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)

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado | 3 de julio, 2020

Marco Jurídico para las operaciones financieras del BCCh

El artículo 109 de la Constitución impone <u>cuatro limitaciones</u> a las operaciones financieras del BCCh:

I. Sólo podrá efectuar operaciones con instituciones financieras, públicas o privadas, a las que no podrá otorgar su garantía (inc. primero);

II. No podrá adquirir, de manera alguna, documentos del Estado, sus organismos o empresas (inc. primero); y

III. No podrá financiar gasto público con créditos directos o indirectos (inc. segundo)

IV. No puede actuar discriminatoriamente entre entidades que realizan operaciones de la misma naturaleza (inc. cuarto)

La prohibición de financiar gasto público admite como única excepción el caso de guerra o de peligro de ella, calificado por el COSENA, en cuyo caso el BCCh podrá obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas (inc. tercero).

Estas reglas responden a <u>tres fundamentos</u>:

1. Evitar el financiamiento monetario de los déficit fiscales, independizando la política monetaria de la política fiscal;
2. Asegurar la autonomía y el carácter técnico del Banco Central;
3. Establecer una excepción para casos en que el Fisco podría no tener acceso a otras fuentes de financiamiento.

Estas normas constitucionales se encuentran complementadas por las disposiciones contenidas en el artículo 27 de la <u>Ley Orgánica Constitucional</u> (LOC) del BCCh

Proyecto de reforma constitucional

- Itinerario del proyecto:
  - La discusión de esta materia se origina en mociones de los Senadores Montes, Elizalde y Allende (Boletín N° 13.399-05) y del Senador Pizarro (Boletín N° 13.400-05), ambas ingresadas el 08/04/20.
  - Las mociones fueron analizadas en sesión de la Comisión de Hacienda del Senado celebrada el 20/04/20, en que participaron cuatro ex Presidentes del Banco Central.
  - El Ejecutivo presenta proyecto de Reforma Constitucional el 18 de junio (Boletín N° 13.592-05)
  - El proyecto se refunde con las mociones, es discutido por la Comisión de Hacienda y aprobado en la sesión de la Comisión de Hacienda del 23 de junio.
- El proyecto modifica el artículo 109 de la Constitución con el objetivo de facultar al Banco Central para que pueda comprar y vender títulos emitidos por el Fisco, sujeto a las siguientes restricciones:
  i. 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
  ii. Que tales adquisiciones se efectúen en el mercado secundario abierto.
- Se incorpora una disposición transitoria trigésimo novena nueva, estableciendo que la reforma constitucional empezará a regir una vez que entre en vigencia la ley que introduce modificaciones a la LOC del BCCh.

El proyecto de reforma constitucional es complementado por proyecto del Ejecutivo que modifica LOC BCCh (Boletín N°13.593-05)

- Modifica el art. 27 de la LOC, regulando la facultad constitucional que se otorga al Banco para comprar y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco de Chile, estableciendo que el ejercicio de tal atribución sólo pueda tener lugar bajo los siguientes supuestos:
  - Circunstancias excepcionales y transitorias.
  - Determinadas por el Consejo mediante acuerdo fundado, adoptado con el voto favorable de al menos cuatro 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 art. 19 de la LOC vigentes.
  - 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.
- Este proyecto se despachó conjuntamente con la Reforma Constitucional por la Comisión de Hacienda.

Evolución histórica de la normativa sobre adquisición de títulos emitidos por el Fisco

- Hasta fines de la década del 70 el Banco Central contó con facultades para conceder créditos al Fisco. Dichas autorizaciones estaban sujetas a varias condiciones, como límites en relación al patrimonio del BCCh o el presupuesto nacional, pese a lo cual fueron otorgadas con frecuencia.
- Adicionalmente, el BCCh estaba autorizado a transar títulos públicos en el mercado abierto o secundario, para la ejecución de la política monetaria.
- Dada la negativa experiencia de financiamiento monetario de los déficit fiscales, en 1979 se dictó el DL N° 3.001, que modificó la anterior Ley Orgánica (DL N° 1.078 de 1975), señalando:
    - "En ningún caso el Banco Central podrá adquirir para sí pagarés descontables de la Tesorería General de la República u otros documentos de crédito 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."
- Siendo este es el antecedente inmediato de la actual disposición constitucional, las restricciones se limitaban a créditos directos, manteniéndose la facultad para operar en el mercado abierto.

Origen y fundamento de la prohibición constitucional

- La norma constitucional aprobada en 1980 estableció una prohibición más estricta, que impide al BCCh adquirir de manera alguna documentos del Fisco.
- En la discusión de la Comisión Ortúzar y del Consejo de Estado, se consignó que lo que se buscaba con estas prohibiciones era evitar el proceso inflacionista causado por el fácil acceso del Gobierno al crédito del BCCh.
- La prohibición de adquirir títulos del Estado en el mercado secundario fue cuestionada por Pedro Ibáñez en el Consejo de Estado (sesión N° 95):

  "…llama la atención la prohibición que (…) tiene el Banco Central de adquirir documentos emitidos por el Estado porque se opone al mecanismo que se trata de establecer: uno de los modos del Banco Central de velar por la estabilidad del valor de la moneda, según sea la situación monetaria existente en un momento dado, es vender, revender o recomprar los títulos que haya emitido el Gobierno dentro de un sistema de mercado abierto."

- El comentario fue respondido en la misma sesión por el Ministro de Hacienda de la época, Sergio de Castro, quien señaló que buscaba evitar "resquicios" que permitieran "financiar gastos con emisiones" adquiridas por el BCCh:

  "En cuanto a lo manifestado por el señor Ibáñez sobre la adquisición de documentos emitidos por el Estado, reconoce que tal mecanismo tiene mayor flexibilidad, pero advierte que el Gobierno no podría ordenar la compra de los documentos que está vendiendo la Tesorería. A su juicio, la medida sólo tuvo por objeto evitar el resquicio, pero ello no impide que la operación de mercado abierto se efectúe, y que formaría se regule la cantidad de dinero."

Compra de bonos soberanos en la experiencia comparada

- En la normativa y la práctica de los bancos centrales alrededor del mundo se distingue entre:
  - El financiamiento monetario del gasto público, incluida la adquisición directa de bonos de gobierno en el mercado primario, y
  - Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario, en poder de otros agentes como bancos, compañías de seguros, fondos mutuos o fondos de pensiones.
- 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, para el cumplimiento de sus mandatos.
- Normalmente, esta facultad se ha aplicado a la transacción de títulos de corto plazo para la implementación de la política monetaria.
- No obstante, después de la crisis financiera global de 2008-2009 esta atribución ha sido utilizada respecto de bonos de más largo plazo, como parte de políticas no convencionales motivadas por consideraciones de estabilidad financiera.

Compra de bonos soberanos en la experiencia comparada: el caso del Banco Central Europeo

Artículo 123 N° 1 del Tratado de la UE:

"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."

Artículo 22.1 del Estatuto del BCE:

"21.1. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los 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; queda igualmente prohibida la **adquisición directa** a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales."

De esta manera, la normativa del BCE es taxativa en cuanto a prohibir la concesión de préstamos a los gobiernos y las compras de bonos emitidos por éstos en el mercado primario. En cambio, permite la transacción de títulos públicos en el mercado secundario, facultad ampliamente utilizada en los programas de compra de activos posterior a la crisis del Euro.

En lo más reciente, la compra de bonos soberanos por parte de bancos centrales ha ido más allá de la operación de la política monetaria

Bancos Centrales y programas especiales de compra de Bonos Soberanos (*)

Economías Desarrolladas

	Experiencia Previa	Episodio Actual
Estados Unidos	2009 -2014	SI
Eurozona	2015 - 2019	SI
Reino Unido	2009 - 2020	SI
Japón	2001 - 2020	SI
Canadá	NO	SI
Australia	NO	SI
Nueva Zelanda	NO	SI
Suecia	2015 - 2020	SI
Noruega	NO	NO
Suiza (1)	2011 - 2020	SI

Economías Emergentes

	Episodio Actual
Israel	SI
Corea	SI
Colombia	SI
Sudáfrica	SI
Polonia	SI
Rumania	SI
Hungría	SI
Croacia	SI
Filipinas	SI
México	SI
Turquía	SI
India	SI
Indonesia	SI
Brasil (2)	NO
Republica Checa	NO

Notas: (1) Es de baja importancia, utilizan principalmente intervenciones cambiarias. (2) Autorizado tras cambio constitucional aprobado el 7 de mayo de 2020.
Fuente: Elaboración propia en base a bancos centrales y recopilación de Hartley & Rebucci (2020).

(*) Se refiere a compra de bonos de mediano y largo plazo, con objetivos distintos de la operación de la política monetaria en el corto plazo.

¿Para qué le sirve a un banco central la compra de bonos en el mercado secundario?

Política monetaria (*)

- Para mejorar la transmisión de la política monetaria cuando los bancos retienen liquidez por motivos precautorios
- Para ampliar el impulso monetario cuando la TPM ha alcanzado su mínimo técnico y no puede reducirse más

Estabilidad financiera

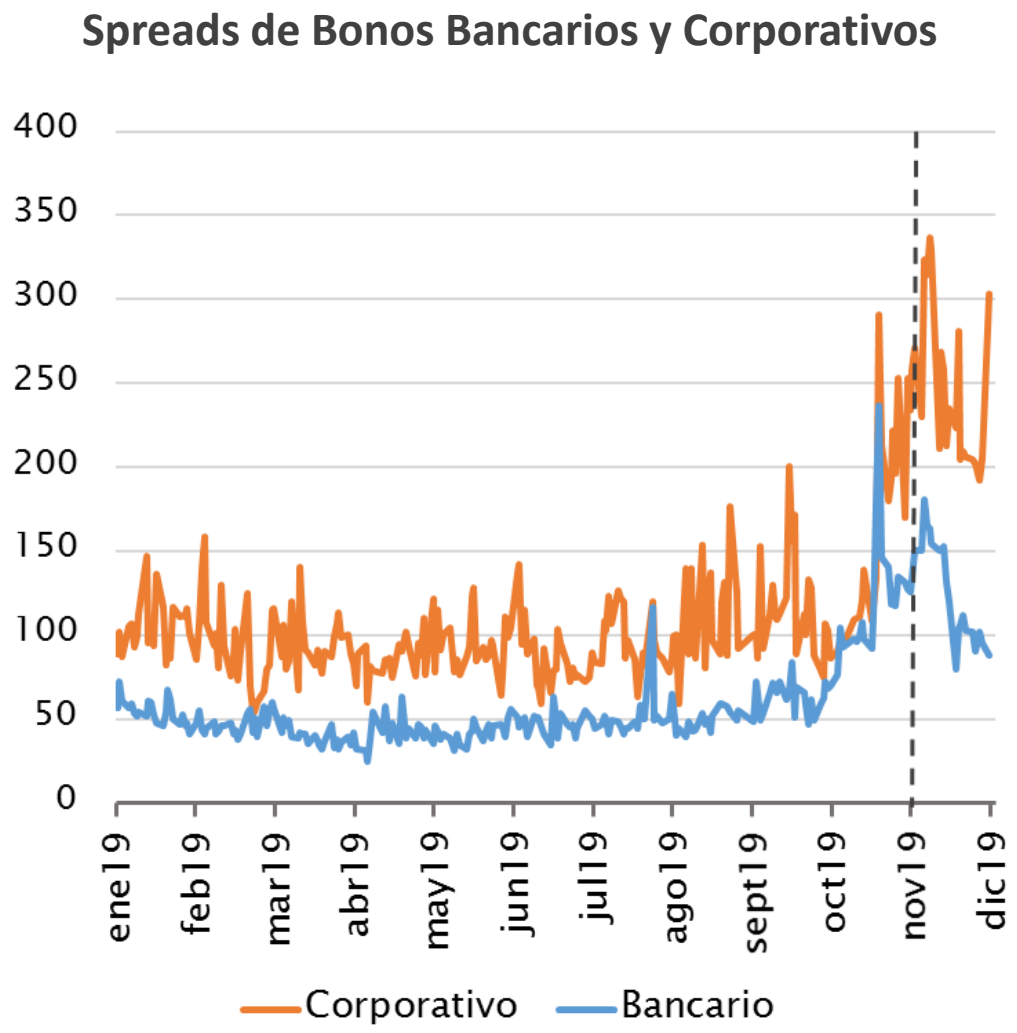
- Para estabilizar los mercados cuando hay cambios abruptos de portafolio, que dificultan la formación de precios
- Para proporcionar liquidez en episodios de alta incertidumbre
- Para influir sobre las tasas de interés de largo plazo
- Para influir sobre el funcionamiento del mercado de renta fija

Existen algunos escenarios en los cuales las necesidades de la política monetaria se interrelacionan fuertemente con las de estabilidad financiera. Por ejemplo, episodios de hiperinflación, de alta incertidumbre o cuando la TPM está en su mínimo

(*) Se excluye la transacción de títulos de corto plazo para la implementación de la política monetaria, a través de la cual se alinean las tasas de mercado de corto plazo con la TPM

¿Para qué le sirve a un banco central la compra de bonos en el mercado secundario? Ejemplo: noviembre 2019

- A raíz de los sucesos gatillados el 18-O aumenta la preferencia por activos de madurez corta. Esto hace que se amplíen los spreads de bonos soberanos, bancarios y corporativos.
- El BCCh anuncia la recompra de deuda propia emitida a plazos largos.
- Esto reduce los spreads, suaviza el ajuste de precios y da una salida ordenada a la venta de estos instrumentos por parte de los agentes económicos.



Observaciones de Panel de Evaluación Externa (2019)

- En 2019 el Banco solicitó a un Panel de Expertos Independiente, conformado por 5 especialistas internacionales, efectuar una evaluación acerca del desempeño del BCCh en el cumplimiento de sus mandatos de estabilidad de precios y estabilidad financiera.
- El informe de este Panel fue presentado al Senado en septiembre de 2019, señalando que el BCCh:
  - «(…) ***a diferencia de otros bancos centrales, no puede participar en operaciones estándar de mercado abierto*** *que involucren bonos y letras del Tesoro, ni siquiera acuerdos de recompra (repos), ya que involucran una compra.*» (p. 31).
  - «*La LOC del BCCh impide que éste financie al gobierno, ya sea directa o indirectamente. Como resultado, el BCCh* ***no puede tener instrumentos de deuda pública interna en su balance, lo que limita su capacidad de participar en una política monetaria no convencional (…)***» (p. 32)
- Tomando en cuenta lo anterior, el Panel recomendó:
  - *"13. Considerar la idoneidad de las herramientas disponibles para* ***contrarrestar los shocks originados más cercanos al país****, especialmente en un ambiente de tasas de interés que podrían ser considerablemente más bajas y probables de alcanzar el* ***límite inferior efectivo****."*

¿Por qué otorgar ahora esta facultad al Banco Central?

- La prohibición al BCCh de adquirir, de manera alguna, bonos del Fisco impone una restricción a las herramientas disponibles para enfrentar escenarios de tensión en los mercados, impidiendo operaciones que podrían contribuir a reducir riesgos para la estabilidad financiera.
- Producto de la crisis sanitaria, se están produciendo caídas significativas en las ventas y la producción, que pueden dificultar la cadena de pagos y el flujo normal de créditos a la economía.
- Si bien el BCCh implementó el mayor ajuste en tasas de los últimos de 10 años, en conjunto con disponer de una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones de los bancos (FCIC), dichas medidas pueden no ser suficientes para mitigar los impactos económicos y financieros de la crisis.
- Aunque el BCCh tiene la facultad de comprar bonos bancarios, esta medida no es siempre suficiente ni eficiente para el fin perseguido. Por un lado, todas las tasas de emisores privados (incluidos bancos) se fija con respecto a una tasa base, que es la de los títulos del Fisco. Comprar bonos bancarios en medio de un *sell off*, no ayuda a contener el alza o lo hace de manera indirecta e imperfecta.
- Además, una exposición excesiva del Banco Central a bonos bancarios genera tensiones con el ejercicio de funciones regulatorias sobre estas instituciones.
- Tener más instrumentos, como la compra de bonos fiscales en el mercado secundario abierto, permite mejorar la capacidad de respuesta frente a situaciones críticas.
- Dado el propósito de estas operaciones, la facultad solo sería invocada excepcionalmente y sobre una base fundada.

Distinciones entre compra de bonos en mercado primario y secundario: aspectos jurídicos

- El concepto de "*mercado abierto*" aparece mencionado en dos normas de la LOC vigente:
  - ✓ Art. 34 N° 5: En este caso, se utiliza en un sentido de *mercado abierto de carácter primario*, en referencia a las entidades autorizadas para concurrir a las licitaciones y ventas por ventanilla de títulos de deuda que emite el propio BCCh. Lo integran las entidades que señala el Compendio de Normas Monetarias y Financieras : 1) Bancos; 2) AFP; 3) Compañías de Seguros; 4) Adm. de Fondos Mutuos; y 5) Corredores de Bolsa y Agentes de Valores.
  - ✓ Art. 35 N° 6: Esta norma alude a un *mercado abierto de carácter secundario*, ya que corresponde a entidades que concurren a comprar y vender al BCCh, también a través de un sistema de licitación o ventanilla, documentos emitidos por terceros, esto es, valores mobiliarios y efectos de comercio que emiten las empresas bancarias. Este tipo de operaciones se realizan esporádicamente.
- Por lo tanto, las modificaciones propuestas apuntan a facultar al BCCh para comprar y vender en el "*mercado abierto*" - integrado por las entidades definidas para estos efectos en su normativa - no sólo bonos bancarios, como ocurre hoy, sino también bonos fiscales, utilizando una plataforma electrónica y competitiva en que las operaciones se adjudican a precios de mercado.
- La razón para intercalar la expresión "*secundario*" obedece a la necesidad de dejar explícito que el BCCh no concurrirá a adquirir directamente bonos de primera emisión del Fisco.

Diferencia entre operaciones habituales para ejecutar la política monetaria y programas excepcionales para fines de estabilidad financiera

- Hay que distinguir entre las operaciones que son para implementar la política monetaria, de las que son para estabilidad financiera.
- El BCCh regula la liquidez a través de operaciones de inyección y drene, que incrementan o reducen la liquidez, respectivamente.
- En las primeras, el BCCh entrega liquidez contra una garantía. Por eso, el BCCh emite Pagarés Descontables (PDBC) que los bancos compran. Son títulos de muy corto plazo (30 días promedio) que los bancos adquieren para cambiarlas por efectivo cuando necesitan fondos de manera transitoria. El BCCh necesita mantener un stock de PDBC para que estas operaciones se puedan implementar eficientemente.
- Por el contrario, cuando el BCCh interviene por razones de Estabilidad Financiera, suele hacerlo sobre títulos de plazos más largos, porque las tensiones se presentan usualmente en el mercado de renta fija por la preferencia por liquidez que ocurre en estos eventos.
- Los títulos soberanos de plazos largos son los que fijan las tasas de los bonos bancarios y soberanos. Tener la flexibilidad para comprar estos títulos permite gestionar eficientemente los problemas de estabilidad financiera.

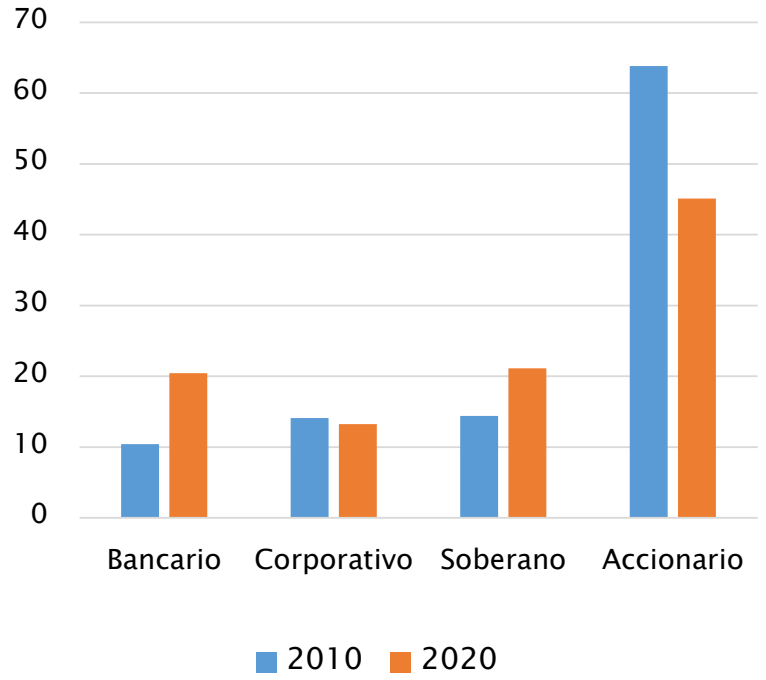
Distinciones entre compra de bonos en mercado primario y secundario: aspectos económicos

- El Fisco, a través de la TGR, efectúa regularmente colocaciones de bonos en el mercado primario. Estas se realizan en grandes volúmenes para satisfacer las necesidades de financiamiento del Fisco, dentro de los límites fijados por la Ley de Presupuestos.
- Los principales compradores de estas emisiones son bancos, AFP, fondos mutuos, compañías de seguros y corredores de bolsa, los que incluyen a su vez compras de no residentes.
- Luego, estos agentes transan bonos regularmente entre sí a lo largo de todo el año, como parte de los ajustes que van realizando a sus portafolios.
- La demanda por estos bonos responde a la búsqueda de activos seguros y líquidos y a cambios en precios relativos. El precio de los bonos está inversamente relacionado con su tasa de interés.
- Los PDBC son instrumentos de corto plazo. Si bien son títulos soberanos, responden a necesidades de liquidez de cortísimo plazo y se usan básicamente para gestionar la caja de bancos o de otros agentes.

	Mercado Primario	Mercado Secundario
Contraparte vendedora	TGR	Bancos, AFP, FFMM, C. Seguro y C. Bolsa

El mercado de renta fija local se ha incrementado en los últimos años en relación al de renta variable, destacando el crecimiento de bonos bancarios y soberanos. Los bonos soberanos representa el segmento mayor y más diversificado de la renta fija.

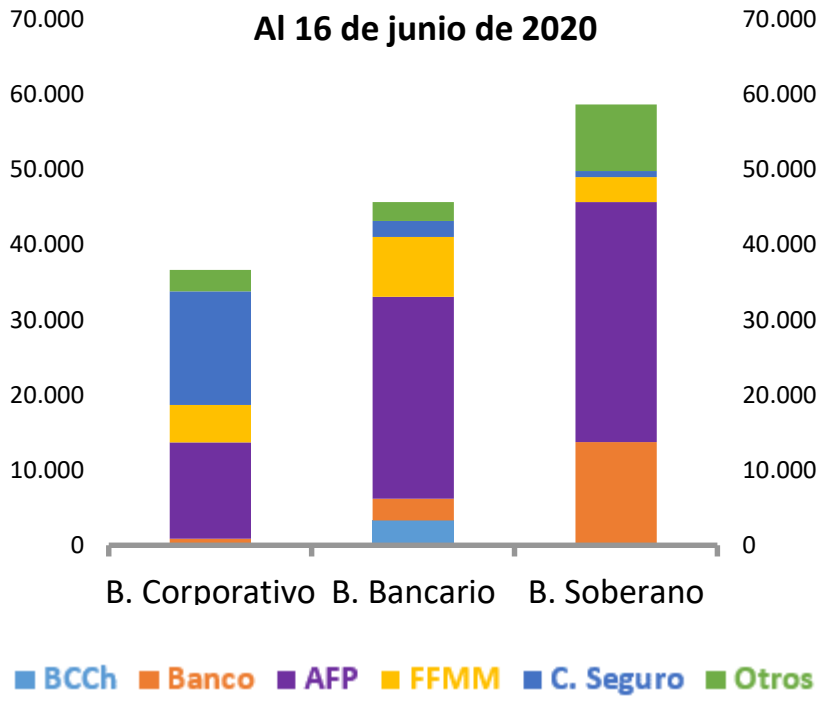
Stock de instrumentos mercado de capitales
(porcentaje PIB)



(*) PIB 12 meses a marzo 2020.

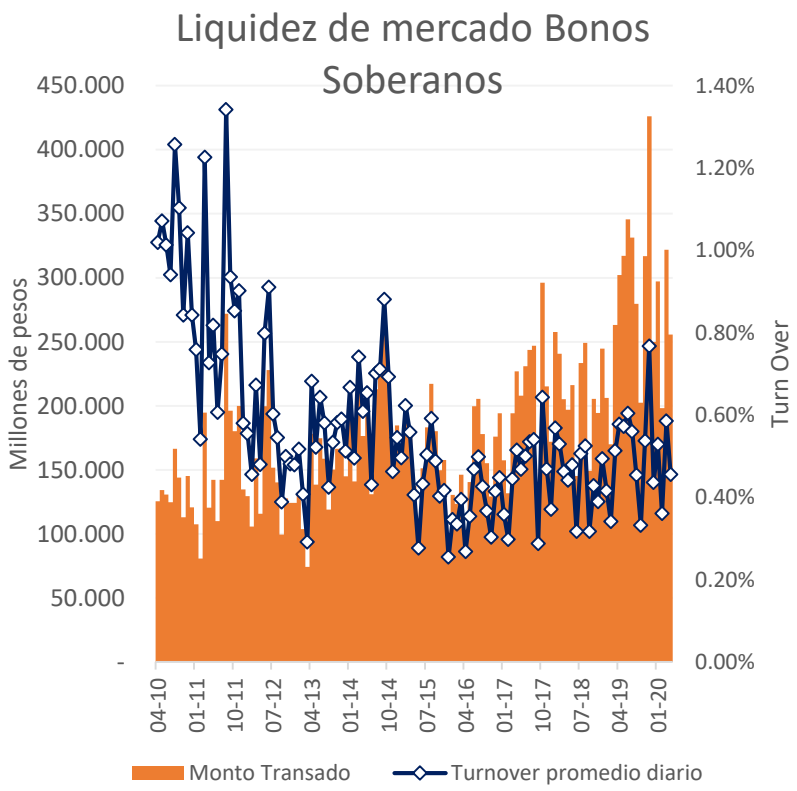
Fuente: Elaboración propia en base Bloomberg y DCV.

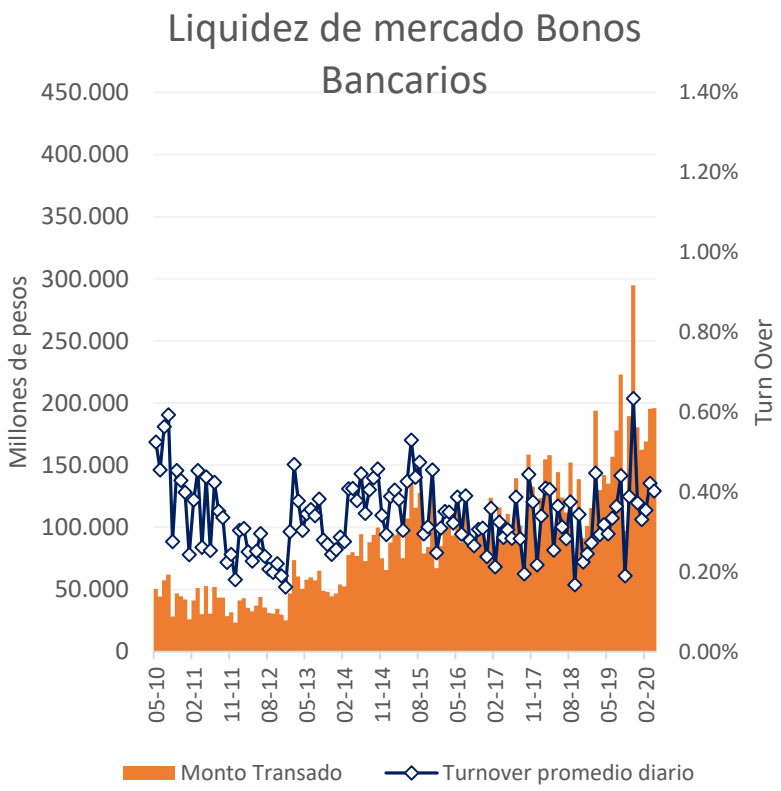
Stock de inversiones renta fija
(Millones de dólares)

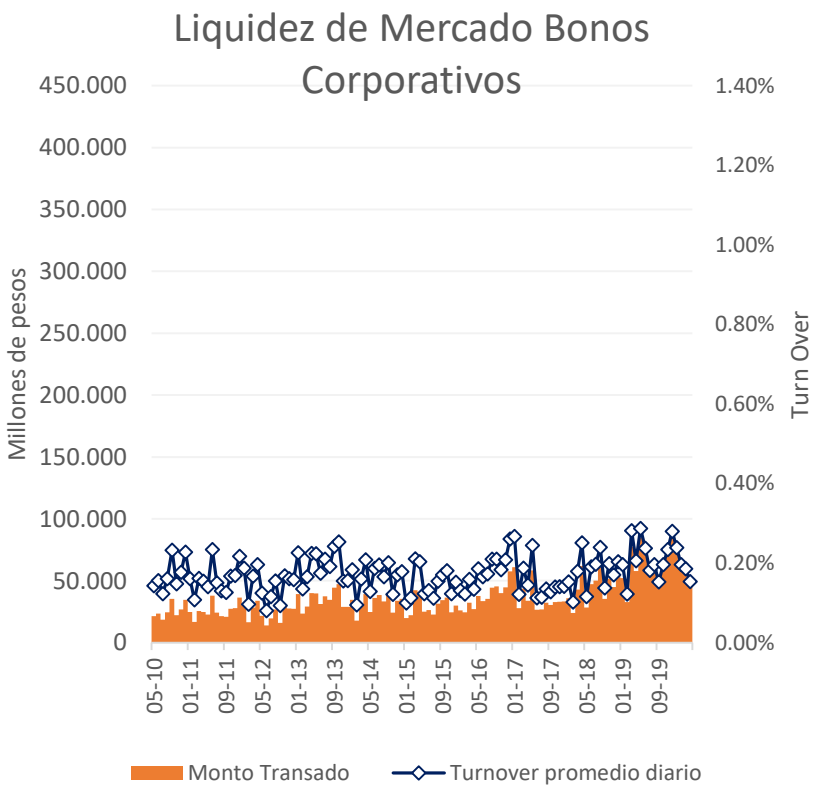


Fuente: Banco Central de Chile.

El mercado secundario de los títulos de deuda soberana es más profundo que los de bonos bancarios y corporativos







Turnover: es la rotación del stock emitido (monto transado/stock vigente).

Resguardos para la autonomía del BCCh y la responsabilidad fiscal en los proyectos de reforma

- Los principios de autonomía monetaria y responsabilidad fiscal aparecen debidamente cautelados por los proyectos de Reforma Constitucional y de modificación a la LOC del BCCh:
  - ✓ Medida de carácter excepcional y transitoria
  - ✓ Acuerdo fundado en que lo exija el mandato del BCCh vinculado a la preservación de la estabilidad financiera
  - ✓ Alto quorum de aprobación por Consejeros (LOC)
  - ✓ Se mantiene la prohibición constitucional de financiar gasto público con créditos directos o indirectos del BCCh, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella.
  - ✓ También se mantiene la prohibición constitucional aplicar tratamientos discriminatorios en las operaciones del BCCh.

¿Cómo se ejercería esta facultad?

- El Consejo invocaría esta facultad excepcionalmente, a través de un Acuerdo de Consejo, fundado en las circunstancias que exigiría la Constitución (riesgo para la continuidad de pagos internos y externos), con la mayoría requerida por la LOC.
- El Consejo debe definir las características del programa que ejecutará, incluyendo:
  - Límites de inversión
  - Plazo de vigencia
  - Características de los bonos elegibles (ej.: incluyendo plazo máximo de madurez y plazo mínimo de antigüedad contado desde su colocación)
- Modalidad de compra:
  - El BCCh realiza las operaciones de compra a través del SOMA, un sistema electrónico de carácter competitivo donde participan bancos, otros inversionistas institucionales y corredoras de bolsa. En este sistema las transacciones se hacen a precios de mercado, ya sea por ventanilla o por licitación, conforme a condiciones prestablecidas y debidamente informadas a todos los participantes.
- La información sobre estos programas deberá ser incorporada por el Consejo en sus informes habituales ante la Comisión de Hacienda y la Sala del Senado (art. 80 LOC).

¿Cómo se ejercería esta facultad? Implementación operativa

Ejemplo: programa de compra de bonos bancarios de marzo de 2020.

Este programa fue anunciado el 14 de marzo, con el objetivo de contener los efectos de eventos de alta volatilidad en el mercado de renta fija.

Consideró la compra de bonos de todas las instituciones bancarias del país por hasta US$4.000 millones.

Criterios para la compra:

- Denominación: bonos en pesos y UF
- Plazo residual de hasta 5 años.
- El máximo monto a comprar por emisor es equivalente al 20% de la participación del outstanding de bonos bancarios menores a 5 años.

Tasa de compra por categoría: considera un spread por sobre la tasa Swap Promedio Cámara (SPC) al plazo respectivo.

- AAA: SPC + 2,5%
- AA: SPC + 2,6%
- A: SPC + 2,8%

Las operaciones se realizan mediante ventanillas e incluyen las siguientes condiciones financieras:

- Las series de títulos elegibles.
- Las tasas de compra.
- Montos máximos a compra por cada emisor.

¿Es posible que el ejercicio de esta facultad reponga el financiamiento monetario del Fisco?

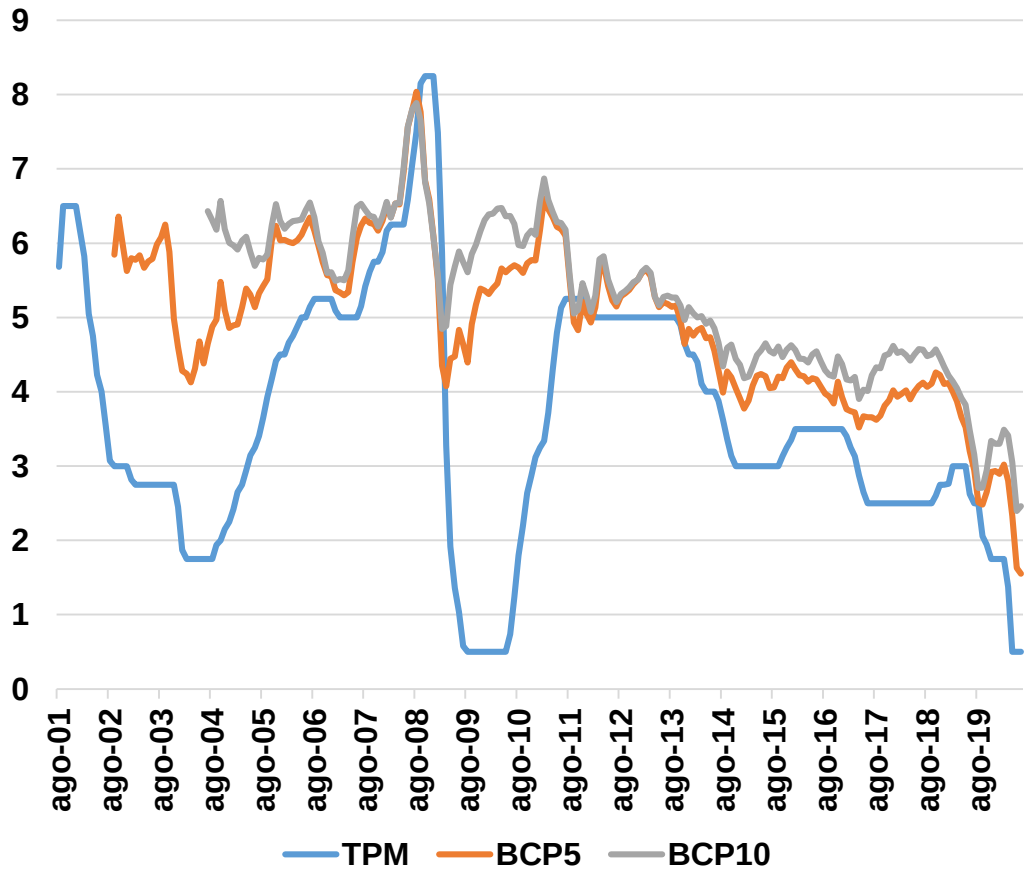
- No cabe duda de que la adquisición de títulos de deuda del Fisco en el mercado primario constituye financiamiento monetario del gasto público. Al igual que en el caso del otorgamiento de un crédito directo, acá el Fisco obtiene fondos en una interacción bilateral, bajo condiciones acordadas directamente entre dos partes (emisor/deudor y adquirente/acreedor).
- La compra de bonos públicos en el mercado secundario es esencialmente diferente de lo anterior, por tratarse de operaciones que se efectúan en un mercado en el que participan diversos agentes en un entorno competitivo, con mecanismos transparentes de formación de precios. De aquí que ésta sea una modalidad ampliamente permitida para la gran mayoría de bancos centrales del mundo, tal como lo observó el Panel de Expertos, y que ha sido especialmente utilizada en el contexto de la CFG y la actual crisis COVID 19.
- Las diferencias son aún mayores si, como se plantea en el proyecto, esta facultad se utiliza de manera excepcional y fundada.
- Aún así, el riesgo de presiones del gobierno sobre el banco central sólo desaparece en la medida que este último sea una institución plenamente técnica y autónoma, reflejada en su independencia organizacional, funcional y financiera. En la medida que esta condición se cumpla, no cabe esperar que esta herramienta se use para otros fines que no sean los establecidos por la Ley, ni son relevantes las comparaciones con países cuyo banco central no es realmente independiente.

¿Es posible que el financiamiento monetario del Fisco actúe indirectamente?

- Aunque la adquisición temporal de bonos soberanos podría afectar el costo del crédito para el Fisco, también lo tiene cualquier medida expansiva de política monetaria.
- Por tanto, si cualquier efecto indirecto sobre las tasas soberanas se considerara "financiamiento fiscal", el BCCh no podría hacer política monetaria.

TPM y tasas de bonos soberanos a 5 y 10 años, 2000-2020

(datos mensuales, %)

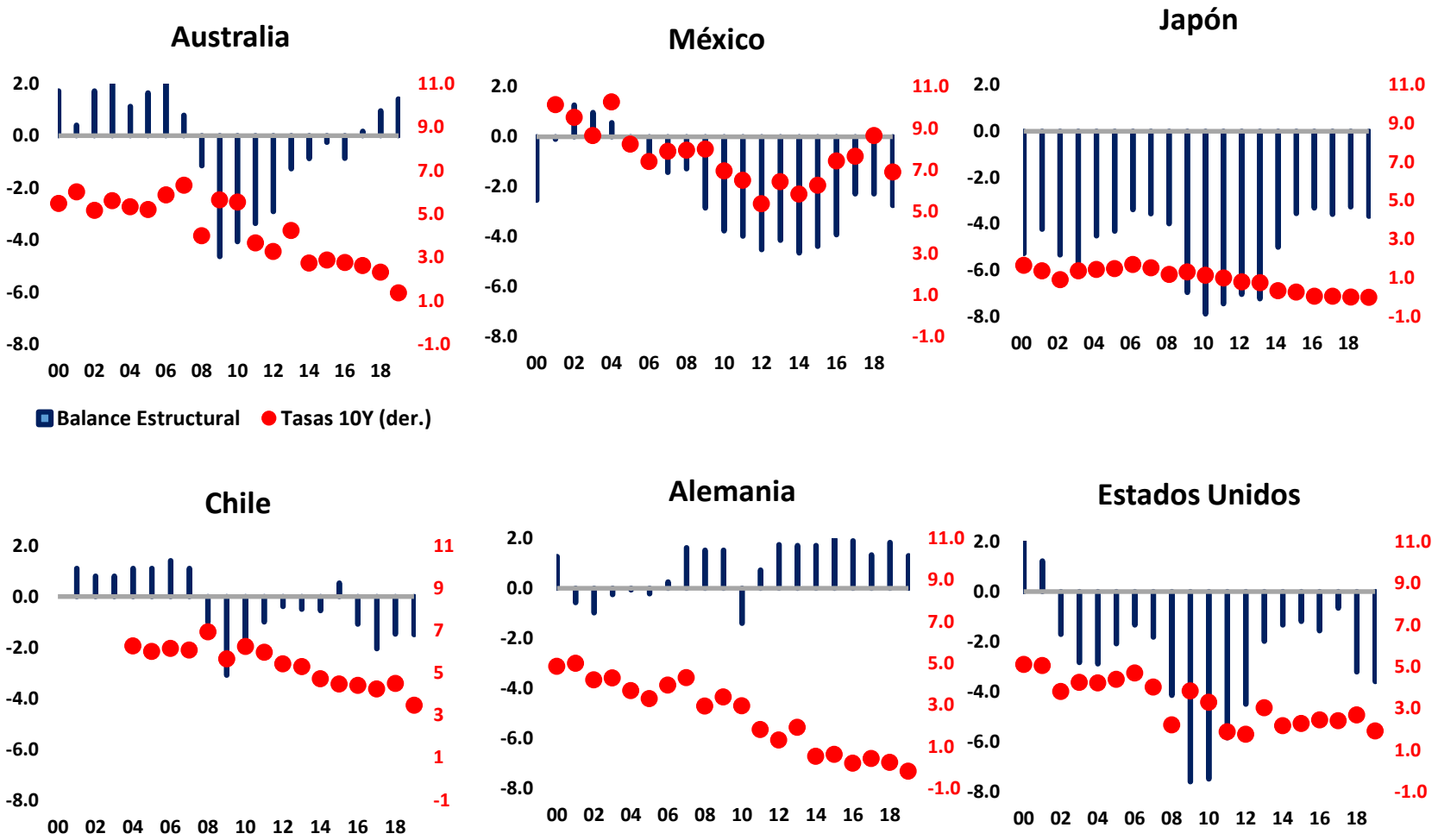


Fuente: BCCh

¿Es posible que el financiamiento monetario del Fisco actúe indirectamente?

- La política fiscal no se define en base al costo del crédito, sino en base a criterios de sostenibilidad de largo plazo.
- Por ello no existe una asociación robusta entre déficit fiscales cíclicamente ajustado y tasas de bonos soberanos.

Balance fiscal cíclicamente ajustado y Tasa soberana de 10 años
(porcentaje del PIB, porcentaje)



Fuente: FMI, Bloomberg y Ministerio de Hacienda. Para México balance estructural corresponde a porcentaje del PIB potencial

¿Quién se beneficia con el ejercicio excepcional de esta facultad por el Banco Central?

¿Emisor de los bonos (Fisco)?

¿Inversionistas (Bancos, FFMM, CSV, AFP, NR)?

¿Grandes empresas y bancos?

¿Banco Central?

- La estabilidad financiera beneficia al país en general, porque permite que el sector financiero cumpla su función de intermediación entre ahorro e inversión y que el riesgo esté bien distribuido.
- La experiencia de Chile y otros países demuestra que las crisis financieras perjudican a la economía en su conjunto, especialmente a los pequeños ahorrantes e inversionistas, tienen un alto costo fiscal y son fuertemente regresivas.

Compra excepcional de bonos del Fisco en el mercado secundario abierto y autonomía del Banco Central

- Dentro de poco, el BCCh completará 31 años de autonomía. Esta se ha puesto a prueba en distintos contextos políticos y económicos, pudiendo constatarse que el BCCh nunca se ha prestado para el uso de "resquicios" en la relación con el Gobierno ni ha cedido a presiones de éste.
- De acuerdo a diversas metodologías para medir la autonomía de los bancos centrales, el BCCh se encuentra dentro del 10% de bancos con mayor autonomía del mundo. Otros estudios también lo ubican entre los bancos más transparentes en el manejo de la política monetaria.
- La evaluación del Panel Externo concluyó en 2019: *"Encontramos que el BCCh es un Banco Central de alta calidad y muy profesional. El análisis y conducción de política cumplen altos estándares, comparables a los de bancos centrales con marcos de metas de inflación en economías avanzadas. El marco legal que gobierna al BCCh asegura a éste total independencia en su conducción de la política monetaria*"
- En tales circunstancias, la desconfianza que llevó a extender la prohibición de otorgar créditos al gobierno hasta la compra de bonos públicos en el mercado secundario, debería haberse disipado.
- Por otra parte, la autonomía no debe ser vista como un objetivo en sí mismo, sino como un requisito institucional para que el BCCh pueda cumplir con los mandatos que le da la ley.
- El proyecto de reforma amplía la flexibilidad para que el Banco pueda enfrentar escenarios de mayor tensión, con la autonomía que lo ha caracterizado por varias décadas, para cumplir con una función de máxima importancia para el país y de especial relevancia en la actual coyuntura.

Conclusiones

- Las normas constitucionales que prohíben al BCCh adquirir documentos del Estado, sus organismo o empresas, al extenderse a la compra de bonos del Fisco en el mercado secundario, privan al BCCh de un instrumento que es de uso común por muchos bancos centrales en el mundo.
- En la experiencia de los bancos centrales con mayor prestigio, las transacciones de bonos soberanos en el mercado secundario no se utilizan para financiar gasto público ni revertir pérdidas de determinados agentes económicos, sino con la finalidad de elevar la efectividad de los bancos centrales en la conducción de la política monetaria y financiera.
- En base a la experiencia comparada y en atención a la situación crítica por la que atraviesa nuestro país y el mundo entero en estos momentos, parece pertinente revisar la normativa constitucional y legal vigente, facultando al BCCh para adquirir títulos de deuda emitidos por Fisco de Chile, en el mercado secundario abierto, en circunstancias excepcionales.
- En particular, esta es una facultad especialmente útil para resguardar la estabilidad financiera.
- La autonomía con que se ha administrado el BCCh en los últimos 31 años, además de los resguardos contemplados en la normativa propuesta, aseguran que no se hará un mal uso de estas facultades.
- En tales circunstancias, el Consejo del BCCh manifiesta su pleno acuerdo con el proyecto en discusión, actualmente en la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del H. Senado de la República.

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)

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado | 3 de julio, 2020

28