

Reforma Constitucional y de la LOC que autoriza al BCCh a adquirir bonos emitidos por el Fisco, en mercado secundario

(Boletines 13.592-05 y 13.593-05)

Mario Marcel

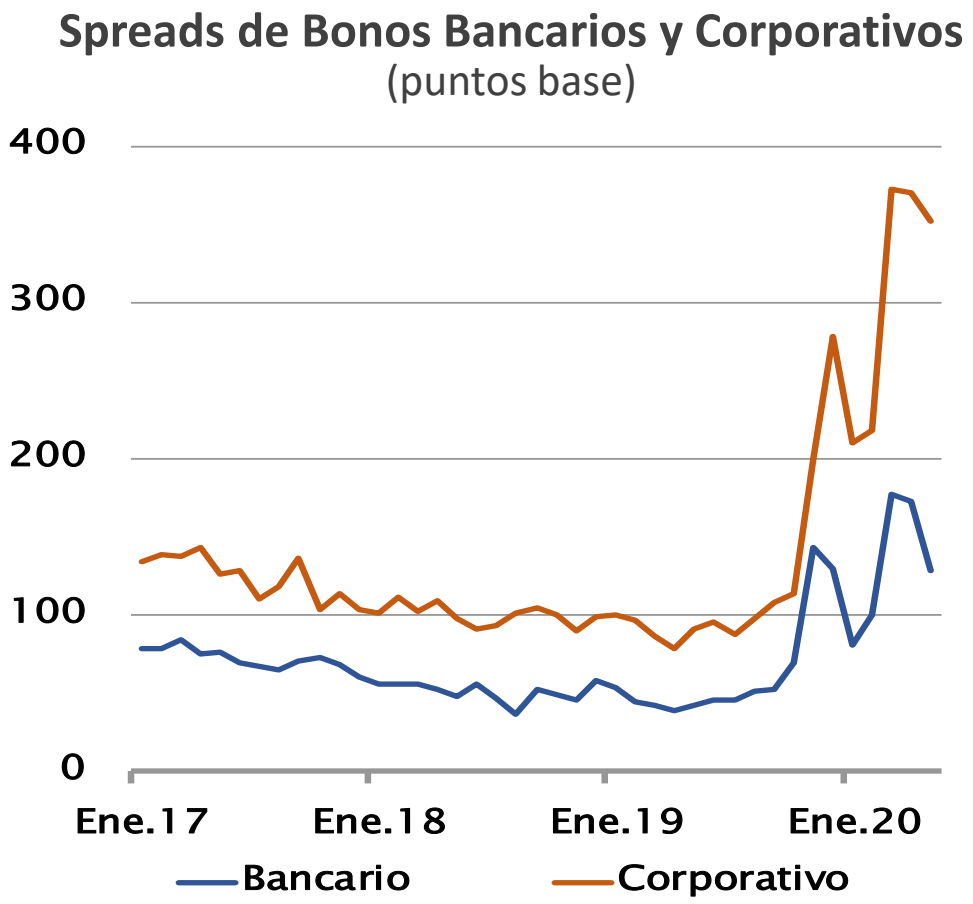
Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Hacienda del Senado| 22 de Junio 2020

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

- 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 evitar riesgos para la estabilidad del sistema financiero.
- Producto de la crisis sanitaria, se estima que existirán 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, dichas medidas pueden no ser suficientes para mitigar los impactos económicos y financieros de la crisis.
- Un ejemplo muy claro de la importancia de esta clase de herramientas, fue lo que pasó en noviembre pasado, a partir de los sucesos gatillados el 18-O.
- En esa ocasión, la preferencia por activos de madurez corta hizo que se ampliaran significativamente los spreads de bonos soberanos, bancarios y corporativos, desfavoreciendo especialmente a ahorristas de AFP, CSV y FFMM.

Los movimientos de activos fueron significativos, con abruptos cambios en los spreads de instrumentos privados.

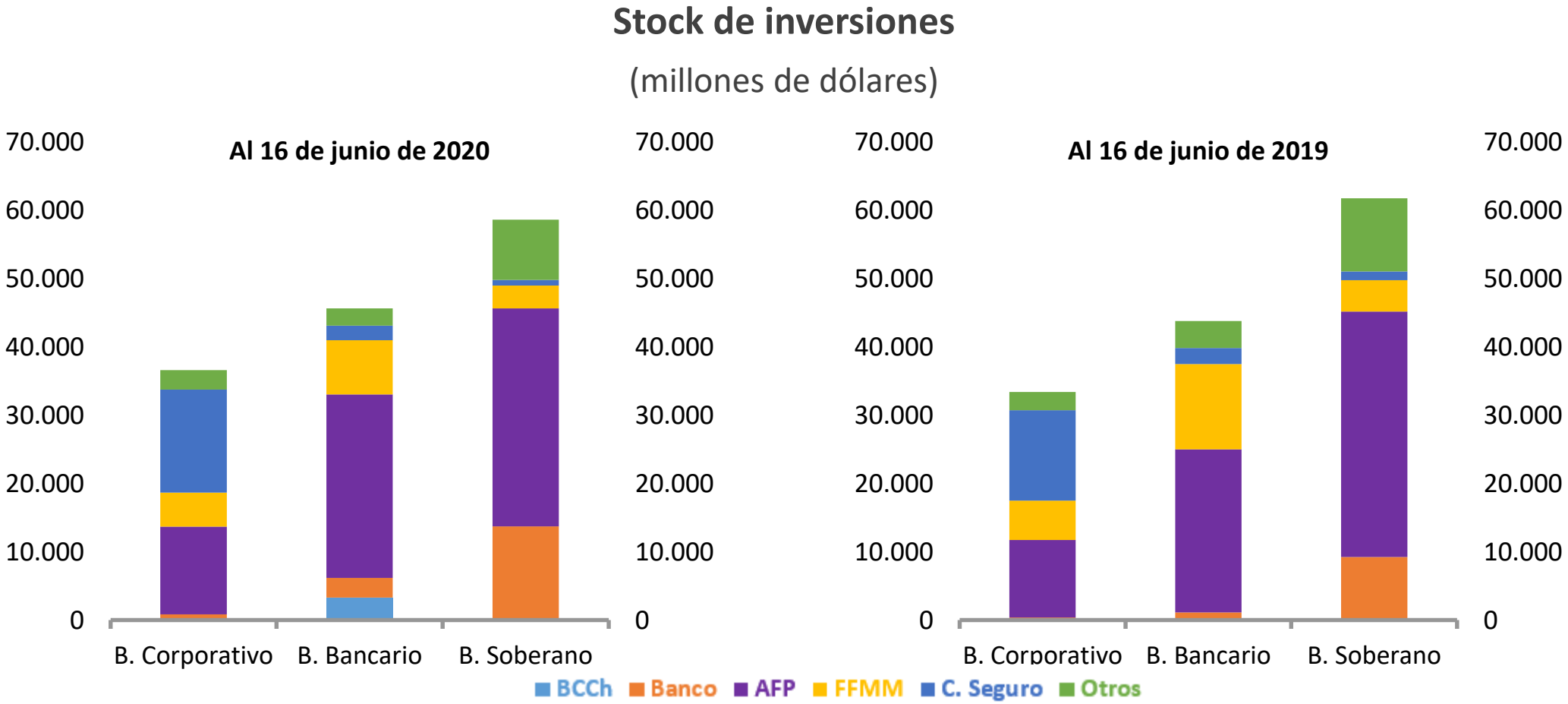


Fuente: Banco Central de Chile en base a BCS.

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

- Que el BCCh haya contado aún en ese momento con deuda propia emitida a plazos largos (hoy ya casi no tiene) permitió suavizar el ajuste de precios y dar una salida ordenada a la venta de estos instrumentos por parte de los agentes económicos.
- Si bien 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.

Los bonos soberanos constituyen el segmento mas amplio y diversificado del mercado de renta fija en Chile



Fuente: Banco Central de Chile.

Compra de bonos soberanos en la experiencia comparada

- La compra y venta de instrumentos de deuda del Fisco en el mercado secundario, es una facultad habitualmente disponible en los Bancos Centrales de economías avanzadas y también de países emergentes, para el cumplimiento de sus mandatos.
- Después de la crisis financiera de 2008, esta atribución ha sido 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.
- La prohibición absoluta vigente, en la práctica ha impedido que el BCCh pueda comprar bonos de Tesorería en el mercado secundario, esto es, bonos que se encuentren en poder de otros agentes como bancos, compañías de seguros, fondos mutuos o fondos de pensiones.

La compra de bonos soberanos por parte de bancos centrales ha sido generalizada

Bancos Centrales y Compra de Bonos Soberanos

Economías Desarrolladas

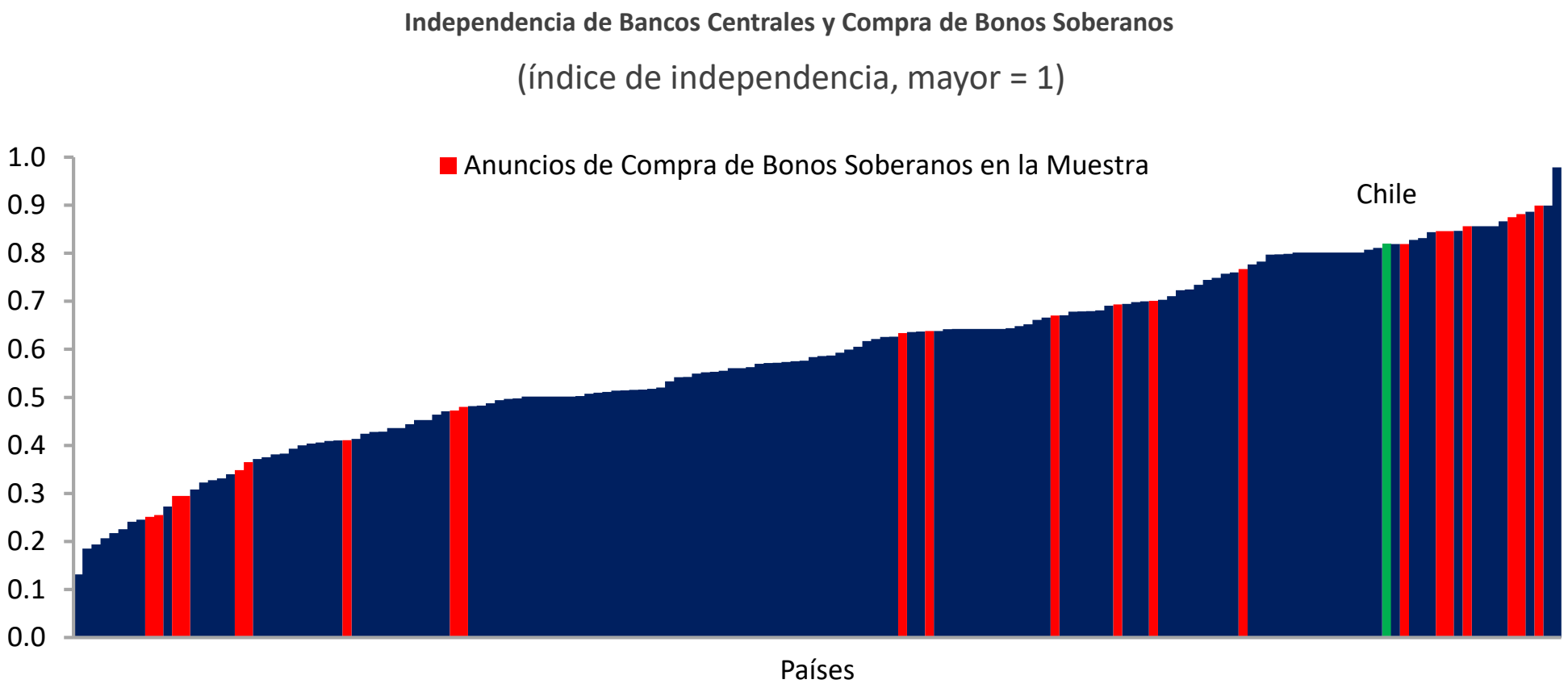
	Experiencia Previa	Episodio Actual
Estados Unidos	2009 -2014	SI
Eurozona	2015 - 2019	SI
Reino Unido	2009 - 2020	SI
Japón	2001 - 2020	SI
Canadá	NO	SI
Australia	NO	SI
Nueva Zelanda	NO	SI
Suecia	2015 - 2020	SI
Noruega	NO	NO
Suiza (1)	2011 - 2020	SI

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).

Ello ha ocurrido independientemente de su nivel de autonomía



Fuente: Elaboración propia en base a bancos centrales, Garriga (2019), y recopilación de Hartley & Rebucci (2020).

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

- Conocido es el efecto perjudicial de la inflación para la economía y las personas, fenómeno que en el pasado estuvo fuertemente asociado al financiamiento monetario del déficit fiscal.
- Debido a lo anterior, una de las reformas macroeconómicas más importantes fue la de dotar de autonomía al BCCh para evitar esa situación.
- En el mismo sentido, se deben resaltar las reformas más recientes que apuntaron a fortalecer la responsabilidad fiscal.
- Permitir la compra de bonos del Fisco por parte del BCCh en mercado secundario abierto, en circunstancias excepcionales y por motivos de estabilidad financiera, es coherente con lo anterior, ya que desacopla el uso de esta herramienta para el financiamiento fiscal.
- De esta forma se resguarda la credibilidad del BCCh y, por tanto, la efectividad de su política monetaria.

Resguardos para la autonomía del BCCh y la responsabilidad fiscal

- Los principios de autonomía monetaria y responsabilidad fiscal aparecen debidamente cautelados por los proyectos en discusión:
  - ✓ 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
  - ✓ 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.

Resguardos para la autonomía del BCCh y la responsabilidad fiscal

¿Cómo se ejercería esta facultad?

- El Consejo debe definir las características del programa que ejecutará, incluyendo:
  - Límites de inversión
  - Plazo de vigencia
  - Límites de plazos a 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, ya sea por ventanilla o por licitación, conforme a condiciones prestablecidas y debidamente informadas a todos los participantes, se hacen a precios de mercado.
- La información sobre estos programas será incorporada por el Consejo en sus informes habituales ante la Comisión de Hacienda y la Sala del Senado (art. 80 LOC).

Conclusiones

- La posibilidad de adquirir títulos de deuda soberana en el mercado secundario puede ser de vital importancia para mitigar fricciones en los mercados financieros, problemas de liquidez de mercado y/o evitar un eventual desanclaje de expectativas de inflación, con los efectos negativos que todo lo anterior puede conllevar en los mercados financieros.
- La limitación constitucional de efectuar operaciones sólo con instituciones financieras, determina que el BCCh se encuentre legalmente autorizado para comprar y vender en el mercado abierto instrumentos emitidos por el propio Banco o por empresas bancarias; o bien, documentos emitidos por otras empresas, pero siempre que su compra y venta se haga por intermedio de los bancos y con responsabilidad de éstos.

Conclusiones

- Otorgar al BCCh la atribución de implementar estas medidas, para fines de inyectar liquidez de manera general a través del mercado secundario abierto, resulta particularmente útil ante situaciones excepcionales en que la preservación de la estabilidad macro-financiera así lo exija.
- Estas medidas no se utilizan para financiar gasto público ni revertir pérdidas de determinados agentes económicos, sino con la finalidad de mitigar los efectos de un *sell off* que amenace la estabilidad financiera.
- Por lo tanto, 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, se considera 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 extraordinarias y contando con los resguardos apropiados que aseguran la autonomía monetaria y la responsabilidad fiscal.



Reforma Constitucional y de la LOC que autoriza al BCCh a adquirir bonos emitidos por el Fisco, en mercado secundario

(Boletines 13.592-05 y 13.593-05)

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

H. Comisión de Hacienda del Senado| 22 de Junio 2020



ANEXOS

Antecedentes

- El 19 de junio de 2020 ingresaron dos iniciativas Presidenciales (Boletines 13.592-05 y 13.593-05) que tienen por objeto facultar al Banco Central de Chile (BCCh) para que, en circunstancias excepcionales cuando lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, pueda **comprar y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco**.
- Estas iniciativas del Ejecutivo se refieren a una materia que también ha sido objeto de mociones parlamentarias previas, entre las que se encuentran las ingresadas por miembros de la Comisión de Hacienda de la Cámara Alta, los senadores Montes y Pizarro, Boletines N° 13.400-05 y N° 13.399-05; así como otra ingresada en la Cámara de Diputados por los diputados Auth, Jackson, Lorenzini, Monsalve y Núñez, Boletín N° 13.427-07.

Antecedentes

- Las mociones senatoriales fueron discutidas en la sesión de la Comisión de Hacienda del día 20.4.20, a la que asistió el Presidente del BCCh.
- En su exposición, el BCCh recalcó la necesidad de conferir un carácter excepcional a las nuevas medidas, y sugirió que, en el caso de autorizar al Banco para adquirir títulos del Fisco, tales compras se hicieran en el mercado secundario y por razones vinculadas al resguardo de la estabilidad financiera. Lo indicado, sin perjuicio de mantenerse la prohibición de otorgar financiamiento al Estado, sus organismos o empresas, salvo en caso de guerra externa o peligro de ello, conforme a lo previsto en Constitución
- En dicha ocasión, de manera unánime, los integrantes de la Comisión concordaron en la conveniencia de dotar al BCCh de mayores herramientas para hacer frente a situaciones extraordinarias, como las que está experimentando el país en la actualidad.

Los proyectos ingresados por el Ejecutivo, no sólo recogen lo discutido en la Comisión de Hacienda del Senado, sino que van en la dirección correcta al permitir al Banco disponer de más instrumentos de política para actuar de cara a la evolución que pueda tener la grave crisis económica y social.

Norma constitucional vigente

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

  (i) Prohibición 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 disposiciones constitucionales se encuentran complementadas por las disposiciones contenidas en los artículo 1°, 3° y 27° de la LOC del BCCh

Reforma Constitucional

- 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. Lo anterior 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.

Modificación LOC BCCh

Regula 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.
- 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.

Salvaguarda de atribuciones vigentes del BCCh

- Ambos mensajes dejan expresa constancia que el otorgamiento de esta nueva herramienta extraordinaria, es sin perjuicio de las operaciones de financiamiento y refinanciamiento que el Instituto Emisor puede efectuar directa y regularmente con respecto a las instituciones financieras, en virtud de las facultades actualmente normadas por la ley orgánica constitucional que lo rige.
- Por tanto, el ejercicio de las atribuciones del Banco no debe entenderse afectado de modo alguno con motivo de los cambios introducidos mediante esta reforma.

ANEXO

Independencia de Bancos Centrales

(índice de independencia en 2012, mayor = 1)

Avanzados	Puntaje
Estados Unidos	0.48
Eurozona	0.86
Reino Unido	0.70
Japón	0.00
Canadá	0.47
Australia	0.25
Nueva Zelanda	0.35
Suecia	0.29
Suiza*	0.77

Emergentes	Puntaje
Israel	0.67
Corea	0.41
Colombia	0.69
Sudáfrica	0.37
Polonia	0.88
Rumania	0.85
Hungría	0.88
Croacia	0.82
Filipinas	0.63
México	0.64
Turquía	0.90
India	0.29
Indonesia	0.85
Brasil	0.25

Fuente: Garriga (2019)