ibid.

¹⁹⁹ Santos, José, "Sistema financiero, mercado de capitales y bolsa", en: *Curso de Bolsa y mercados financieros*, Volumen I, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel, Barcelona, 1996, p. 6.

²⁰⁰ El artículo 123 N°1 del Tratado de la UE señala: "1. Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo «bancos centrales nacionales», en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales." Por su parte, el artículo 22.1 del Estatuto del BCE, confirma lo dispuesto en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. En: Claro, Sebastián y Marculis, Catalina, Ob. Cit. p. 26.

primario, se realizan en un ámbito en el que participan diversos agentes económicos, tales como, inversionistas institucionales, bancos comerciales o compañías de seguros, en un entorno competitivo y con mecanismos transparentes de formación de precios, sus efectos en la economía se propagan más fácilmente y con mayor fuerza, sobre la renta de las personas, la riqueza y valoración de las carteras de los inversionistas.²⁰¹

Una segunda diferencia importante entre las operaciones de mercado primario y secundario, es la posibilidad de los Bancos Centrales de realizar programas de expansión cuantitativa de la oferta monetaria, mediante operaciones de mercado abierto secundario.²⁰²

Este argumento técnico fue considerado durante la discusión parlamentaria de la Ley N° 21.253. Al efecto, el señor Mario Marcel durante su intervención en los debates de la Comisión de Hacienda explicó que la compra y venta de instrumentos de deuda del fisco en el mercado secundario es una facultad habitualmente disponible en los bancos centrales para el cumplimiento de sus mandatos y normalmente se ha aplicado en la transacción de títulos de corto plazo para la implementación de la política monetaria. Agregó que, después de la crisis financiera global de 2008-2009, esta atribución ha sido utilizada respecto de políticas no convencionales motivadas por consideraciones de estabilidad financiera. Para ilustrar la idea cita como ejemplos, los programas de compra de activos en Estados Unidos, Eurozona, Reino Unido, Japón, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. Asimismo, mencionó entre las economías emergentes los bancos centrales de Israel, Corea, Colombia, Sudáfrica, Polonia, Rumania, Hungría, Croacia, Filipinas, México, Turquía, India e Indonesia²⁰³

De esta forma, las intervenciones del Banco Central mediante compras de divisas o con programas de compras de bonos del fisco en los mercados

²⁰¹ Mishkin, Frederic. Ob. Cit. pp. 124 y ss.

²⁰² Historia de la Ley 21.253. Ob. Cit. p. 59

²⁰³ Ibid.

secundarios, permiten estimular la demanda agregada a través de los distintos canales de transmisión de política monetaria, especialmente, cuando las tasas de corto plazo se encuentran en sus mínimos técnicos y no existe la posibilidad efectiva de emplear otras herramientas convencionales, tales como, las tasas de encaje o descuento de documentos.²⁰⁴

Finalmente, existe un consenso general en nuestro país, en cuanto a que el financiamiento monetario de los déficits fiscales es una de las principales causas de las altas tasas de inflación y de la pérdida de autonomía para el instituto emisor. Así, por ejemplo, durante la discusión del proyecto de reforma constitucional en estudio, los señores José de Gregorio y Rodrigo Vergara, explicaron cómo la compra directa al fisco de sus colocaciones de bonos le resta autonomía al Banco Central, y provoca resultados negativos sobre la inflación y la disciplina fiscal. Asimismo, en su presentación ante la Comisión de Hacienda del Senado, en Primer Trámite Constitucional, el señor José De Gregorio, reafirmó la idea anterior, señalando que, en tales circunstancias, el ente emisor “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”. Por ello, concluyó que “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.”²⁰⁵

Sin perjuicio de lo anterior, establecer un límite exacto entre las operaciones de mercado abierto primarias o secundarias es difuso, especialmente cuando se analiza el fenómeno desde el punto de vista de las distintas escuelas macroeconómicas. Para las escuelas keynesianas y post keynesianas, por ejemplo, que son partidarias de la teoría endógena del dinero, el Estado mediante su política monetaria garantiza la estabilidad de la moneda, fija la tasa de interés y la rentabilidad del capital, y, por otra, mediante las operaciones en los mercados

²⁰⁴ Ibid.

²⁰⁵ Ibid. pp. 26-27

primarios obtiene financiamiento directo o indirecto para sus operaciones de política fiscal. Asimismo, el dinero y los activos monetarios son creados por los propios bancos comerciales y por el Banco Central, ya que al momento de comprar activos éstos emiten sus propios pasivos. Es decir, el gasto público o el déficit público permite la creación de un activo financiero, los bonos del tesoro, que son aprovechados por los agentes privados como vehículo de inversión para rentabilizar sus excesos de reservas en instrumentos de bajo riesgo y mejor rentabilidad que las tasas de descuento que ofrece la banca central. Para las escuelas clásicas y neoclásicas, en cambio, el Banco Central tiene por función primordial controlar la inflación, estableciéndose una absoluta prohibición de financiamiento monetario del déficit público. Desde este punto de vista, la política monetaria tendría por función controlar la oferta monetaria, mientras que la política fiscal expandir la demanda agregada y afianzar el desarrollo económico. Una tercera alternativa, está representada por los postulados de la llamada Teoría Monetaria Moderna, que considera esencial para el funcionamiento de una economía monetaria la absoluta coordinación de la política monetaria y fiscal del Estado, por lo cual resulta irrelevante distinguir entre operaciones de mercado abierto primarias y secundarias.²⁰⁶

A mayor abundamiento, un reciente informe elaborado por el FMI a raíz de los desafíos económicos derivados de la crisis financiera global y, más recientemente, la pandemia Covid-19, plantea la conveniencia de ampliar las herramientas de política monetaria no convencional, para incluir entre ellas, la financiación monetaria, esto es, la financiación directa del gobierno a través de negociaciones en el mercado primario.²⁰⁷

²⁰⁶ Randall Wray., *“Teoría Monetaria Moderna. Manual de Macroeconomía sobre los sistemas monetarios modernos”*, Berlín, 2015. Disponible en: www.lolabooks.eu

²⁰⁷ El referido Informe elaborado por el FMI, examina los anuncios de política monetaria no convencional en respuesta a la pandemia de Covid-19 en 2020, y sus efectos sobre las expectativas de inflación. De una muestra de 49 economías avanzadas y economías emergentes y en desarrollo (EMDE) durante el período comprendido entre marzo y diciembre de 2020, se indica: 1) Que la mayoría de los países se embarcaron en compras de activos en mercados secundarios de flexibilización cuantitativa; 2) Que efectivamente, QE aumenta la base monetaria, pero a diferencia de las finanzas monetarias, es temporal ya que se espera que el Banco Central revierta la compra de activos. Asimismo, en varias EMED, los programas de política monetaria no convencional incluyeron financiamiento directo, ya sea a través de compra de bonos del gobierno en los mercados primarios y la concesión de préstamos y subvenciones. El Informe concluye que no aparece evidencia de efectos

IV. Modalidades de compra y venta de títulos de deuda del fisco por el Banco Central en los mercados secundarios abiertos.

4.1 Definición

“Las operaciones de mercado abierto son un instrumento de política monetaria que consiste en la oferta o demanda de valores por parte del Banco Central, con el objeto de incidir en la regulación (expansión o contracción) de la base monetaria. Lo anterior se traduce en la compra o venta de activos mobiliarios, generalmente títulos de deuda pública, con la finalidad específica de ejercer control sobre los medios de pago.”²⁰⁸

Coincidente con la idea anterior, José De Gregorio, al comentar los distintos tipos de instrumentos de política monetaria empleados por los bancos centrales, refiere que “esta forma es la más usada por los Bancos Centrales y consiste en comprar y vender instrumentos financieros a cambio de dinero”.²⁰⁹ El mismo autor explica, que por su intermedio, si el Banco Central desea expandir la cantidad de dinero, puede comprar, a cambio de dinero de alto poder, deuda pública, a los bancos y otros actores del mercado financiero. De esta forma, los bancos comerciales reciben las reservas necesarias para aumentar sus colocaciones al sector privado, a través del multiplicador de sus encajes, lo que en definitiva se traduce en mayor circulante y depósitos, es decir, en una expansión de la base monetaria. En caso contrario, si el Banco Central quiere reducir la cantidad de dinero, retirando liquidez del sistema, venderá títulos de deuda a cambio de dinero, reduciendo, consecuentemente, los fondos disponibles de los bancos comerciales

sistemáticos de los anuncios de política monetaria no convencional sobre las expectativas de inflación, incluso en los casos de economías emergentes con programas de financiamiento directo del gobierno, con intervenciones de un tamaño modesto y que se percibieron como intervenciones únicas. En decir, la posible experimentación con políticas de financiamiento monetario debería ser modesta y limitada a países con marcos monetarios creíbles, baja inflación y posiciones fiscales sostenibles. En: <https://blogs.imf.org/2022/02/22/should-monetary-finance-remain-taboo/>

²⁰⁸ Ochoa, Alfonso, Ob. Cit. p. 4.

²⁰⁹ De Gregorio, José, “*Macroeconomía. Teoría y Políticas*”, Santiago, 2007, p. 442. Disponible en: <http://www.degregorio.cl/pdf/Macroeconomia.pdf>

para prestar al sector público y privado no financiero. En el primer caso, el Banco Central reduce las tasas de interés generando un ciclo expansivo de la economía. En el segundo caso, al reducir la cantidad de circulante el Banco Central reduce las presiones inflacionarias y aumenta las tasas de interés generando un ciclo restrictivo de la economía.²¹⁰

4.2 Características

En cuanto a las características de las operaciones de mercado abierto, éstas se diferencian de otros instrumentos de política monetaria por su carácter voluntario y su mayor flexibilidad. Por ejemplo, si la comparamos con las tasas de encaje, estas últimas son obligatorias y rígidas, y hacen que el costo financiero de su implementación recaiga en los propios intermediarios financieros.²¹¹

En ese mismo orden de ideas, se ha señalado que el “hecho de que las operaciones de mercado abierto funcionen siempre a iniciativa del Banco Central (a diferencia de las de redescuento) y de que sus efectos operen monetariamente a través de la base y no del multiplicador (a diferencia de las variaciones del encaje mínimo), le otorgan al instrumento mayor precisión y lo hacen predecible en sus efectos. Aparte de esto, estas operaciones pueden hacerse en montos grandes o pequeños, en forma continua en el tiempo, y son fácilmente reversibles, por lo que el instrumento posee una enorme flexibilidad. Además, por tratarse de operaciones en que el público participa en forma totalmente voluntaria, esa participación no provoca efectos secundarios negativos, y el instrumento siempre es aceptado con buen grado”.²¹²

En efecto, las operaciones de mercado abierto funcionan en base a acuerdos voluntarios de compra y venta de títulos de deuda pública, y poseen mayor flexibilidad, ya que permite a la autoridad monetaria actuar con más rapidez sobre el sistema financiero. Es decir, al recaer sobre títulos de crédito, las operaciones de

²¹⁰ Ibid. p. 443.

²¹¹ Ochoa, Alfonso, Ob. Cit. p. 15.

²¹² Ibid. p. 16.

mercado abierto se pueden adaptar de forma inmediata y más efectiva, a las tasas de interés, reajustabilidad, plazos, vencimientos, y demás condiciones del mercado.²¹³

Una segunda característica de las operaciones de mercado abierto, es que permiten al Banco Central intervenir tanto en los mercados de corto y largo plazo, con efectos de distinto alcance. El Banco Central actúa básicamente sobre el mercado monetario, esto es, aquel con títulos, tasas y operaciones de corto plazo, fundamentalmente, porque las tasas a plazos mayores se determinan en el mercado, y dependen de las expectativas de evolución futura de las tasas de corto plazo. Sin embargo, el Banco Central también puede afectar las tasas de largo plazo, mediante intervenciones en los mercados financieros, comprando o vendiendo instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.²¹⁴

4.2.1 Modalidades de operación

Las operaciones de mercado abierto, en general, pueden clasificarse en operaciones de mercado directas y repos. Siendo las primeras, la compra y venta de instrumentos financieros de corto, mediano o largo plazo para regular la liquidez del sistema.²¹⁵

Las operaciones repos, por su parte, son el instrumento más apropiado para el manejo de las operaciones monetarias a corto plazo, especialmente, cuando el Banco Central dispone de baja liquidez para efectuar sus operaciones de política monetaria y la tasa de interés interbancaria está presionando al alza.²¹⁶

Las operaciones repos (*repurchase agreements*), se definen como operaciones de mercado abierto de corto plazo, con pacto de recompra, es decir, al vencimiento de la operación, ésta se reversa automáticamente. En sentido opuesto,

²¹³ Ibid. p. 15

²¹⁴ De Gregorio, José, Ob. Cit. p. 444.

²¹⁵ Ibid. p. 446.

²¹⁶ Ibid. p. 447.

un “anti-repo”, permite al Banco Central retirar liquidez del sistema financiero, lo que puede hacer a través de la venta de títulos de deuda con pacto de recompra.²¹⁷

Esencialmente, las operaciones repos y las operaciones de mercado abierto directas son similares, pero se diferencian en el carácter transitorio de las primeras. En propiedad, las operaciones repos se utilizan por los bancos centrales para superar los desajustes temporales o coyunturales de liquidez.²¹⁸

Para ilustrar la importancia de la intervención de los Bancos Centrales en las curvas de rendimientos de corto y largo plazo, podemos remitirnos a los sucesos del 18 de octubre de 2019 en nuestro país. El “estallido social” produjo un aumento de la demanda por activos de corto plazo, y una ampliación de los *spreads* de bonos soberanos, bancarios y corporativos. En respuesta, el Banco Central intervino anunciando la recompra de deuda propia de largo plazo. Con ello se logró reducir los *spreads* y se facilitó un ajuste de precios ordenado de dichos instrumentos y la estabilización de los mercados. Un efecto similar, se podría haber logrado por el ente emisor utilizando en lugar de deuda propia, las operaciones de mercado abierto sobre deuda fiscal.²¹⁹

4.2.2 Monetización de la deuda pública.

Las operaciones de mercado abierto permiten a los bancos centrales la monetización de la deuda pública, y la expansión o contracción de la base monetaria, esto es, la creación de dinero mediante el uso de las reservas y el crédito bancario.^{220 221}

²¹⁷ Ibid.

²¹⁸ Ochoa, Alfonso, Ob. Cit. p. 15.

²¹⁹ Marcel, Mario, “*Reforma Constitucional que autoriza al BCCH para adquirir en mercado secundario bonos emitidos por el Fisco*”, (Boletines Nos. 13.399-05, 13.400-05 y 13.592-05, refundidos). Presentación ante la CCJR, 3 de agosto, Santiago, 2020.

²²⁰ Véase Ruiz Ojeda, Alberto. “*Monetización del Déficit Público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC. (A propósito de la Jurisprudencia PRINGLE-Gauweiler-Weiss del TJUE)*”, Revista para el Análisis del Derecho, InDret, N° 3, 2020, pp. 358-405.

²²¹ En la actualidad el sistema de reservas bancarias cumple al menos cuatro funciones: a) Se utiliza como respaldo para cubrir los desfases a que da lugar la intermediación financiera; b) Sirve como contravalor a las entregas de dinero efectivo que efectúa el Banco Central a los bancos comerciales, de acuerdo a sus

En tal sentido, las operaciones de mercado abierto producen un efecto directo en los balances generales de los distintos actores o agentes del mercado financiero, incluyendo al propio Banco Central, e indirectamente sobre la oferta monetaria a través de las tasas de interés de referencia.²²²

El Banco Central mediante la compra o venta de deuda pública permite a los bancos comerciales aumentar o disminuir sus reservas, y con ello expandir o reducir la oferta monetaria. El mismo fenómeno se produce a partir de la creación de depósitos y la creación de dinero por los bancos comerciales (al dar crédito a los particulares). La diferencia estriba, en que las reservas bancarias depositadas en el Banco Central no están a disposición de público ni de los distintos agentes económicos no financieros.²²³

Por ello, es importante distinguir los efectos que produce la compra de títulos de deuda pública por el Banco Central en la actividad económica real. Si la creación de dinero surge de la relación entre banco comercial y un vendedor no banco, la transacción proporciona recursos monetarios adicionales directamente a los operadores económicos. Por el contrario, si el dinero es creado a nivel de Banco Central y banco comercial, la operación no importa necesariamente una disponibilidad adicional de dinero a la economía real, ya que esto último dependerá, si el banco comercial traslada o no dichos recursos a sus clientes o prestatarios mediante la colocación de nuevos créditos.²²⁴

Finalmente, el fenómeno de monetización del déficit público se producirá si el Banco Central compra los títulos de deuda que emite el Estado para cubrir su déficit público, como alternativa a la financiación mediante impuestos.²²⁵

requerimientos operacionales; c) Se utiliza para implementar los sistemas de tasas de interés canal/ corredor para las operaciones de crédito entre los bancos comerciales entre sí y entre éstos y el Banco Central; y d) Como mecanismo de control de la oferta monetaria, por la creación de dinero a través del crédito bancario. En: *Ibid.* p. 379.

²²² Mishkin, Frederic. *Ob. Cit.* pp.333 y ss.

²²³ Ruiz, Alberto. *Ob. Cit.* pp. 372 y ss.

²²⁴ *Ibid.* p. 374.

²²⁵ *Ibid.* p. 379.

En este punto, resulta relevante la crítica que se efectúa a la financiación monetaria de la deuda pública en la medida que distorsiona la percepción de riesgo financiero, ya que, al estar calificada como activos sin riesgo, se convierten en una reserva de valor supuestamente garantizada, lo que podría dificultar el equilibrio de las finanzas públicas.²²⁶

- v. Breve explicación de los efectos de las operaciones de mercado abierto en materia de política monetaria y estabilidad financiera.

Cuando el Banco Central interviene mediante operaciones de mercado abierto y afecta la tasa de interés, sus efectos alcanzan a todos y cada uno de los componentes de la demanda agregada, determinando el nivel general de precios, esto es, el poder adquisitivo de la moneda.²²⁷

Asimismo, si varía la tasa de interés se modifican los precios y retornos de todos los activos financieros (precios de las acciones y bonos, tipo de cambio), y por este canal el Banco Central influye directamente en las decisiones de ahorro e inversión los agentes económicos.²²⁸

Además, si nos encontramos en una economía abierta y tenemos activos financieros denominados en monedas extranjeras, también se afecta el tipo de cambio.²²⁹

Finalmente, la evolución de las tasas de interés puede incidir en la sostenibilidad de la deuda pública.²³⁰

²²⁶ Ibid. p. 382.

²²⁷ De Gregorio, José, Ob. Cit. pp. 446 y ss.

²²⁸ Ibid.

²²⁹ Ibid.

²³⁰ Ibid.

Para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, ésta debe crecer a un ritmo más lento que la tasa de interés. De esta forma no existe posibilidad de que el Gobierno incurra en un déficit primario permanente. Si aumenta la calificación internacional de riesgo del país, y con ello las primas asociadas a los préstamos internacionales, basta que los prestamistas desconfíen y dejen de prestar para que el Estado no pueda seguir endeudándose indefinidamente.²³¹

Por ello, es de suma importancia entender los efectos económicos que las operaciones de mercado abierto tienen sobre la política monetaria y en la estabilidad financiera.

5.1 Efectos de las operaciones de mercado abierto sobre la política monetaria

El estudio de los efectos de las operaciones de mercado abierto sobre la política monetaria tiene estrecha relación con la vieja discusión de la literatura económica entre las escuelas monetarista y keynesiana sobre las consecuencias de las políticas de estímulo a la demanda y otros subsidios sociales.²³²

Sin embargo, desde el punto de vista metodológico la ciencia económica llegó a lo que se conoce como la síntesis neoclásica o neoclásica-keynesiana bajo el enfoque del modelo IS-LM desarrollado por Hicks en 1937. En la actualidad, la mayoría de los bancos centrales utiliza este modelo para realizar sus proyecciones e influir con sus intervenciones en el producto y el empleo en el corto plazo, basados en una demanda agregada de corte keynesiano (IS), una oferta agregada o curva de Phillips (LM) y una regla de política monetaria.²³³

Podemos resumir el aporte de las distintas corrientes macroeconómicas de la siguiente manera:

²³¹ Ibid. p. 162.

²³² Ibid. pp. 456 y ss.

²³³ Ibid.

- Para las teorías keynesianas el dinero tiene como sustituto inmediato y directo los activos financieros sin riesgo, esto es, los bonos del tesoro. De manera que, si aumenta la oferta monetaria como consecuencia de una compra de títulos de deuda pública por el Banco Central, esta operación de mercado abierto reduce la tasa de interés y aumenta el precio de los activos, con efectos sobre la riqueza de los agentes económicos, el estímulo al ahorro y la inversión. En sentido opuesto, si el Banco Central vende títulos de deuda pública, se producirá un descenso en la demanda de activos y un alza de las tasas de interés, con efectos sobre el ahorro y la inversión.²³⁴ El modelo de transmisión opera escalonadamente en base a los activos más líquidos o de corto plazo. Así, si se produce un aumento de la oferta monetaria, el exceso de dinero se traducirá en una mayor demanda de activos financieros de corto plazo, y, por tanto, en una reducción de la tasa de interés de corto plazo. Los activos sustitutos siguientes pueden ser los títulos privados de renta variable, como las acciones de las compañías listadas en bolsa, con lo que se producirá un descenso del tipo de interés, esto es, el interés del endeudamiento. Los titulares de los activos demandados podrán obtener una ganancia de capital, por lo cual su patrimonio será mayor y podrán emplear el exceso de dinero en la realización de nuevas inversiones. De esta forma, la mayor demanda de activos reales y financieros se traducirá, tarde o temprano, en la realización de mayores inversiones y en la producción de nuevos bienes físicos de capital. El resultado final de la mayor oferta monetaria incrementará la inversión productiva en nuevos bienes de capital, y la equiparación de las tasas de interés de todos los activos a un nivel más bajo al que existía antes del aumento de la oferta monetaria. Sin embargo, el modelo de transmisión keynesiana reconoce que, en cada fase o nivel, se produce una filtración hacia gastos en activos no financieros, que amortiguan o disminuyen progresivamente los efectos descritos. Por la

²³⁴ Esteve Serrano, Tomás, *“Los tipos de interés y la oferta de dinero en relación a los mercados de capitales”*, en obra colectiva *“Curso de Bolsa”*, Volumen I, Barcelona, 1992, pp. 70-72.

inversa, ante una reducción de la oferta monetaria, las instituciones financieras se desprenderán de sus activos a corto plazo, y posteriormente también de sus títulos de más largo plazo, de modo que el resultado final será un aumento de las tasas de interés en toda la curva de rendimientos, menor riqueza, liquidez, ahorro e inversiones.²³⁵

- Los Monetaristas, por el contrario, estiman que todos los activos, financieros o reales, son sustitutos del dinero, por lo que el proceso de transmisión monetaria es más rápido y menos secuencial. Para los partidarios de este enfoque un aumento de la oferta monetaria se traduce en un aumento del volumen de transacciones en todo tipo de activos, y en un descenso rápido y generalizado de todos los tipos de interés. Por la misma razón, sostienen que el ajuste puede venir también por la vía de reducir el volumen de producción y de actividad económica. En otros términos, el ajuste monetarista es el de la teoría cuantitativa del dinero, y por tanto un aumento de la cantidad de dinero producirá, a largo plazo, aumento del nivel de precios, esto es, inflación.²³⁶
- En general, la diferencia entre ambas visiones refleja la respuesta estimada de la oferta agregada frente a un aumento de la demanda interna. Mientras los neoclásicos señalan que la respuesta al aumento de la demanda se traducirá en mayores precios e inflación, con efectos en aumento de tasas y costos de financiamiento, pérdida de valor capital y riqueza de los agentes económicos; para los keynesianos, en cambio, si el estímulo a la demanda se aplica en un contexto de crisis, la respuesta se manifiesta en incrementos en producción, empleo e inversión y no en mayores precios.²³⁷
- Finalmente, el modelo intermedio o de síntesis, el llamado modelo IS-LM, consiste en la aplicación de una demanda agregada de tipo keynesiano (IS), una oferta monetaria o curva de Phillips (LM) y en una regla o meta de política monetaria, de manera que las proyecciones e intervenciones

²³⁵ Ibid.

²³⁶ Ibid. p. 72

²³⁷ De Gregorio, Ob. Cit. p. 456 y ss.

del Banco Central puedan incidir en el nivel de precios, en el producto y el empleo.²³⁸

Así las cosas, a medida que los sistemas financieros se desarrollan y profundizan y la oferta monetaria se vuelve una variable endógena del proceso económico, los bancos centrales conducen la política monetaria ejerciendo control o fijando directamente la tasa de interés a corto plazo, e influyendo en las expectativas del mercado sobre las tasas de interés a largo plazo.²³⁹

En este contexto, los objetivos de política monetaria enfocados en el modelo de metas de inflación, aparece como el más idóneo para el cumplimiento de los objetivos finales de política monetaria, particularmente cuando se utiliza para ello las políticas de mercado abierto, por su mayor flexibilidad, voluntariedad y transparencia. De igual manera, la utilización por el Banco Central de un tipo de cambio flexible tiene mayor compatibilidad con la utilización de las herramientas de mercado abierto, al permitir que el tipo de cambio fluctúe con menor incidencia en las tasas de interés e inflación, mediante operaciones de esterilización de compra y venta de activos. Sobre este punto, sin embargo, no se profundizará por exceder el marco del presente trabajo. ²⁴⁰

5.2 Efectos de las operaciones de mercado abierto sobre la estabilidad financiera

Además de mantener una inflación baja y estable, los Bancos Centrales intervienen y regulan el mercado financiero para garantizar la estabilización macroeconómica. ²⁴¹

²³⁸ Ibid.

²³⁹ Ibid.

²⁴⁰ Randall Wray L., Ob. Cit. Disponible en: www.lolabooks.eu

²⁴¹ Rogoff, Kennet, Ob. Cit. p. 39

Durante la discusión parlamentaria de la Ley 21253 se tuvieron a la vista diversas consideraciones de índole económica para justificar su aprobación y la necesaria incorporación de las operaciones de mercado abierto sobre bonos del Estado al conjunto de herramientas de política monetaria del BCCH.

En tal sentido, se señaló que los bancos centrales pueden utilizar las operaciones de mercado abierto no solamente para implementar la política monetaria y proporcionar liquidez al mercado financiero. También las pueden utilizar para procurar la estabilidad financiera y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.²⁴²

En efecto, las políticas de intervención de los bancos centrales en los mercados de bonos cumplen una serie de objetivos, entre ellos:

1. Implementar la política monetaria, alineando la tasa de mercado con la TPM;
2. Proporcionar liquidez al mercado financiero;
3. Influir sobre las tasas de interés de largo plazo;
4. Profundizar el impulso monetario cuando la tasa de interés está en sumínimo técnico;
5. Facilitar el ajuste de los precios de mercado cuando se producen cambios bruscos en la composición de los portafolios de los inversionistas;
6. Estabilizar la volatilidad de las tasas de largo plazo; y
7. Reducir las tasas de largo plazo, cuando la política monetaria ha alcanzado sus límites técnicos.²⁴³

Para entender de qué forma las operaciones de mercado abierto influyen sobre la estabilidad financiera, es necesario partir de la idea que para alcanzar su objetivo de política monetaria el Banco Central interviene directamente las tasas de interés de referencia, proporcionando o restando liquidez al sistema financiero.²⁴⁴

²⁴² Historia de la Ley 21253, Ob. Cit. pp. 60 y ss.

²⁴³ Ibid.

²⁴⁴ Ibid.

En efecto, al existir tasas de interés a diferentes plazos, la transmisión de la política monetaria sobre las tasas de corto plazo proyecta sus efectos sobre toda la estructura o curva de rendimientos.²⁴⁵

Así, mediante las operaciones de mercado abierto los bancos centrales logran estabilizar las tasas de largo plazo, e indirectamente, ajustar los precios de otros activos más riesgosos, como la deuda corporativa y los créditos hipotecarios.^{246 247}

En otros términos, la curva de rendimiento se construye en base a la deuda de corto y largo plazo del Fisco, la que es considerada como de bajo riesgo. El resto de los emisores privados se alinean a la curva agregando la respectiva prima de riesgo.²⁴⁸

En tal sentido, se han propuesto tres teorías para explicar la estructura temporal de las tasas de interés, es decir, la relación entre las tasas de interés sobre los bonos de diferentes vencimientos que se refleja en los patrones de la curva de rendimiento: a) La teoría de las expectativas; b) La teoría de los mercados segmentados y la teoría de la prima de la liquidez. Estas teorías permiten inferir las expectativas de los mercados en relación con el movimiento de las tasas de interés futuras provenientes de la curva de rendimiento. La capacidad de la curva de rendimiento para pronosticar ciclos de negocios e inflación es una razón por la cual la pendiente de la curva de rendimiento es una herramienta útil para los analistas económicos y, con frecuencia, se considera un indicador de la postura de la política monetaria.²⁴⁹

²⁴⁵ Ibid.

²⁴⁶ Ibid.

²⁴⁷ Claro, Sebastián y Marculis, Catalina, Ob. Cit. p. 34.

²⁴⁸ Ezquiaga Domínguez, Ignacio, *“Formación de precios y estructura de los tipos de interés”*, obra colectiva *“Curso de Bolsa”*, Volumen I, Barcelona, 1992, pp. 89-111.

²⁴⁹ La teoría de las expectativas define las tasas de interés a largo plazo como aquellas que igualan el promedio de tasas de interés futuras a corto plazo que se espera que ocurran a lo largo de la vida de un bono. Cuando la curva de rendimiento tiene una pendiente ascendente se espera que las tasas de interés a corto plazo aumenten en el futuro. Cuando la curva de rendimiento se invierte (con una pendiente descendente), se espera que el promedio de las tasas futuras de interés a corto plazo sea más bajo que la tasa actual a corto plazo, lo cual

Por ello, en la medida que la autoridad monetaria utiliza las operaciones de mercado abierto secundario sobre bonos soberanos, puede intervenir en la elaboración de la curva reseñada, donde se incorpora información clave para el normal funcionamiento del mercado financiero.²⁵⁰

Las operaciones de mercado abierto secundario que ejecuta el Banco Central se sustentan en las reservas de los bancos y en la capacidad de estos últimos de efectuar las colocaciones respectivas. En tal sentido, el normal funcionamiento del sistema financiero resulta esencial para los mercados de deuda pública, y viceversa.²⁵¹

Finalmente, a partir de la experiencia de los bancos centrales durante la crisis financiera global y la crisis sanitaria derivada de la pandemia de covid-19, las operaciones de mercado abierto también han permitido proveer de liquidez al sistema financiero, mediante operaciones de expansión cuantitativa.

implica que las tasas de interés a corto plazo disminuyan, en promedio, en el futuro. Tan sólo cuando la curva de rendimiento es plana, la teoría de las expectativas indica que no se espera que las tasas de interés a corto plazo cambien, en promedio, en el futuro. La teoría de las expectativas también explica cómo las tasas de interés sobre los bonos con diferentes vencimientos se desplazan juntas en el tiempo. Es decir, un incremento en las tasas a corto plazo aumentará las expectativas de las personas en relación con las tasas futuras a corto plazo. Puesto que las tasas de interés a largo plazo son el promedio de las tasas futuras esperadas a corto plazo, un aumento en estas últimas también incrementará las primeras, ocasionando que se muevan juntas. Finalmente, la teoría de las expectativas explica otro hecho de importancia acerca de la relación entre las tasas de interés a corto y a largo plazos: el fenómeno de la *reversión media*—es decir, si las tasas de interés tienden a dirigirse hacia abajo después de encontrarse a niveles inusualmente altos o si tienden a volver a ascender cuando se encuentran muy abajo—, entonces un promedio de estas tasas a corto plazo necesariamente será menos volátil que las tasas a corto plazo por sí solas. Es decir, dado que la tasa a largo plazo es un promedio de las tasas futuras a corto plazo, la tasa a largo plazo tendrá menos volatilidad que las tasas a corto plazo. En contraste, para la teoría de los mercados segmentados las tasas de interés para cada vencimiento de un bono es el resultado de la oferta y de la demanda en un mercado específico o determinado. La teoría de los mercados segmentados explica de mejor manera la pendiente ascendente de la curva de rendimientos. Como en una situación típica la demanda de los bonos a largo plazo es relativamente más baja que la de los bonos a corto plazo, los primeros tendrán precios más bajos y tasas de interés más altas, y la curva de rendimiento mostrará generalmente una pendiente ascendente. Finalmente, las teorías de la prima de liquidez y del hábitat preferido combinan las características de las otras dos teorías. Entienden las tasas de interés a largo plazo como iguales al promedio de las tasas futuras de interés a corto plazo que se espera que ocurran a lo largo de la vida del bono más una prima de liquidez. En otros términos, se supone que los bonos de vencimientos diferentes son sustitutos, pero no sustitutos perfectos. Los inversionistas tienden a preferir bonos a plazos más cortos porque éstos implican menor riesgo en la tasa de interés. Por tal motivo el inversionista exige una prima de liquidez positiva para mantener bonos a plazos más largos. En: *Ibid.*

²⁵⁰ *Ibid.*

²⁵¹ Claro, Sebastián y Marculis, Catalina, *Ob. Cit.* pp.34-35

Sin embargo, se ha criticado el uso de las políticas no convencionales por varios motivos:²⁵²

- Por incentivar el sobreendeudamiento público y privado, basado en las tasas de interés nominal y real negativas o cercanas a cero, generando riesgos de reinversión de carteras en el sector privado²⁵³ o de refinanciamiento del sector público²⁵⁴;
- Por los efectos distributivos de la política monetaria, ya que al utilizar las tasas de interés siempre se afecta el nivel y condiciones crediticias de la economía, y en el caso de la política no convencional por los mecanismos de selectividad y condicionalidad de los títulos negociados²⁵⁵;
- Por el riesgo de duración para la política fiscal ante situaciones de endurecimiento futuro de las tasas de interés, bajo crecimiento y dificultades de recaudación debido a las fluctuaciones del ciclo económico²⁵⁶, lo que podría obligar al Estado a recortar el gasto público²⁵⁷

Por otra parte, desde un punto de vista institucional se ha criticado las operaciones no convencionales de los bancos centrales porque han hecho menos nítida la distinción entre política monetaria y fiscal, debilitando la autonomía financiera del Banco Central al tener que soportar el riesgo de crédito.^{258 259}

También se ha indicado que las políticas de expansión cuantitativa obligan al Banco Central a mantener en sus balances bonos del gobierno, incrementando los riesgos de recapitalización, renovando el debate sobre los efectos en el sector real de la economía, especialmente, porque al otorgar créditos al Gobierno, el Banco

²⁵² Goodhart, Charles y Lastra, Rosa, **Ob. Cit.**, p. 4.

²⁵³ Ibid.

²⁵⁴ Rogoff, Kennet. Ob. Cit. p. 39

²⁵⁵ Goodhart, Charles y Lastra, Rosa. Ob. Cit. p. 4.

²⁵⁶ Ibid.

²⁵⁷ Rogoff, Kennet. Ob. Cit. p. 46.

²⁵⁸ Claro, Sebastián y Marculis, Catalina, Ob. Cit. p. 37.

²⁵⁹ Rogoff, Kennet, Ob. Cit. p.46

Central dispone de menos recursos para el financiamiento privado, perjudicando los mercados financieros y la inversión privada.²⁶⁰

En definitiva, se trata de decisiones económicas de carácter político poco apropiadas para instituciones con escasa legitimidad democrática como los bancos centrales.²⁶¹

VI. Conclusiones

El BCCH, en sus casi cien años de historia ha debido afrontar importantes desafíos, derivados de la evolución histórica, política, económica e institucional del país y del mundo.

Desde su creación en 1925, el instituto emisor ha podido desarrollar una serie de funciones de vital importancia para la vida económica y financiera de país, y se ha constituido en un pilar fundamental para el desarrollo y progreso de la nación.

A partir de la consagración de su autonomía constitucional en la actual CPR, y la experiencia alcanzada durante los años posteriores, el BCCH ha podido asumir su rol con una visión moderna y ajustada a las nuevas realidades e ideas en un mundo en constante transformación.

Así, por ejemplo, ha podido incorporar importantes avances en materia de gobierno corporativo, mejorando su política de comunicaciones, rendición de cuentas y credibilidad, lo que resulta esencial para la adecuada implementación de sus políticas y el fortalecimiento de su autonomía.

Asimismo, ha logrado superar crisis económicas y adquirido nuevas herramientas para el mejor desempeño de sus funciones, siguiendo la experiencia de los más importantes bancos centrales del mundo, adoptando el modelo de metas de inflación y el sistema de tipo de cambio flexible.

²⁶⁰ Reis, Ricardo, *"The Fiscal footprint of macroprudential policy". Independence, Credibility and Communication of Central Banking*. Banco Central de Chile, Santiago, 2021. pp. 168 y ss.

²⁶¹ Rogoff. Kennet, Ob. Cit. p. 46

En efecto, los objetivos de política monetaria enfocados en el modelo de metas de inflación y tipo de cambio flexible, aparecen como los más idóneos para el cumplimiento de los objetivos finales de política monetaria, lo que resulta especialmente relevante, si se utilizan las operaciones de mercado abierto, por su mayor flexibilidad y adaptabilidad a las condiciones del mercado y a los intereses de los propios agentes involucrados.

En ese contexto, la reforma Constitucional Ley N° 21.253, que autoriza al BCCH para realizar operaciones de mercado abierto con deuda pública, sin lugar a dudas, está sujeta a importantes riesgos y promesas de desarrollo hacia el futuro, pero representa un gran desafío para su institucionalidad.

Finalmente, al haber utilizado un enfoque multidisciplinario al estudio de las operaciones de mercado abierto sobre títulos de deuda pública en los mercados secundarios, creemos haber comprobado la necesaria interdependencia entre Derecho y Economía como ciencias del comportamiento humano, así como, la permanente evolución de sus conceptos teóricos y prácticos en el orden social.

Lo anterior nos permite confirmar que el Orden Público Económico es un concepto dinámico, complejo y en permanente evolución, producto de la pugna de las distintas concepciones filosóficas, políticas, jurídicas y económicas imperantes en la sociedad, cuya riqueza y diversidad debemos valorar y aprovechar en beneficio del mejor funcionamiento de nuestras instituciones.

En tal sentido, abogamos por el mantenimiento y profundización de las nuevas herramientas de política monetaria y estabilidad financiera con las que ha sido dotado el BCCH, a partir de la reforma constitucional en estudio, particularmente, al iniciarse un nuevo proceso constituyente en nuestro país.

VII. BIBLIOGRAFÍA

- 1) Aimone Gibson, Enrique y Silva Walbaum, Adolfo, “La Noción de Derecho Económico”, Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, XLV, 2015.
- 2) Albagli, Elías, Calani, Mauricio, Hadzi-Voskov, Metodij, Marcel, Mario y Ricci, Luca, “Comfort in Floating: Taking stock of twenty years”. *Independence, Credibility and Communication of Central Banking*, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.
- 3) Araya Marco, Juan Pablo y Lyon Portales, Francisca. “Análisis del mandato del Banco Central a la luz de su evolución histórica y la experiencia comparada”, Revista de Derecho Económico, vol.78, N°2, 2021.
- 4) Banco Central de Chile.” Política Monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación”. Santiago, 2007. Disponible: <https://bit.ly/32oiVyp>.
- 5) Bianchi, Andrés, “25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile”, Obra Colectiva, Banco Central de Chile, Santiago, 2016.
- 6) Bohme, Nicolás y Petersen, Javiera. El banco central y la nueva constitución, hacia una nueva institucionalidad para el instituto emisor. Observatorio de Políticas Económicas, OPES, Santiago, 2021.

- 7) Bordo, Michael y Siklos, Pierre. “The Transformation and Performance of emerging market economies across the great divide of the global financial crisis”, Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.
- 8) Castaño Peña, Jairo Andrés, “Las Cláusulas de disciplina fiscal en las constituciones del Estado Social de Derecho. La sostenibilidad fiscal en Colombia y el principio de estabilidad presupuestaria en España.”, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2020.
- 9) Cea Egaña, José Luis, “Tratado de la Constitución de 1980”, Editorial Jurídica de Chile, 1988, Santiago, Chile.
- 10) Cea Egaña, José Luis, “Autonomía del Banco Central”, Revista de Derecho Público, Vol. 62, 2000.
- 11) Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, “La Banca Central y su papel en la Economía”, CEFP/046/2009, Ciudad de México, 2009.
- 12) Céspedes, Luis Felipe y Valdés, Rodrigo, “Autonomía del Banco Central: La experiencia chilena”, Documentos de trabajo del Banco Central de Chile, Santiago, 2006.
- 13) Claro, Sebastián y Margulis, Catalina, “Gobernanza de Bancos Centrales para los desafíos del siglo XXI”, Revista Estudios Públicos, N°167, 2022.
- 14) Corbo, Vittorio y Hernández, Leonardo, “Ochenta Años de

Historia del Banco Central de Chile,” Economía Chilena. Santiago, 2005.

15) De Gregorio, José, “Macroeconomía. Teoría y Políticas”, 1ª Edición, Santiago, 2007.

16) Di Muzio, Tim y Robbins, Richard, “El Capitalismo de Deuda. Una lectura crítica de la crisis mundial del endeudamiento”, Manchester University Press, Londres, 2016.

17) Esteve Serrano, Tomás, “Los tipos de interés y la oferta de dinero en relación a los mercados de capitales”, en obra colectiva dirigida por Sánchez Fernández de Valderrama, José L, “Curso de Bolsa”, Volumen I, Editorial Ariel S.A, Barcelona, 1992.

18) Ezquiaga Domínguez, Ignacio, “Formación de precios y estructura de los tipos de interés”, en obra colectiva dirigida por Sánchez Fernández de Valderrama, José L, “Curso de Bolsa”, Volumen I, Editorial Ariel S.A, Barcelona, 1992.

19) Fernandois, Arturo, “Naturaleza jurídica de los acuerdos del Banco Central de Chile y su conflicto con la Ley de Quiebras”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 22, N°3, 2015.

20) Ferrada, Juan, “La autonomía como técnica de reparto de potestades públicas: el caso del Banco Central de Chile”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. Especial, 1998.

21) Gallegos Zúñiga, Jaime, *Derecho Bancario y Financiero de Chile*,

Tirant LoBlanch, Valencia, 2022.

- 22) Goodhart, Charles y Lastra, Rosa. "Populism and Central Bank Independence", Discussion Paper Series, Centre for Economic Policy Research, London, 2017.
- 23) Guerrero Becar, José Luis, "La incidencia del Derecho en el control de la inflación", *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, XXXV, 2010.
- 24) Haldane, Andrew, Macaulay, Alistair y McMahon, Michael, "The three Es of Central Bank Communication with the Public", Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.
- 25) Historia de la Ley 21.253 Reforma constitucional que faculta al Banco Central para comprar y vender, en el mercado secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el fisco, en situaciones excepcionales que indica, Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, BCN.
- 26) Irrazábal, Arturo, "Principios Económicos de la Constitución de 1980", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 14, 1987.
- 27) Kresalja, Baldo y Ochoa, Cesar. "Derecho Constitucional Económico", Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 2016.
- 28) Marcel, Mario, "Constitucionalismo Económico y la Autonomía Institucional del Banco Central de Chile", Documentos de Política Económica, N°62, Banco Central de Chile, Santiago, 2017.

- 29) Marcel, Mario, “Reforma Constitucional que autoriza al BCCH para adquirir en mercado secundario bonos emitidos por el Fisco (Boletines Nos. 13.399-05, 13.400-05 y 13.592-05, refundidos)”. Presentación ante la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento, H. Cámara de Diputadas y Diputados 3 de agosto, 2020.
- 30) Martín Rodríguez, Pablo, “Y Sonaron las Trompetas a las Puertas de Jericó...en forma de Sentencia del Bundesverfassungsgericht”, *Revista General del Derecho Europeo*, N°52, 2020.
- 31) Mishkin, Frederic, “Moneda, Banca y Mercados Financieros”, 8° ed., Pearson Educación, México, 2008. (Traducción autorizada de la edición en idioma inglés, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* por Frederic S. Mishkin, publicada por Pearson Education Inc., 2007.)
- 32) Naudon, Alberto y Álvarez, Luis, “25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile”, Banco Central de Chile, Santiago, 2016.
- 33) Navarro Beltrán, Enrique. “El Estado Empresario a la luz de la Constitución de 1980”, *Revista de Derecho Público*, N°62, 2000.
- 34) Ochoa Maldonado, Alfonso. “Las Operaciones de Mercado Abierto_OMAS_ Instrumento Eficaz para el control de la base monetaria: Trasegar histórico y pertinencia actual”, <https://www.revistamisionjuridica.com/las-operaciones-de-mercado-abierto-omas-instrumento-eficaz-para-el-control-de-la-base-monetaria->

trasegar-historico-y-pertinencia-actual.

35) Pantoja Bauza, Rolando, *La Organización Administrativa del Estado*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1998.

36) Pérez Caldentey, Esteban. “Un ensayo crítico sobre la independencia/autonomía de la banca central según el paradigma dominante”. Investigación Económica, Escuela Nacional de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México, 2019.

37) Prado, Gabriela. “La estabilidad monetaria como valor social y bien jurídico”, *Revista de Derecho*, N°2, 2014.

38) Randall Wray, “Teoría Monetaria Moderna. Manual de Macroeconomía sobre los sistemas monetarios modernos”, Berlín, 2015.

39) Reis, Ricardo, “The Fiscal footprint of macroprudential policy”. Independence, Credibility and Communication of Central Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.

40) Ribera Neumann, Teodoro, “Tributos manifiestamente desproporcionados o injustos. Aspectos relevantes de la jurisprudencia constitucional”, *Revista Chilena de Derecho*, especial, 1998.

41) Rogoff, Kennet, “Risks to Central Bank Independence”, Independence, Credibility and Communication of Central

Banking, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.

42) Rosende, Francisco. “La Autonomía del Banco Central, una vez más”, *Cuadernos de Economía*, vol. 34, n| 101, 1997.

43) Ruiz Ojeda, Alberto. “Monetización del Déficit Público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC. (A propósito de la Jurisprudencia PRINGLE- Gauweiler-Weiss del TJUE)”, *Revista para el Análisis del Derecho, InDret*, vol. 3, 2020.

44) Ruiz Tagle, Pablo, “Principios Constitucionales del Estado Empresario”, *Revista de Derecho Público*, N°62, 2000.

45) Sánchez, Josiel Esdras. “Principios básicos para un buen gobierno del Banco Central: Implicaciones para la conducción de la política monetaria”, *Economía y Política*, 2017. Disponible en: www.economiaypolitica.cl

46) Santos Arrarte, José Antonio, “Sistema financiero, mercado de capitales y bolsa”, en: *Curso de Bolsa y mercados financieros*, vol. I, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel, Barcelona, 1996.

47) Silva Cimma, Enrique, *Derecho Administrativo Chileno y Comparado. El Servicio Público*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1995.

48) Valdés Rodrigo y Vergara Rodrigo, *Aspectos económicos de la Constitución, alternativas y propuestas para Chile*, Fondo de

Cultura Económica, Centro de Estudios Públicos, 2ª Edición, Santiago, 2021.

49) Valero Flores, Carlos, "El Papel de los Bancos Centrales en el Desarrollo Económico, Un ejercicio de Derecho Comparado con los Bancos Centrales de México, Estados Unidos de América, Alemania, la Unión Europea y China", Centro de Estudios de Derecho e Investigación Parlamentarios, Serie Verde, Temas Económicos, Ciudad de México, 2011.

50) Velarde, Julio y Rodríguez, Marta. "Los Efectos de la Crisis Financiera Internacional sobre la economía peruana 1997-1998: Lecciones e implicancias de política económica", Lima, 2000.

51) Vergara Moreno, Matías. "Particularidades del Banco Central como agencia de regulación", Revista Derecho Económico, vol. 78, N°2, 2021.

52) Vissing-Jorgensen, Annette. "Central Banking with many voices: The communications arms race", *Independence, Credibility and Communication of Central Banking*, Banco Central de Chile, Santiago, 2021.

53) Vivanco Martínez, Ángela, *Curso de Derecho Constitucional, Aspectos dogmáticos de la Carta Fundamental de 1980*, 2º ed., Tomo II, Ediciones UC, Santiago, 2006.

54) Zahler, Roberto, "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la Cepal*, N°64, 1998.

55) Zavala Ortiz, José Luis y Morales Godoy, Joaquín, *Derecho Económico*, Thomson Reuters, Santiago, 2009.

56) Zúñiga Urbina, Francisco, "Autonomías Constitucionales e instituciones contra mayoritarias (a propósito de las aporías de la democracia constitucional)", *Revista Ius et Praxis*, vol. 13, N°2, 2007.

Páginas Web.

- 1) Banco Central Europeo (2021):
www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html
- 2) Fondo Monetario Internacional (2020)
www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics.htm
- 3) Fondo Monetario Internacional (2022)
<https://blogs.imf.org/2022/02/22/shoul>

