

Proyectos de reforma constitucional relativos a prohibición de financiamiento del gasto público por el BCCh

(Boletines 13.399-05 y 13.400-05)



Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Hacienda del Senado. Valparaíso, 20 abril de 2020

Norma constitucional vigente

El artículo 109 de la Constitución, contempla dos prohibiciones en materia de financiamiento del Banco Central al Fisco:

- (i) Prohibición al BCCh de adquirir, de manera alguna, documentos de Estado, sus organismos o empresas (inciso primero); y
- (ii) Prohibición de financiar gasto público con créditos directos o indirectos del BCCh (inc. segundo)

La prohibición de financiar gasto público admite una sola excepción (inc. tercero):

En 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.



Norma constitucional vigente

Estas normas responden a tres fundamentos:

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 los artículo 1°, 3° y 27° de la LOC del BCCh

Mociones de reforma constitucional

Boletín N° 13.400-05. Moción del H. Senador Sr. Pizarro. Modifica incisos 2° y 3° del art. 109 de la Constitución:

- Suprimir la prohibición que impide al Banco financiar gastos o préstamos públicos mediante créditos *indirectos*.
- Habilitar al Banco para obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y a entidades públicas o privadas “*cuando se declare estado de excepción constitucional de catástrofe, siempre que dicha declaración abarque todo el territorio nacional, afectando el funcionamiento del país, con clara disminución o paralización de la actividad económica*”.

Boletín N° 13.399-05. Moción de los H. Senadores, Sres. Montes y Elizalde, y Sra. Allende. Sustituye inciso 3° art. 109 de la Constitución:

- Facultar al BCCh para obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas y privadas en los siguientes casos:
 - (a) guerra exterior o peligro de ella, *que calificará el Presidente de la República habiendo oído previamente al Consejo de Seguridad Nacional*; y
 - (b) *alerta sanitaria decretada y con previo acuerdo del Presidente de la República*

Mociones de reforma constitucional

- De esta manera, las mociones buscan:
 - Limitar la prohibición constitucional al financiamiento directo al Fisco, permitiendo la transacción de títulos de deuda pública en el mercado secundario
 - Establecer nuevas excepciones a la norma constitucional
 - Adecuar el procedimiento para regular el ejercicio de estas excepciones
- Alcances:
 - En la Cámara de Diputados se ha presentado otra moción con objetivos similares
 - Una reforma de la Constitución en este ámbito podría requerir el patrocinio del Presidente de la República, por tratarse de materias de administración financiera del Estado (Art. 63 y 65 N°3)
 - Debería ser seguida de una reforma de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central
 - Dependiendo de su contenido, podría requerir modificaciones de la Ley de Administración Financiera del Estado

Antecedentes históricos

- Desde su creación en el año 1925, las leyes orgánicas anteriores a la actual CPR permitieron al BCCh adquirir títulos emitidos por el Fisco
- Ello se vinculaba con la autorización que también se daba al Banco para conceder créditos al Fisco
- Estas 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
- En reacción a lo anterior, 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 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.”
- Este es el antecedente inmediato de la actual disposición constitucional

Antecedentes históricos

- Sin embargo, la norma constitucional aprobada en 1980 fue más allá, extendiendo la prohibición al llamado “crédito indirecto”, lo que en la práctica impide adquirir títulos del Fisco en el mercado secundario
- Se señaló que ello tenía por objeto evitar “resquicios” que permitieran “financiar gastos con emisiones” adquiridas por el BCCh
- La estrictez de esta norma fue cuestionada en el Consejo de Estado por Pedro Ibáñez(sesión N° 95):

“...llama la atención la prohibición que según el artículo 102 [del Proyecto], tiene el Banco Central de adquirir documentos emitido 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.”



Cuestiones a analizar

1. ¿Siguen estando vigentes los riesgos que genera el financiamiento monetario de los déficits fiscales?
2. ¿Qué circunstancias justificarían excepciones o modificaciones a la prohibición constitucional?

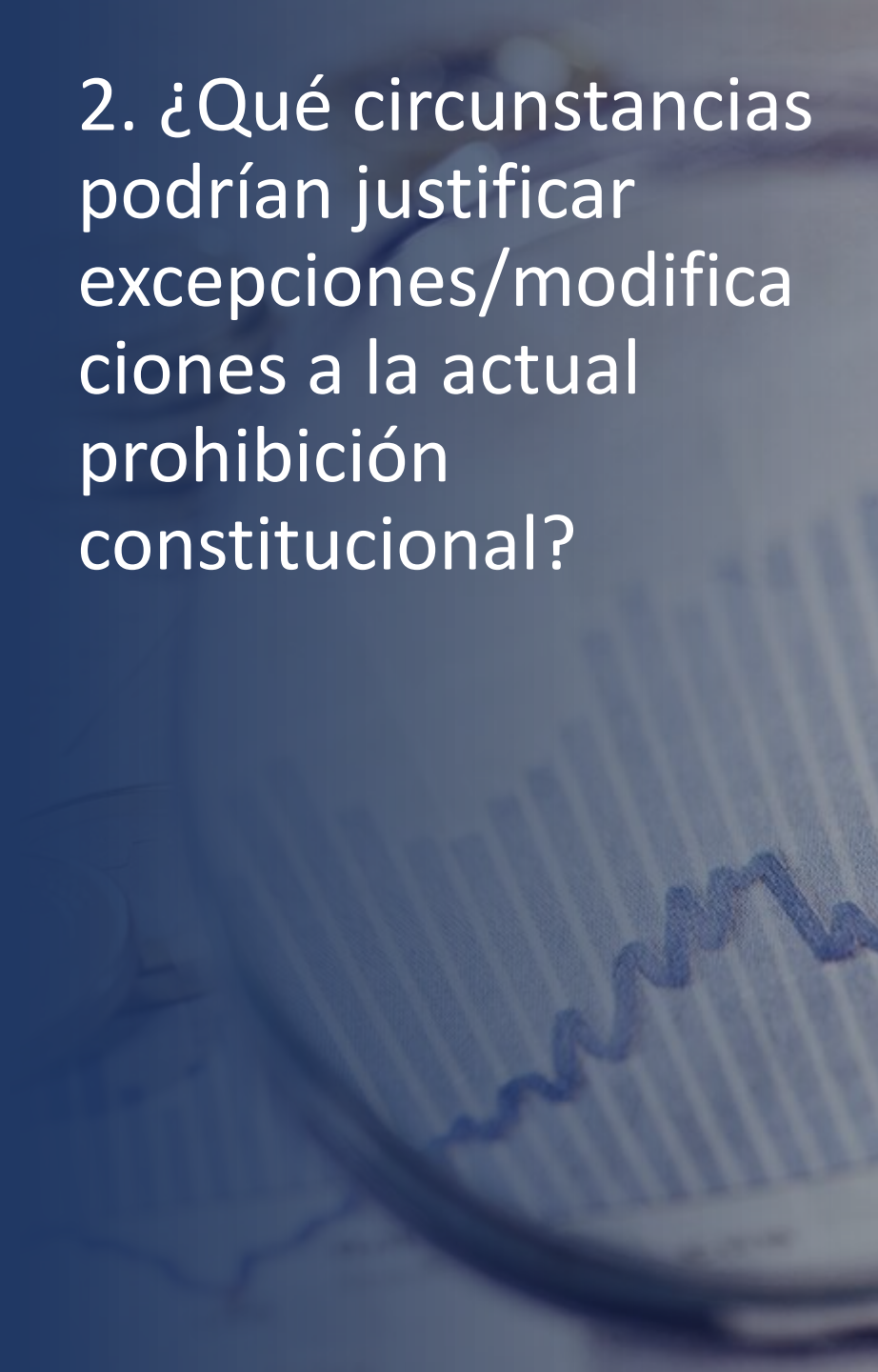
1. ¿Siguen estando vigentes los riesgos que genera el financiamiento monetario de los déficits fiscales?

- Existe un amplio consenso en la literatura económica en cuanto a que el financiamiento monetario de los déficits fiscales es uno de los principales responsables de altas tasas de inflación
- El financiamiento monetario acentúa el comportamiento procíclico de la política fiscal y alienta la inconsistencia temporal de las decisiones fiscales
- Cuando los agentes económicos anticipan el comportamiento del gobierno, desaparecen incluso los eventuales beneficios de corto plazo sobre la actividad y el empleo
- La posibilidad de financiar al fisco subordina la política monetaria a las decisiones fiscales y compromete en los hechos la autonomía de los bancos centrales
- Lo anterior está refrendado empíricamente, incluida la experiencia histórica de Chile y casos contemporáneos

1. ¿Siguen estando vigentes los riesgos que genera el financiamiento monetario de los déficits fiscales?

- Producto de esta experiencias, un amplio número de bancos centrales, especialmente en países avanzados, tienen prohibido otorgar préstamos al gobierno
- BCE:

“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... en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas... así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales.” (artículo 123 N° 1 del Tratado de la UE)
- Cabe notar que esta prohibición no se extiende a la adquisición indirecta de instrumentos, la que se usa para ejecutar la política monetaria y apoyar la estabilidad financiera
- En algunos casos se contemplan excepciones para financiamiento de corto plazo de descalces de caja (Bank of England)



2. ¿Qué circunstancias podrían justificar excepciones/modificaciones a la actual prohibición constitucional?

Se examinarán cuatro casos:

- a) Necesidades urgentes de gasto
- b) Desequilibrios transitorios de la caja fiscal
- c) Falta de acceso del Fisco a financiamiento
- d) Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario

2.a. Necesidades urgentes de gasto

- Los límites al gasto público están fijados por la política fiscal, que es responsabilidad exclusiva del Ejecutivo, la que se traduce en los límites de gasto en la Ley de Presupuestos
- En la práctica pueden producirse emergencias o situaciones no previstas (desastres naturales, emergencias sanitarias, crisis económicas), que demanden gastos no incluidos en el presupuesto
- La autorización de gastos se puede modificar mediante decretos (reasignaciones, 2% constitucional) o ley común
- Para el financiamiento de estos gastos, se cuenta con las siguientes fuentes:
 - Provisiones del Tesoro Público (en promedio, 2% del gasto presupuestado)
 - Endeudamiento autorizado (en artículo 3° de Ley de Presupuestos) o autorización incorporada a legislación que autoriza gastos
 - Uso de fondos soberanos (FEES, fondos liberados de FCE)
- Estas normas dan mayores alternativas de financiamiento de lo que es habitual encontrar en otros países

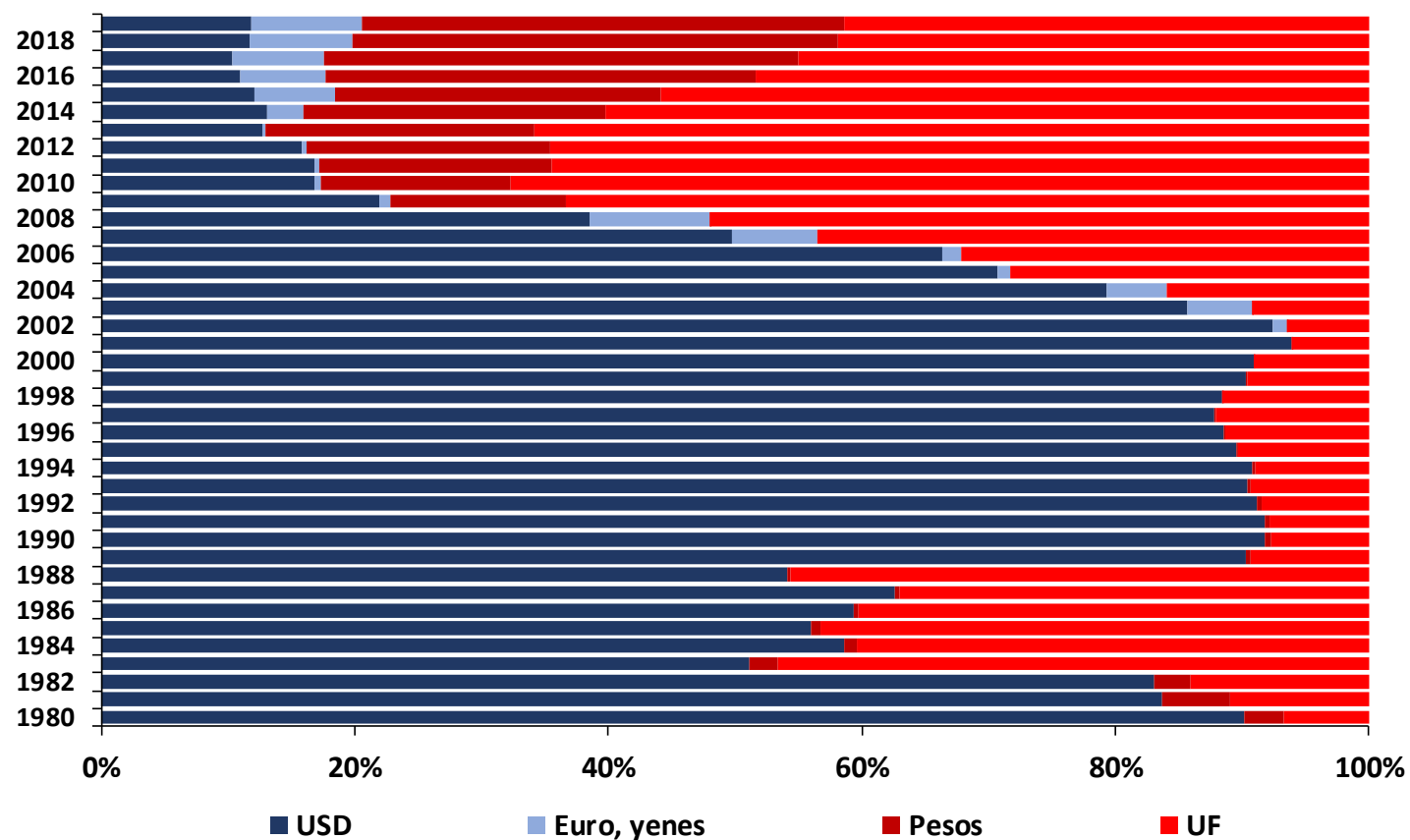


2.b. Desequilibrios transitorios de la caja fiscal

- En Chile, la caja fiscal está sujeta a una programación anual, que determina la oportunidad de las emisiones de deuda
- Una vez asignada, la caja se administra descentralizadamente y los ministerios y servicios públicos mantienen cuentas en la CUF y otras cuentas corrientes
- Desequilibrios no anticipados de la caja se resuelven con saldos no comprometidos, manejo de activos financieros
- La importancia creciente de la emisión de bonos en pesos y UF en el mercado local ha resuelto el riesgo de rezagos en la emisión de deuda y descalce de monedas

Alrededor del 80% del financiamiento del Fisco se obtiene actualmente en moneda nacional, comparado con menos del 20% a comienzos de los 80

Composición por monedas del financiamiento del Fisco 1980-2019



Fuente: elaboración propia en base a información de Dipres y Tesorería.

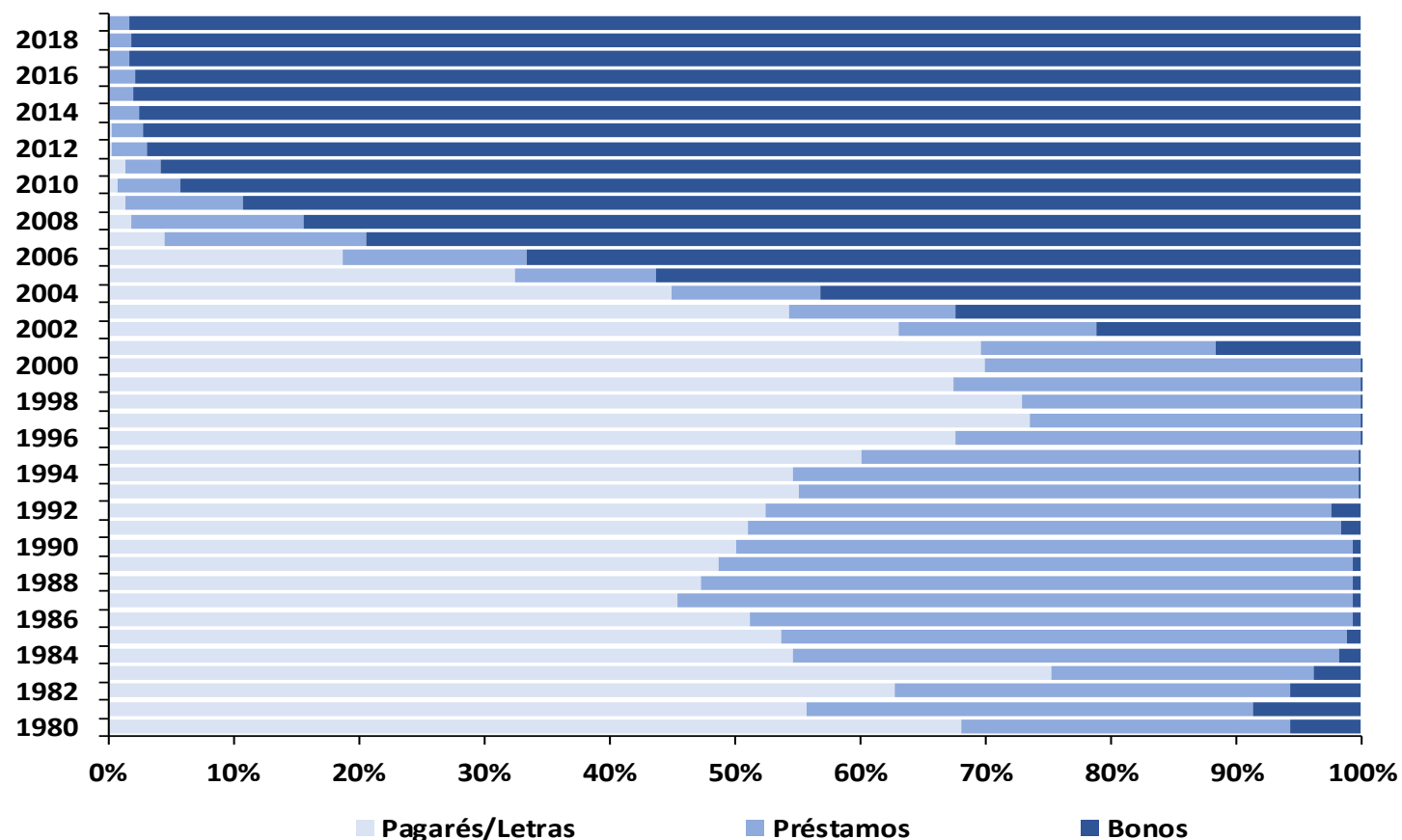


2.c. Falta de acceso a financiamiento

- Ante causas internas o endógenas (mala gestión económica, conflicto de poderes, pérdida de confianza de inversionistas) un financiamiento por el BC sería equívoco y contraproducente
- Causas externas o exógenas (bloqueo económico, colapso de mercados), no serían responsabilidad del Gobierno
- Importancia de causas externas ha cambiado significativamente con la diversificación de las fuentes de financiamiento fiscal

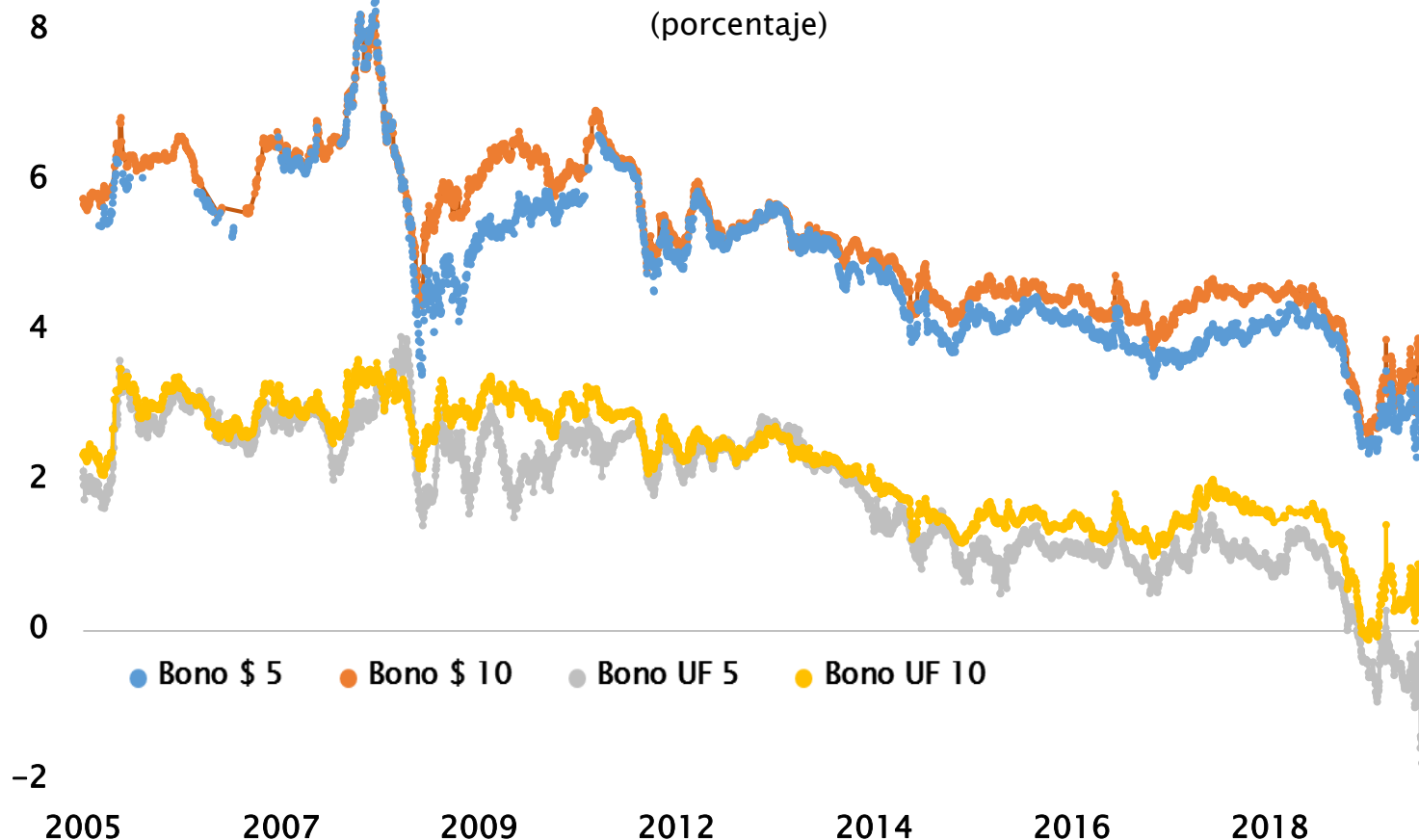
El financiamiento fiscal ha dejado de depender de préstamos bancarios o de organismos internacionales. Actualmente el 98% proviene de bonos en moneda nacional y extranjera

Composición por instrumentos del financiamiento del Fisco 1980-2019



Las condiciones bajo las cuales el fisco coloca bonos en el mercado local son muy favorables, tanto por tasas, como por demanda

Evolución tasas de bonos del Tesoro
(porcentaje)



Fuente: elaboración propia en base a información de Dipres y Tesorería.

BTP-5

Fecha	Tasa (%)	Demanda (BtC)
16-may-18	4.12	1.00
29-ago-18	4.10	2.10
24-oct-18	4.38	0.96
13-mar-19	3.78	6.25
24-abr-19	3.55	3.03
08-abr-20	1.96	4.46
Promedio	3.65	2.97

BTU-5

Fecha	Tasa (%)	Demanda (BtC)
16-may-18	1.20	3.81
11-jul-18	1.10	1.73
22-ago-18	0.90	3.03
13-mar-19	1.00	5.66
24-abr-19	0.64	3.38
16-oct-19	-0.66	1.42
08-abr-20	-0.25	2.39
15-abr-20	-0.25	2.80
Promedio	0.46	3.03

La duración de los bonos se ha ido alargando, llegando hasta los 30 años, y sus vencimientos son bastante escalonados, todo lo cual refleja la confianza de los mercados

Vencimientos TGR

(mill. US\$; años)

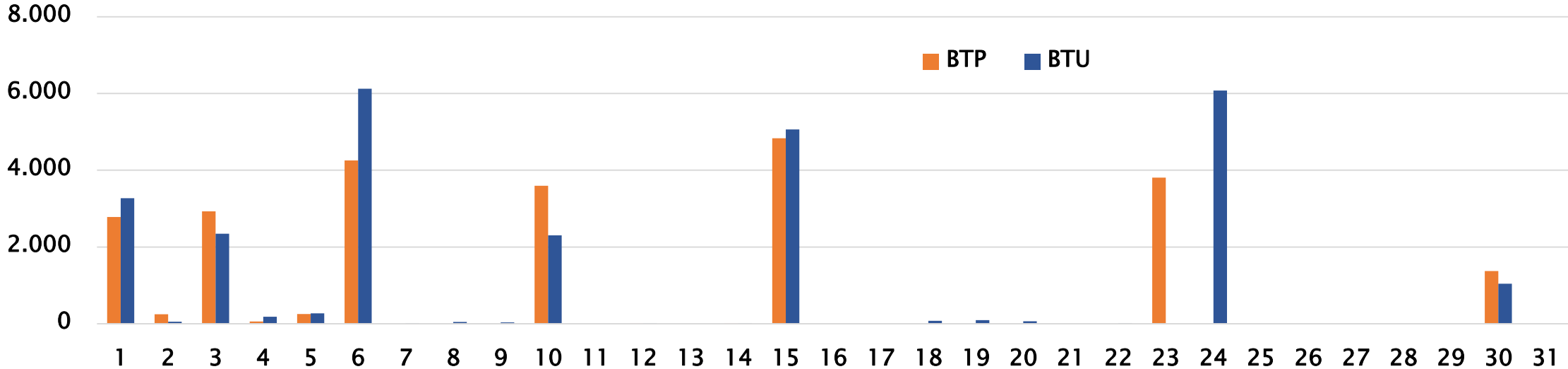


Tabla Vencimientos
(Monto en US\$ Mill.)

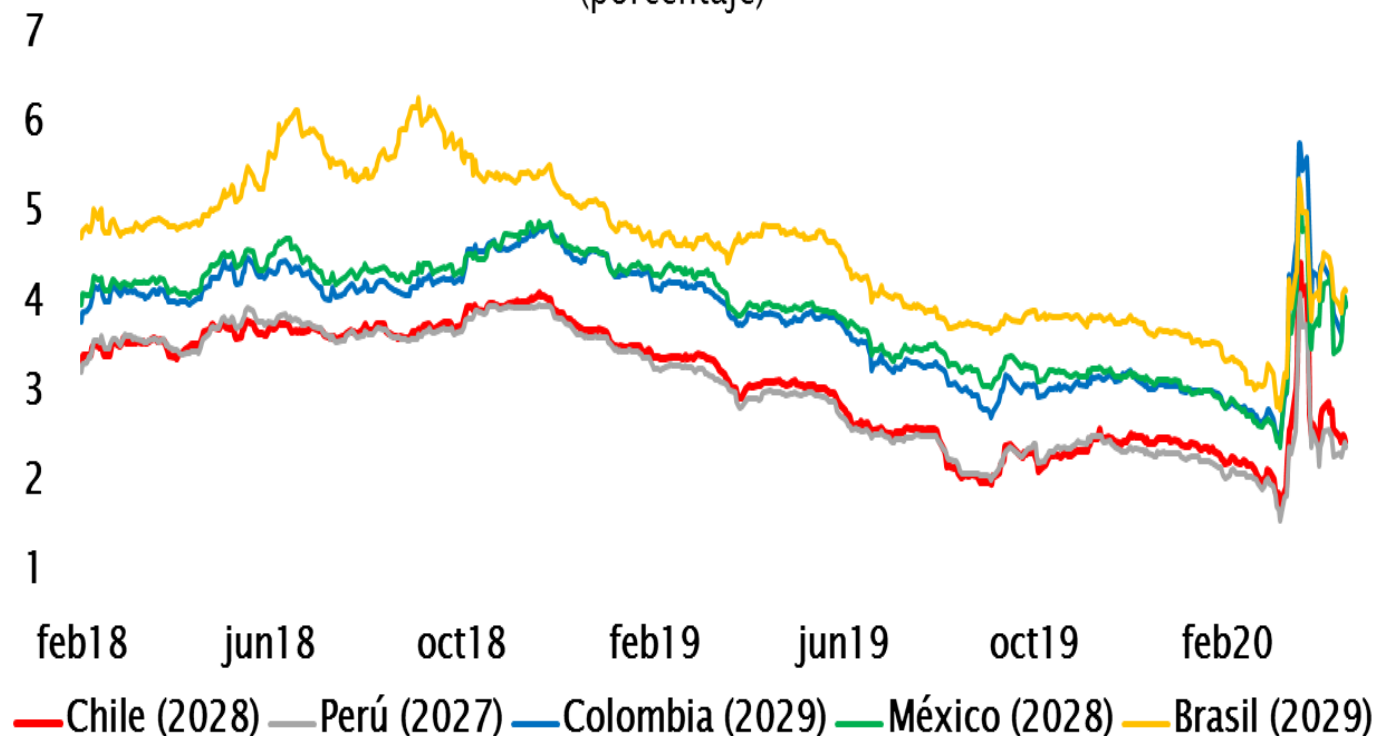
	3m	6m	9m	1a	2a	3a	4a	5a	6a	7a	8a	9a	10a	12a	14a	15a	18a	19a	20a	22a	23a	24a	30a
Monto BTP				2,784	249	2,927	55	250	4,257				3,596	5	7	4,833					3,809		1,373
Tasa \$ (%)	0.55	0.60	0.66		0.93			1.96		2.62				3.25					3.59				
Monto BTU				3,271	53	2,346	178	272	6,128	12	45	32	2,302	10	9	5,067	76	91	62	17	0	6,078	1,045
Tasa UF (%)					-0.96			-0.25		0.15				0.53					0.76				

Fuente: BCCh. Nota: en color tasa interpolada. Para los tramos menor 1 año, se utilizó como referencia para la interpolación las tasas de PDBC y bonos de corto plazo.

En el mercado internacional Chile ha logrado muy buenas colocaciones de bonos, con tasas que se ubican por debajo de otros países de la región, los cuales tampoco han tenido dificultades para colocar su deuda

Tasas 10a LatAm en USD

(porcentaje)



Fuente: elaboración propia en base a información de Dipres y Tesorería.

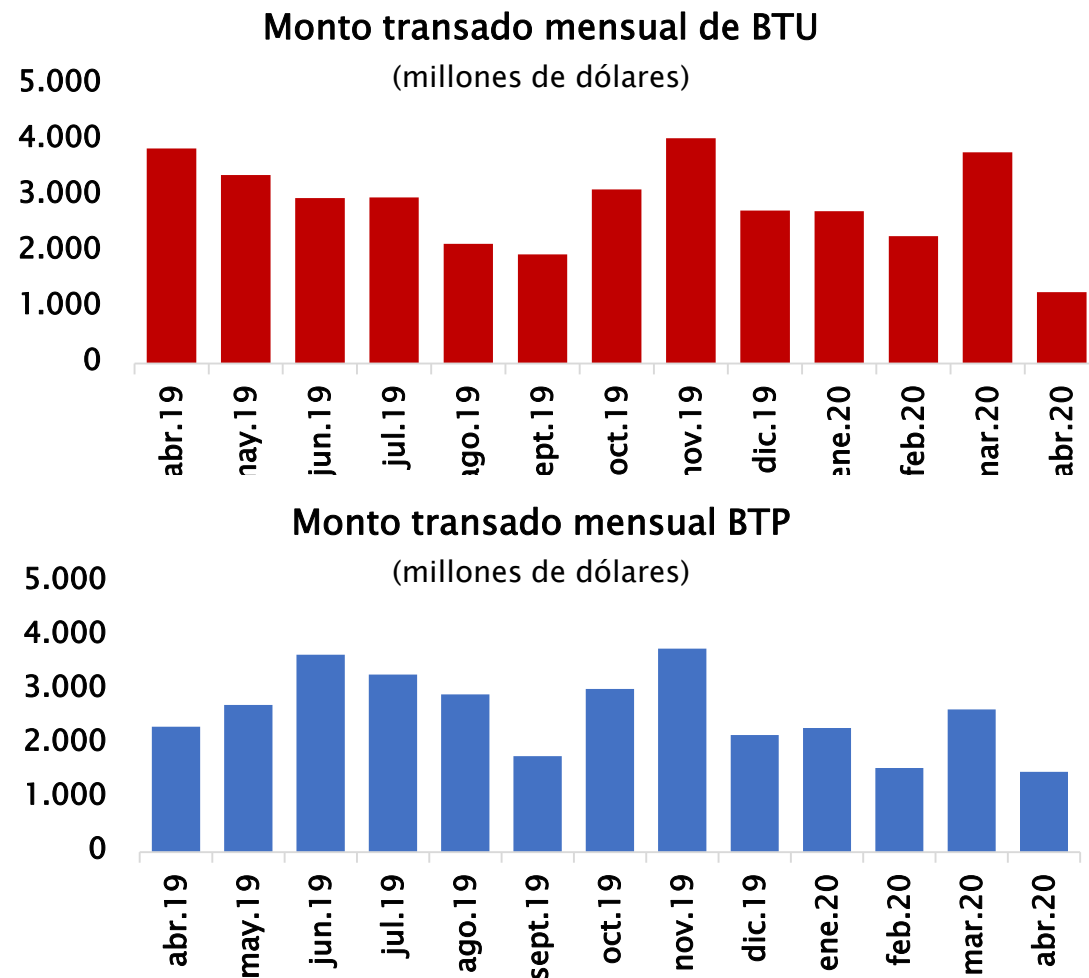
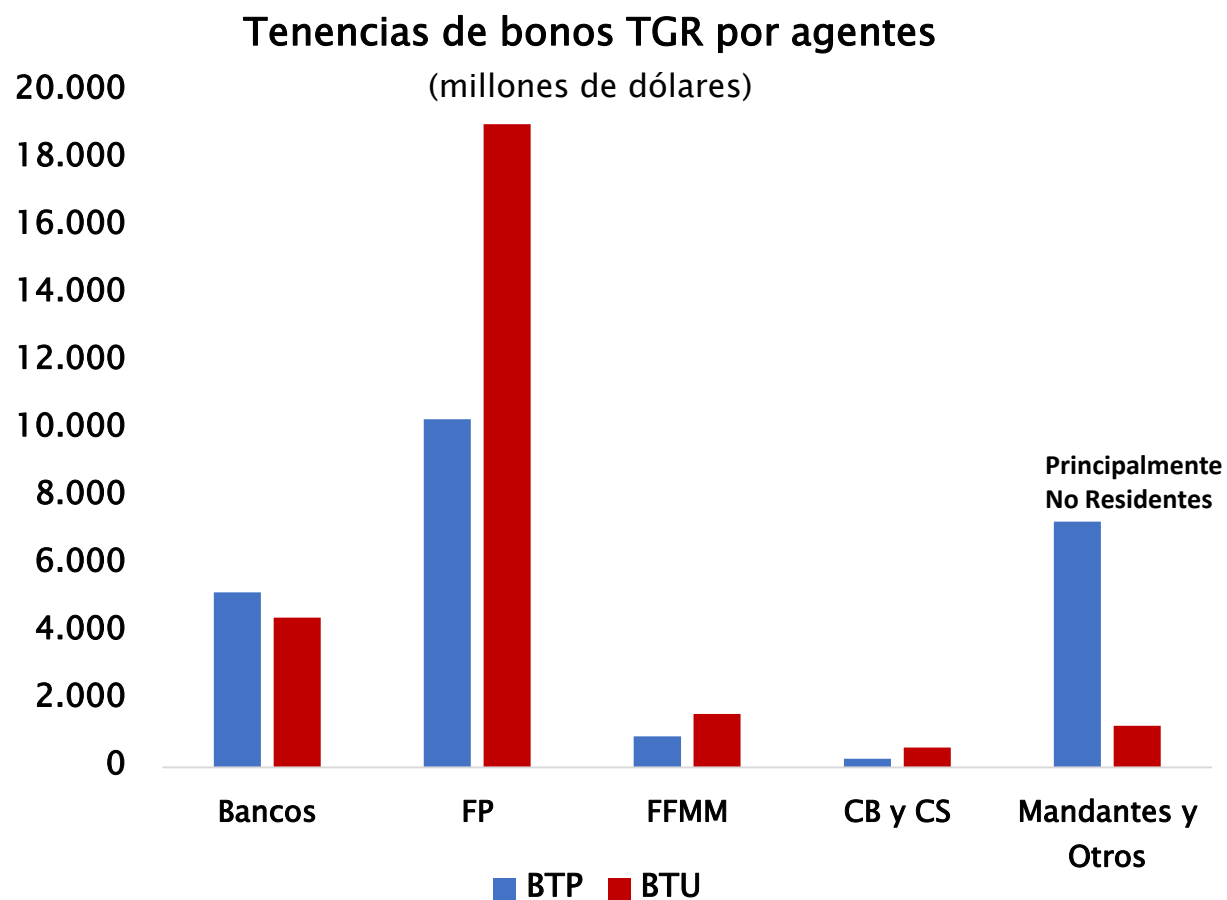
Emisores	Emisión	Monto mill.	Plazo (años)	Yield	Rating	B/C
Chile (bono verde)	22-ene-20	750	12	2.57	A+	2.5
Chile* (bono verde)	22-ene-20	900	30	3.28	A+	2.0
Chile* (bono verde)	21-ene-20	694	11	0.695	A+	2.5
Chile (bono verde)	21-ene-20	1,267	20	1.30	A+	1.7
Colombia	21-ene-20	1,542	20	3.12	BBB-	4.5
México	13-ene-20	1,250	10	1.24	BBB	3.8
	06-ene-20	3,069	10	3.31	BBB	6.4
Brasil	04-nov-19	2,500	30	4.91	BB-	3.0
Perú	16-abr-20	1,000	5	2.39	BBB+	8.25
	16-abr-20	2,000	10	2.78	BBB+	8.25
Panamá	26-mar-20	2,500	36	4.50	BBB+	3.0



2.d. Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario

- La prohibición de otorgar “créditos indirectos” que se impone al Banco, impide adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas, aunque esto se haga en el mercado secundario
- Participan en el mercado secundario agentes que tienen en sus portafolios de inversión bonos emitidos originalmente por el gobierno. En general, estos mercados están caracterizados por grandes volúmenes de transacciones

La tenencia de títulos del Fisco en UF está principalmente en manos de las AFP y bancos. Lo no residentes tienen una alta participación en títulos nominales. Montos transados del mercado secundario son relevantes, el 10% del total

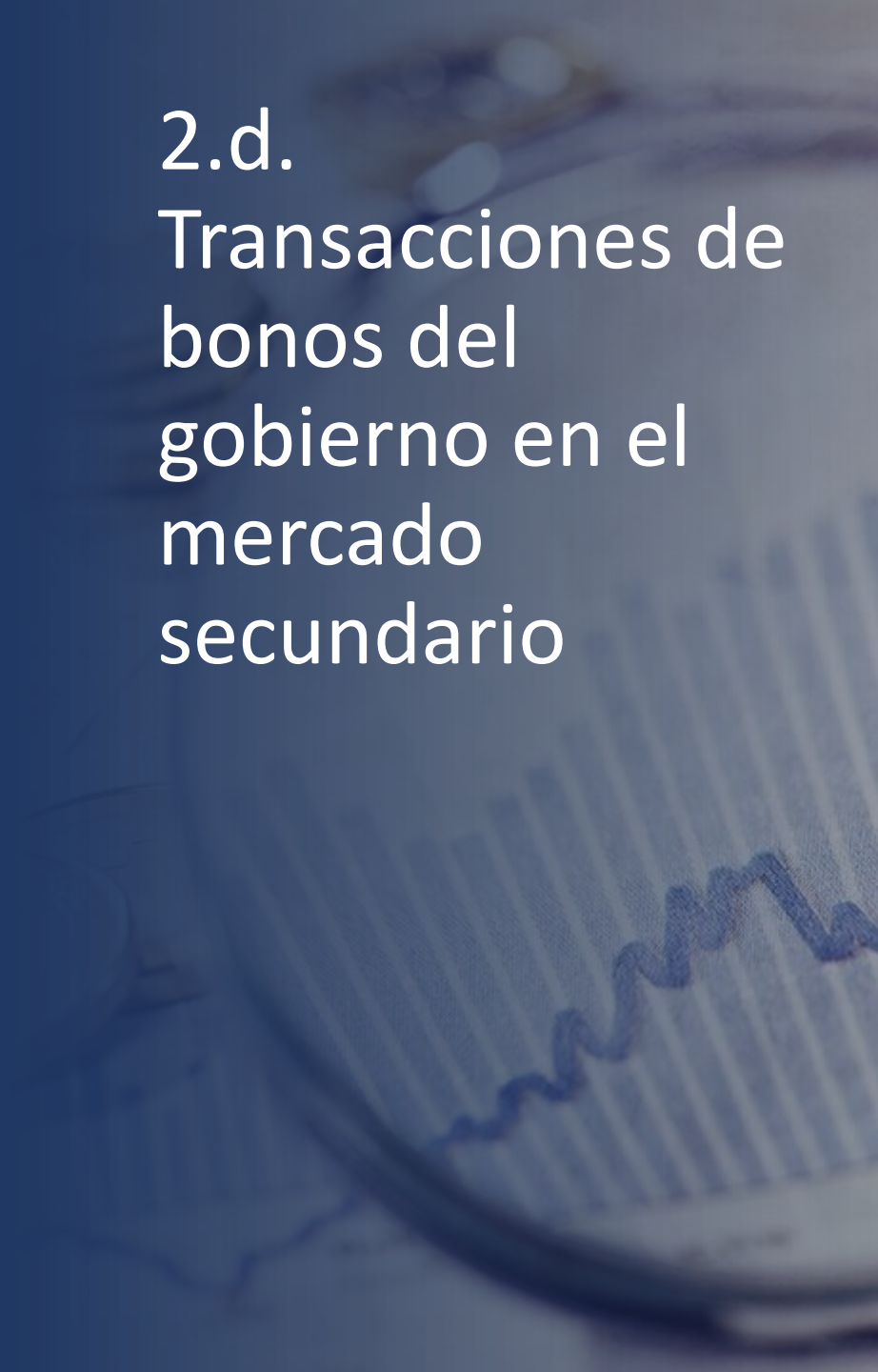


*Dólar observado y UF del día 16 de abril de 2020

Fuente: BCCh, Bolsa de Santiago.

2.d. Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario

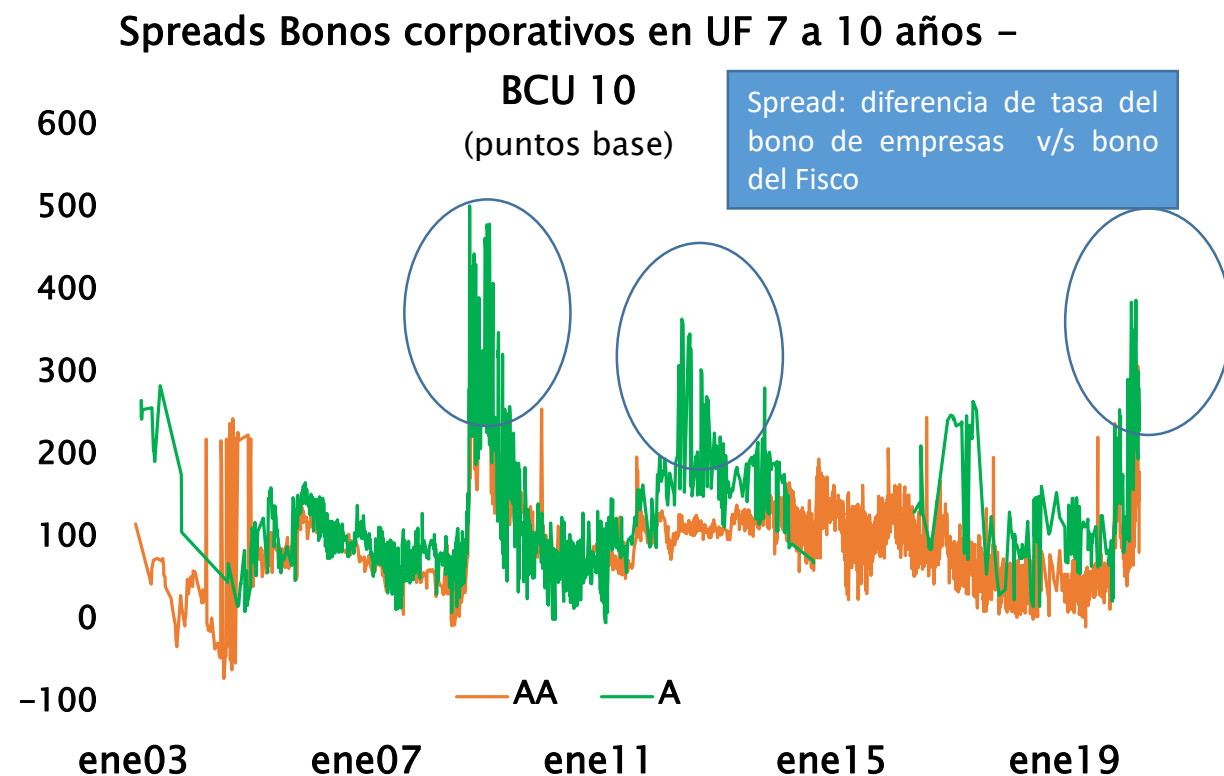
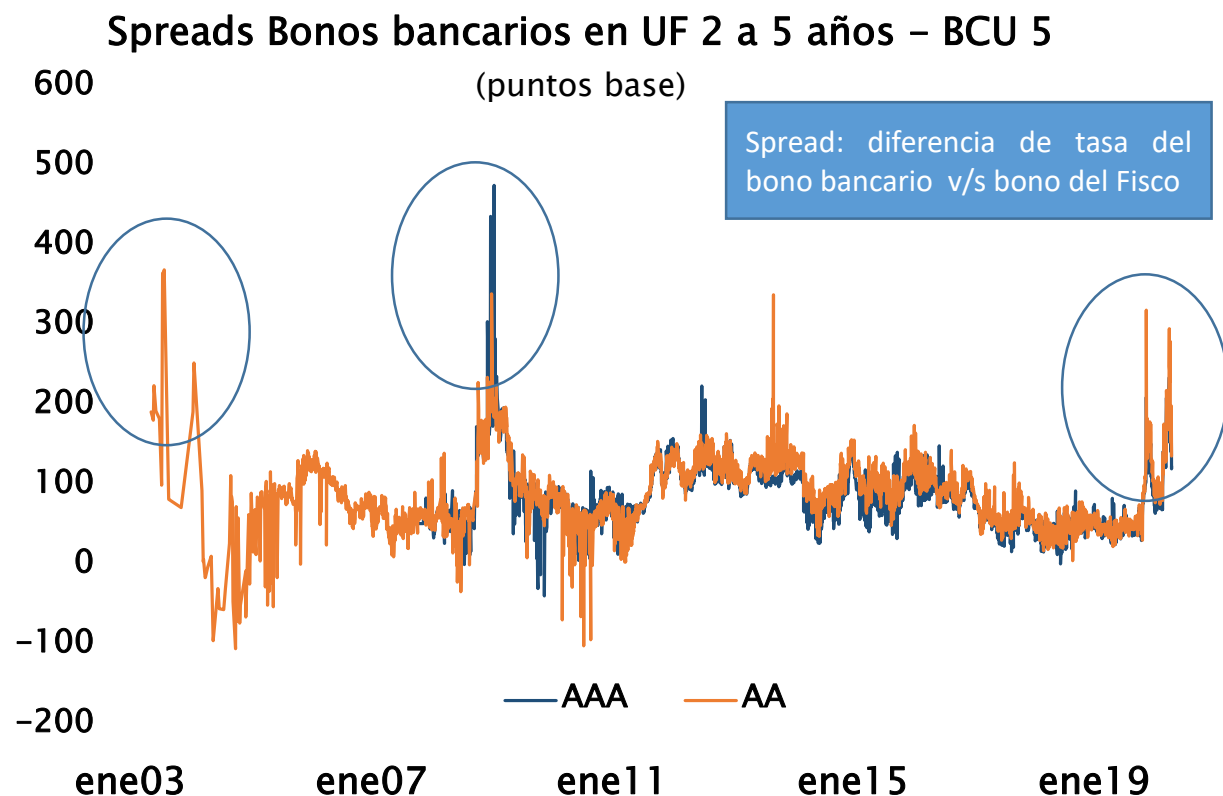
- En otros países, los bancos centrales utilizan regularmente las transacciones de bonos públicos en el mercado secundario para:
 - Implementar la política monetaria, alineando las tasas de mercado con la tasa de política
 - Proporcionar liquidez al mercado financiero
 - Influir sobre las tasas de interés de más largo plazo
 - Profundizar el impulso monetario cuando la tasa de interés está en su mínimo técnico
 - Facilitar el ajuste de los precios de mercado cuando se producen cambios bruscos en la composición de portafolios
- Hasta ahora, para la implementación de la política monetaria en Chile, el impedimento de adquirir títulos del Fisco en el mercado secundario, no ha sido un problema para el Banco
- Mas dudosos son los límites que esta prohibición podría generar para el cumplimiento del segundo objetivo del Banco: la estabilidad financiera



2.d. Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario

- En períodos de turbulencia de mercados, como el actual, se produce una alta volatilidad en las tasas de interés de títulos de deuda de largo plazo, toda vez que sus compradores usuales (inversionistas institucionales de largo plazo), se ven obligados a vender para obtener liquidez
- Debido a que la volatilidad resultante en dichas tasas puede tener un efecto nocivo en la estabilidad financiera y en la capacidad de los mercados de formar precios y asignar recursos, diversos bancos centrales han recurrido a la compra/venta de títulos emitidos por los gobiernos de manera de estabilizar estas tasas
- Dichas operaciones también cumplen el rol de estabilizar, en forma indirecta, los precios de otros títulos de deuda de mayor riesgo, como créditos hipotecarios y deuda corporativa, entre otros

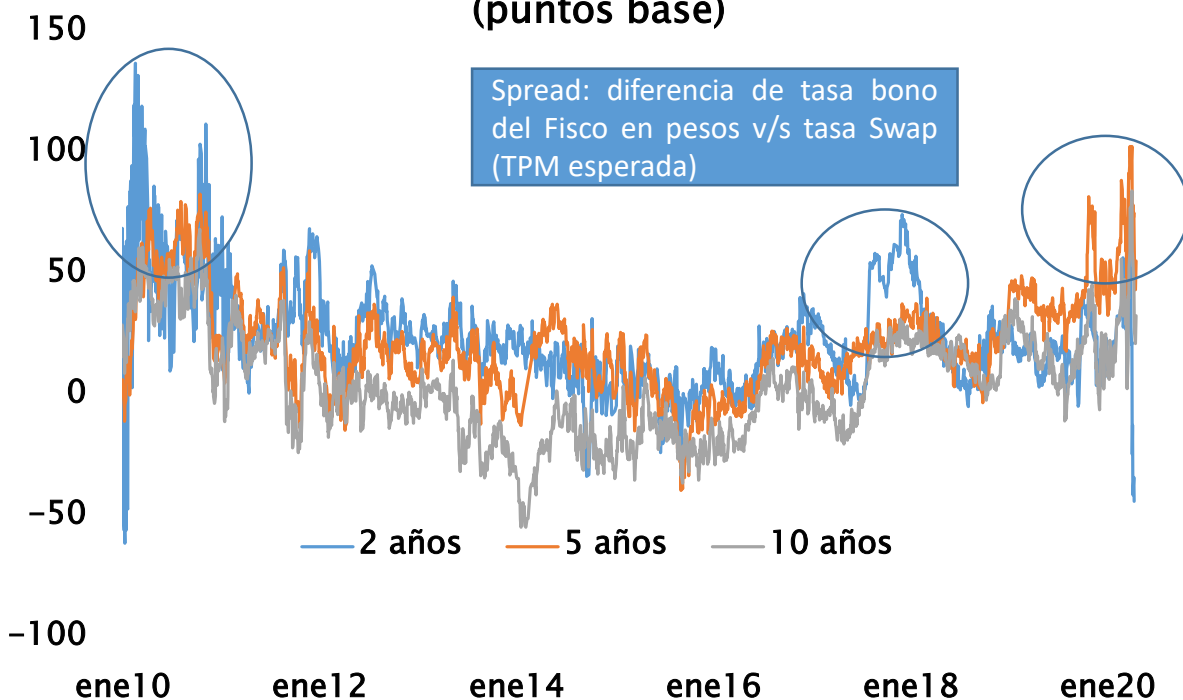
Saltos bruscos en los spread bancarios y corporativos dificultan la transmisión de política monetaria. La compra de otros bonos es un valioso instrumento de estabilización



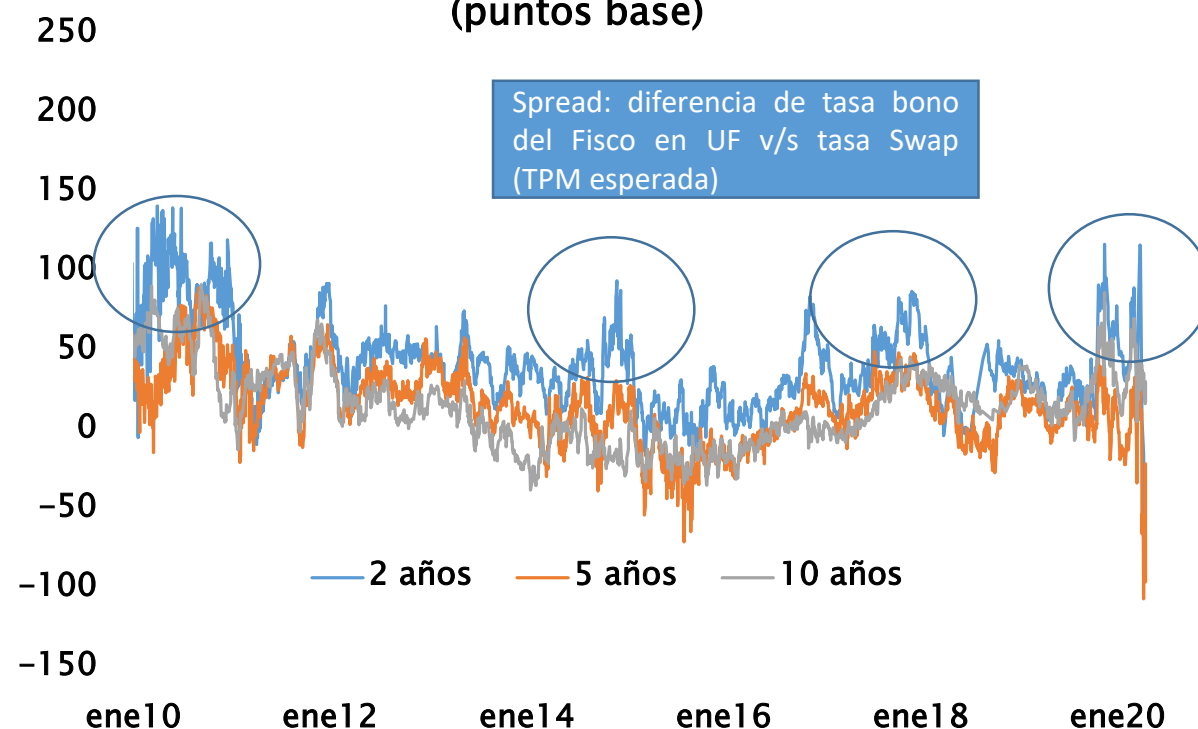
Las tasas del Fisco son base para las valorizaciones. Estas también tienen desvíos significativos respecto a las implícitas dada la expectativa de política monetaria. Contar con un instrumento para acotar estos desvíos sería muy valioso

Descomposición por tipo de instrumento

**BCU-Swap spread Pesos
(puntos base)**



**BCP-Swap spread UF
(puntos base)**



En la actual coyuntura, el BCCh ha comprado bonos, dentro de sus facultades. Es así como ha comprado un 44% de su deuda larga y un 8% del stock total de bonos bancarios, la cual podría extenderse hasta aprox. 20%. Esto limita el espacio adicional disponible

Bonos bancarios comprados BCCh (US\$ Mill.)			
Compra Bonos bancarios	Total Comprado por el BCCh	Stock total vigente	% Stock total
UF	3,091	40,918	7.60%
Pesos	221	4,726	4.70%
Total	3,312	45,644	7.26%

Total comprado / Total programado (US\$ 8 bn.)	Total programado (US\$ 8 bn.) / Stock total
41%	19%

Stocks totales por instrumento (US\$ mill.)			
Instrumento	Stock al 30 de octubre	Total Recompra	% de recompra
PRC	14		
BCP	3,328	502	15%
BCU	5,946	3,614	61%
CERO	26		
Total	9,313	4,116	44%

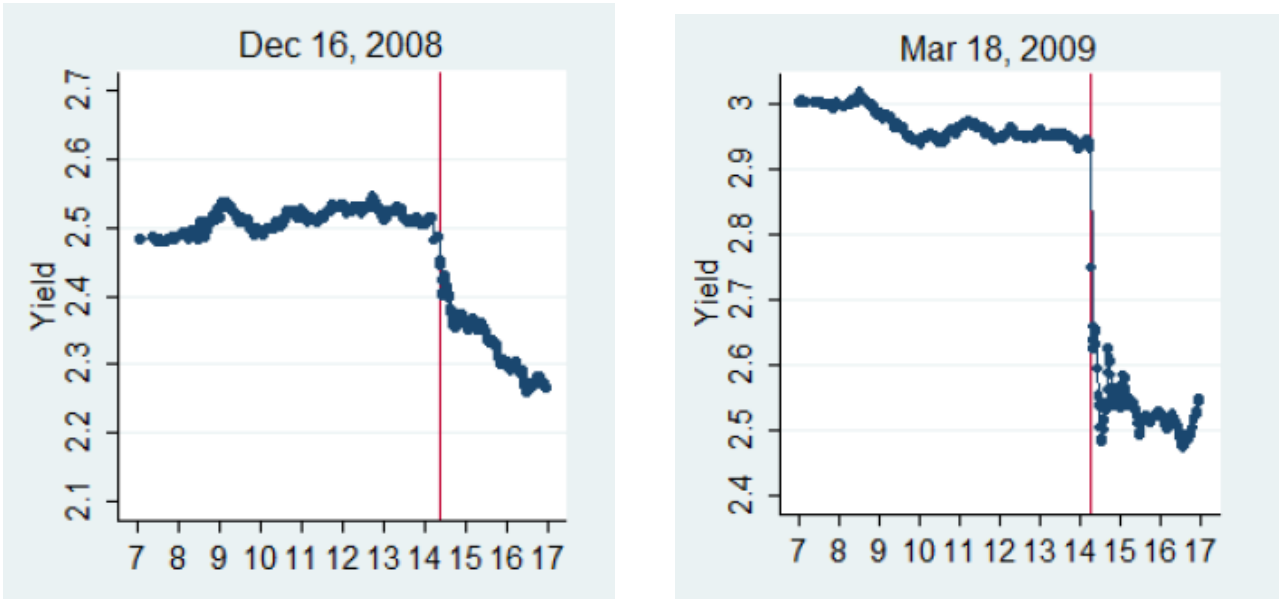
Desde la crisis financiera global, diversos bancos centrales han comprado bonos de gobierno con objetivos duales:

- Estabilizar la volatilidad de tasas de mayores plazos
- Reducir tasas de mayores plazos, cuando la política monetaria ha alcanzado sus niveles mínimos

La evidencia confirma la efectividad de estas medidas

- Compras por 10% del PIB reducen rendimiento bonos gobierno (10 años) entre 50-100 pb (Gagnon, 2016)
- También tienen efectos indirectos en otros instrumentos de deuda con mayor riesgo (spreads corporativos e hipotecarios, entre otros; Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, 2012)

Efecto anuncios en rendimientos bonos del tesoro EE.UU. (10 años)



Efecto anuncios en spreads corporativos EE.UU. (puntos base)

Corporate Yields												
	Aaa long	Aa long	A long	Baa long	Ba long	B long	Aaa int	Aa int	A int	Baa int	Ba int	B int
11/25/2008	-28	-18	-23	-19	-4	4	-17	-15	-18	-18	1	-47
12/1/2008	-24	-24	-21	-17	-13	28	-21	-15	-18	-8	-5	6
12/16/2008	-43	-37	-45	-39	1	-11	-19	-21	-24	-27	-28	-42
1/28/2009	34	17	17	14	-16	-25	12	8	7	3	-32	-25
3/18/2009	-16	-21	-21	-20	-28	-39	-43	-50	-39	-26	-18	-22
Above 5 dates	-77	-83**	-93**	-81**	-60**	-43	-88**	-93**	-92**	-76**	-82***	-130***

Fuente: Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2012)

2.d. Transacciones de bonos del gobierno en el mercado secundario

- ¿Existen riesgos de que la compra de bonos de Tesorería por el Banco Central debilite la disciplina fiscal?
 - La política fiscal se determina en base a objetivos y parámetros macroeconómicos (balance estructural, sostenibilidad de la deuda), que no dependen de su fuente de financiamiento
 - La institucionalidad fiscal se ha reforzado a través de una mayor supervigilancia del Congreso Nacional, la creación del CFA y la virtual desaparición de gastos no presupuestarios (intereses BR y LRC)
 - La adquisición de bonos por el Banco Central debería justificarse sólo en objetivos de estabilidad financiera y realizarse de manera excepcional, con una supramayoría del Consejo que especifique fundamentos, objetivos y reglas
 - Al igual que en el caso de los bonos bancarios, el BCCh debería limitar sus compras de bonos para evitar tensiones entre sus objetivos de política

Conclusiones

- La prohibición constitucional de que el Banco Central financie al Fisco tiene fundamentos que siguen plenamente válidos
- Si bien existe una excepción contemplada en la propia Constitución para un caso de guerra, el desarrollo de las finanzas públicas y la ampliación del mercado de deuda soberana hacen innecesario ampliar dichas excepciones, sobre todo considerando el eventual riesgo reputacional que ello pudiera acarrear
- Menos justificada es la extensión de esta prohibición a la compra de bonos del gobierno en el mercado secundario, materia en que la norma chilena es excepcionalmente drástica
- La mayor parte de los bancos centrales del mundo efectúan regularmente este tipo de transacciones para implementar la política monetaria, asegurar su transmisión a la economía y contribuir a la estabilidad financiera
- Hasta ahora el Banco no ha necesitado adquirir bonos de Tesorería para ejecutar su política monetaria, pero en materia de estabilidad financiera no se han experimentado aún mayores desafíos

Conclusiones

- Existiría mérito técnico en considerar la flexibilización de la limitación constitucional, pero no respecto del crédito directo al Fisco, sino del indirecto, frente a riesgos para la estabilidad financiera
- Esto significa recomendar focalizarse en la parte final del inciso segundo del artículo 109, y no en el inciso tercero
- En particular, se podría facultar excepcionalmente al BCCh para comprar títulos emitidos por el Fisco, sujeto a dos condiciones:
 - Que tales adquisiciones se efectúen en el mercado secundario; y
 - Que sirvan al propósito de preservar la estabilidad financiera
- Lo anterior se debería complementar con cambios a la LOC del BCCh:
 - Que exijan que tales adquisiciones sean autorizadas por Acuerdo de Consejo adoptado con un quorum alto, fundado en la circunstancia de exigirlo el resguardo de la estabilidad financiera; y
 - Que regulen expresamente las operaciones del BBCh para los cuales se autorizaría la adquisición de títulos fiscales

Proyectos de reforma constitucional relativos a prohibición de financiamiento del gasto público por el BCCh

(Boletines 13.399-05 y 13.400-05)



Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Hacienda del Senado. Valparaíso, 20 abril de 2020