

INFORME DE LA COMISION DE HACIENDA RECAÍDO EN EL PROYECTO DE LEY QUE REGULA LA FACULTAD DEL BANCO CENTRAL PARA COMPRAR Y VENDER EN EL MERCADO SECUNDARIO ABIERTO INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EL FISCO, EN CIRCUNSTANCIAS EXCEPCIONALES QUE INDICA.

Boletín N° 13593-05(S)

HONORABLE CÁMARA

La Comisión de Hacienda pasa a informar, en primer trámite constitucional y reglamentario, el proyecto de ley individualizado en el epígrafe, originado en Mensaje S.E. el Presidente de la República don Sebastián Piñera Echenique, ingresado a tramitación el 19 de junio del año en curso, con urgencia calificada de Discusión Inmediata

Concurrió a la presentación de la iniciativa, el Ministro de Hacienda señor Ignacio Briones Rojas y el Presidente del Banco Central, señor Mario Marcel Cullell. Asimismo, participaron el señor Luis Herrera Barriga, Coordinador Macroeconómico del Ministerio de Hacienda y el señor José Riquelme González, Coordinador Legislativo del mismo Ministerio.

La Comisión recibió las exposiciones de las siguientes personas: señores Aldo Madariaga Espinoza, Economista Universidad Diego Portales, Nicolás Bohme Olivera, Investigador de Observatorio de Políticas Públicas, y de los expresidentes del Banco Central de Chile, señores Roberto Zahler Mayanz, Vittorio Corbo Lioi, y Rodrigo Vergara Montes.

I.-CONSTANCIAS REGLAMENTARIAS

1.- Idea matriz o fundamental del proyecto:

Regular la facultad que le otorga la reforma constitucional al Banco Central, para comprar y vender títulos del Fisco en el mercado secundario, esto es, a través de instituciones financieras, públicas o privadas, en circunstancias excepcionales y transitorias calificadas, especialmente, en atención a la difícil situación por la que atraviesa el país y el mundo producto de la pandemia del COVID-19, medida considerada además, en base a la experiencia comparada y con la que cuentan la mayoría de los bancos centrales de países desarrollados, todo ello, en el rol garante que detenta del normal funcionamiento de los pagos internos y externos y de la estabilidad financiera, y, por otra parte, precisando que en ningún caso podrán adquirirse títulos de deuda emitidos por el Fisco en el mercado primario, ni instrumentos de deuda emitidos por empresas u órganos del Estado que no sean bancos, ni aun en el mercado secundario.

2.- Aprobación en general del proyecto

Fue aprobado por la unanimidad de los once integrantes presentes en la votación, diputados(a) Cid, Jackson, Lorenzini, Melero, Núñez (Presidente), Ortiz, Pérez don Leopoldo, Ramírez, Santana, Schilling y Von Mühlenbrock.

3.- Normas que deben aprobar con quórum especial:

En el carácter de quórum calificado:

Conforme con el artículo 108 de la Constitución Política de la República, el artículo único del proyecto de ley es una norma de rango orgánico constitucional, que requiere para su aprobación el voto favorable de 4/7 de los diputados y senadores en ejercicio.

4.- Disposiciones o indicaciones rechazadas.

Artículos rechazados: No hubo

Indicaciones rechazadas:

Al artículo único

Al inciso primero

1.-Del diputado Lorenzini: Para sustituir la palabra “situaciones” por “circunstancias”.

2.-Del diputado Jackson: Para eliminar la expresión “excepcionales y transitorias”.

3.-De los diputados Jackson y Núñez (de modo separado):

Para reemplazar la expresión “cuatro por “tres”.

4.-Del diputado Jackson: Para intercalar, entre la palabra Fisco y el punto seguido (.) que le sucede, la expresión “o por empresas públicas”.

5.- Del diputado Jackson: Para eliminar la frase “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.”

5- Indicaciones declaradas inadmisibles: No hubo**6.- Diputado Informante:** El señor Manuel Monsalve Benavides.**II.- ANTECEDENTES DE LA INICIATIVA**

El Mensaje expone que, de acuerdo a la Constitución Política de la República, el Banco Central es un organismo autónomo, de carácter técnico y con patrimonio propio, que está regulado en el capítulo XIII de la Carta Fundamental, así como en la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, que define la composición, organización, funciones y atribuciones de dicha entidad.

Señala que, conforme a nuestro ordenamiento institucional, el rol principal del Banco Central es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Por tanto, tiene una importancia esencial, al ser la entidad encargada de cautelar la estabilidad de precios, mediante la conducción de la política monetaria; y el normal desenvolvimiento del sistema de pagos, lo que se vincula directamente con el resguardo de la estabilidad financiera.

Precisa que, de acuerdo al artículo 3° de la ley N° 18.840, orgánica constitucional del Banco Central de Chile, éste cuenta con una serie de atribuciones, tales como la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la

ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales y la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales.

Puntualiza que sus atribuciones y las facultades consagradas en la actual regulación del Banco Central le han permitido a la entidad controlar las tendencias inflacionarias y crear un ambiente macro-financiero que ha apoyado al país en fortalecer el crecimiento económico y reducir la pobreza.

Pone de relieve que, tal como lo refleja la experiencia nacional e internacional de los últimos 30 años, la autonomía e independencia técnica y financiera del Banco Central juegan un rol preponderante para que este organismo pueda cumplir adecuadamente sus funciones. Dicha autonomía e independencia se traduce en la libertad de esta entidad para decidir cómo perseguir sus objetivos, teniendo presente la orientación general de la política económica del gobierno, pero sin que éste interfiera en sus decisiones ni las condiciones en virtud de sus propias necesidades de financiamiento.

El Mensaje hace presente que el proyecto de reforma a la Constitución que se presentó a tramitación legislativa simultáneamente, introduce una modificación para establecer que “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”. En resumen, trata lo siguiente:

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 Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.

III.- DERECHO COMPARADO: BANCOS CENTRALES, MEDIDAS IMPLEMENTADAS ANTE LA CRISIS GENERADA POR EL COVID-19ⁱ

En marzo del presente año, el Banco Central Europeo implementó dos medidas principales en respuesta a la crisis generada por el coronavirus. Anunció la

ⁱ Informe elaborado por la Biblioteca del Congreso Nacional, Unidad de Asesoría Parlamentaria: Autores: Pablo Morales Peillard, Correo electrónico: pmorales@bcn.cl, Samuel Argüello Verbanaz, Correo electrónico: sarguello@bcn.cl y Mauricio Holz Guerrero, Correo electrónico: mholz@bcn.cl

compra activos por un valor de €120.000 millones hasta final de año, tanto privados como estatales en los mercados secundarios y puso en marcha el Programa Temporal de Compras de Emergencia en Caso de Pandemia por valor de €750.000 millones, para la compra de activos privados y públicos en los mercados secundarios.

Por su parte, la Reserva Federal de EEUU puso en marcha un programa de compra de valores del Tesoro y de valores hipotecarios de corporaciones patrocinadas por el gobierno, inicialmente por US\$500.000 millones y luego por U\$200.000 millones, respectivamente. También ha respaldado a los fondos mutuos del mercado monetario y ha otorgado préstamos a instituciones relevantes del mercado de valores.

El Banco de Inglaterra incrementó el límite máximo de compra de activos públicos y privados en los mercados secundarios al aumentar la cantidad de compras de bonos en el mercado secundario en £200.000 millones adicionales a lo que ya existía y ha extendido el uso del Ways and Means Facility que consiste en el financiamiento directo al Gobierno a corto plazo.

El Banco Central de Nueva Zelanda (RBNZ) implementó un Programa de Adquisición de Activos a Gran Escala (Large Scale Asset Purchase, LSAP) para comprar bonos del gobierno en el mercado secundario hasta por 30.000 millones de dólares neozelandeses a distintos rangos de vencimientos.

El Banco de Japón impulsó la provisión de liquidez a la economía a través de un aumento en el tamaño y la frecuencia de las compras de bonos del gobierno japonés, una operación especial de suministro de fondos para proporcionar préstamos a instituciones financieras para facilitar el financiamiento de empresas, un aumento en el ritmo anual de las compras de fondos negociados en bolsa por parte del Banco de Japón (Exchange-traded funds , ETFs y Japan-Real Estate Investment Trusts, J-REITs), y un aumento temporal de compras específicas de papel comercial y bonos corporativos.

Banco Central Europeo

1. Aspectos del marco legal del BCE

Respecto a la compra de activos del Estado y entidades públicas, los estatutos del Banco Central Europeo (BCE) reiteran lo mencionado antes respecto al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. En el artículo 21 de los estatutos se establece que "Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, queda prohibida la autorización de déficits 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." (D.O.U.E. 2016). Sin embargo se especifica que esta prohibición no se aplica a las entidades de crédito públicas las cuales en "el marco de la provisión de reservas por los bancos centrales, deberán recibir por parte de los bancos

centrales nacionales y del Banco Central Europeo el mismo trato que las entidades de crédito privadas." (D.O.U.E. 2016).

Dada esta prohibición de concesión de créditos a gobiernos y organismos estatales, el BCE realiza compras de activos públicos en los mercados secundarios. En particular, y respecto a actuaciones en momentos de crisis, en el año 2010 el BCE puso en marcha el llamado programa para mercados de valores, por medio del cual los bancos centrales nacionales del Eurosistema podían comprar "en el mercado secundario instrumentos de renta fija negociables y emitidos por las administraciones centrales o entidades públicas de los Estados miembros cuya moneda es el euro" (BCE 2010, artículo 1).

Más recientemente, en marzo de 2015, se creó el Programa de Compras de Valores Públicos en mercados secundarios (PSPP por sus siglas en inglés), el cual se enmarca dentro del Programa de Adquisición de Activos (APP por sus siglas en inglés) del que se hablará más adelante. El Programa de Compras de Valores Públicos en mercados secundarios autoriza a los bancos centrales del Eurosistema a comprar en los mercados secundarios instrumentos de renta fija negociables emitidos por las administraciones centrales de Estados miembros de la zona euro, siempre que la clasificación de riesgo del emisor de la deuda cumpliera con cierto mínimo (BCE 2015, artículos 1 y 3). La creación de este programa de compras de activos públicos se justificó sobre la base de que,

En un entorno en el que los tipos de interés clave del BCE se encuentran en su límite inferior y en el que los programas de compra que se centran en los activos del sector privado han proporcionado un ámbito mensurable pero insuficiente para hacer frente a los riesgos a la baja para la estabilidad de precios, es necesario añadir el PSPP a las medidas del sistema monetario del Eurosistema como un instrumento se caracteriza por tener un alto potencial de transmisión a la economía real. Gracias a su efecto re-equilibrante en las carteras, el considerable volumen de compras del PSPP contribuirá a la consecución del objetivo de política monetaria subyacente de inducir a los intermediarios financieros a que aumenten su provisión de liquidez al mercado interbancario y de crédito a la economía de la zona del euro. (BCE 2015, p. L121/20).

2. Actuaciones del BCE en respuesta a la crisis del coronavirus

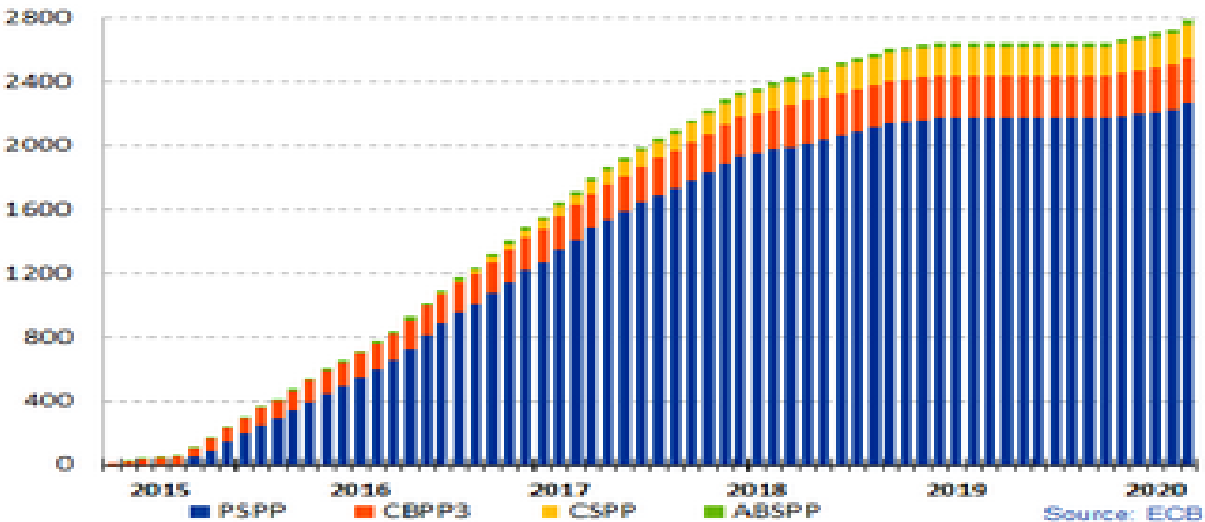
El BCE ha implementado medidas para contrarrestar los efectos económicos provocados por el coronavirus en los países de la zona Euro. Aquí se mencionan las dos principales puestas en marcha hasta ahora el 12 de marzo y el 24 de marzo.

La primera acción que tomó el BCE fue el 12 de marzo, que no es una operación de compra o venta de mercado hecha por el propio BCE sino que hace referencia a la utilización *buffers* o colchones de capital y liquidez y a la flexibilización de composición de los mismos para asegurar que los bancos continúen cumpliendo "su rol

de financiar la economía real a medida que los efectos económicos del coronavirus (COVID-19) se hacen evidentes" (BCE 2020a).

El mismo 12 de marzo el BCE anunció que comprará activos por valor €120.000 millones hasta final de año adicionalmente al Programa de Adquisición de Activos (APP por sus siglas en inglés) que ya existía desde mediados de 2014 (BCE 2020b). Estas compras implican tanto activos de instituciones privadas como del sector público en los mercados secundarios (BCE 2020c; BCE 2015, artículo 1). Desde que se inició el programa de adquisición de activos en 2014, al que se sumará la compra de €120.000 mencionada, las adquisiciones acumuladas netas sumaban un total de €2,8 billones (BCE 2020c). Para tener una idea de la composición de estas adquisiciones en el pasado, en el gráfico 1 se presenta evolución de las compras acumuladas por tipo de activo. Como se puede ver, la mayoría de los activos son del sector público (la barra azul denominada PSPP en la leyenda del gráfico).

Gráfico 1. Programa de compra de activos (*Asset Purchase Program*). Compras acumuladas. Miles de millones de euros. 2015-marzo de 2020.ⁱⁱ



Nota: Dado que la compra de los €120.000 millones se realizará durante 2020, esta cifra no está reflejada todavía en el gráfico. PSPP: Programa de compra del sector público; CBPP3: tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados; CSPP: programa de compras de bonos corporativos; ABSPP: adquisiciones de bonos de titulización de activos.

Fuente: Banco Central Europeo.

La última medida relevante tomada por el BCE fue el 24 de marzo de 2020, cuando decidió poner en marcha el Programa Temporal de Compras de Emergencia en Caso de Pandemia (PEPP por sus siglas en inglés) por un valor de €750.000 millones. A través del PEPP se comprarán cualquier tipo de los activos elegibles dentro del Programa de Adquisición de Activos (APP), que como se dijo incluye valores públicos a través del Programa de Compras de Valores Públicos en

ⁱⁱ Este gráfico refleja lo sucedido hasta marzo de 2020, por lo que no incluye las medidas mencionadas en respuesta al coronavirus. Por lo tanto, se presenta en este informe a modo ilustrativo de cómo se ha llevado a cabo hasta ahora el Programa de Adquisición de Activos. La escala está expresada en lo que en el mundo anglosajón se denomina *billions*, es decir, lo que habitualmente equivale en el mundo castellanoparlante a miles de millones.

mercados secundarios (PSPP). En la decisión del BCE se especifica que estas compras serán adicionales a las programadas para el Programa de Adquisición de Activos, es decir que son recursos suplementarios.

El BCE justifica este programa de compra de activos sobre la base de que debido a la pandemia la actividad económica de toda la zona euro sufrirá una considerable contracción y que las medidas de contención "generan fuertes presiones sobre los flujos de caja de empresas y trabajadores y ponen en riesgo la supervivencia de las empresas y los puestos de trabajo. También resulta evidente que esta situación dificulta la transmisión de los impulsos de la política monetaria y añade graves riesgos de revisión a la baja de las perspectivas de inflación pertinentes" (BCE 2020d).

Por lo tanto, el BCE considera que:

En este contexto, el PEPP es una medida proporcionada para contrarrestar los graves riesgos para la estabilidad de los precios, el mecanismo de transmisión de la política monetaria y las perspectivas económicas de la zona del euro, que se derivan del brote y del aumento de la expansión del COVID-19. (BCE 2020d)

El PEPP se establece como medida ante una crisis económica específica, extraordinaria y grave, que podría poner en peligro el objetivo de la estabilidad de precios y el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Debido a estas circunstancias excepcionales, de rápida evolución e inciertas, el PEPP exige un alto grado de flexibilidad en su concepción y aplicación en comparación con el PAA, y sus objetivos de política monetaria no son idénticos a los del PAA (BCE 2020d).

Como se dijo, los activos públicos deben ser de Estados con una clasificación de riesgo mínima, lo cual se mantiene para este caso pero se hace una excepción para la deuda de Grecia. Así, se especifica explícitamente que no se exige una clasificación de riesgo mínimo para la compra de instrumentos de renta fija emitidos por el Estado griego para permitir que se puedan comprar en los mercados secundarios este tipo de activos.

Respecto a los valores de renta fija elegibles para la compra a través de este programa, estos deberán tener un vencimiento de entre 70 días como mínimo y 30 años como máximo.

Finalmente, respecto a la duración del programa PEPP, el Consejo de Gobierno del BCE pondrá fin a las adquisiciones de activos cuando considere "que se ha superado la fase de crisis del COVID-19, pero en cualquier caso no antes de finales de 2020" (BCE 2020d).

II. Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED)

1. Aspectos del marco legal de la FED

La Constitución de los Estados Unidos de América no regula ningún aspecto de la Reserva Federal (FED) ni hace ninguna mención a ella.

Las operaciones de mercado abierto, es decir la compra y venta de valores por parte de la Reserva Federal en los mercados financieros, han sido históricamente uno de los principales medios a través del cual la Reserva Federal implementa la política monetaria.

La autorización para llevar a cabo operaciones de mercado abierto se otorga bajo la Sección 14 (2) de la Ley de la Reserva Federal, la cual establece lo siguiente:

“Todo Banco del Sistema de la Reserva Federal tendrá el poder para [...]

b) Compra y venta de obligaciones de Estados Unidos, Estados, condados, etc. [...]

facturas, pagarés, bonos de ingresos y garantías con vencimiento a partir de la fecha de compra de no más de seis meses, emitidos con anticipación a la recaudación de impuestos o con anticipación a la recepción de ingresos asegurados por cualquier Estado , condado, distrito, subdivisión política o municipio en los Estados Unidos continentales [...].

A pesar de cualquier otra disposición de este capítulo, cualquier bono, pagaré u otras obligaciones que sean obligaciones directas de los Estados Unidos o que estén totalmente garantizadas por los Estados Unidos en cuanto al capital y los intereses pueden comprarse y venderse sin tener en cuenta los vencimientos, pero solo en el mercado abierto [...].

Para comprar y vender en el mercado abierto, bajo la dirección y las regulaciones del Comité Federal de Mercado Abierto, cualquier obligación que sea una obligación directa de cualquier agencia de los Estados Unidos o que esté totalmente garantizada en cuanto a capital e intereses [...] (FED Act).

2. Actuaciones de la FED en respuesta a la crisis del coronavirus

La Reserva Federal en respuesta a la crisis generada por el coronavirus ha lanzado una serie de medidas que apuntan a respaldar distintos ámbitos de la economía y los mercados financieros de los EE. UU. En general los grandes ámbitos de acción de la FED pueden ser agrupados en los siguientes programas:

- Respaldo al Funcionamiento de los mercados financieros.
- Tasas de interés cercanas a cero.
- Incentivos a los Bancos comerciales para que otorguen créditos.
- Programas de apoyo a pequeñas, medianas y grandes empresas.
- Programa de apoyo a hogares y consumidores.
- Programa de financiamiento a gobiernos municipales.
- Programa para amortiguar las presiones internacionales sobre el mercado monetario interno.

En línea con lo solicitado por la comisión de Hacienda del Senado, a continuación se describen en detalle los principales componentes del programa que busca respaldar a los mercados financieros, dado que es el que incorpora las operaciones de la FED en mercados abiertos.

Las medidas específicas que la FED está implantando en el contexto del Programa de Respaldo al Funcionamiento de los mercados financieros son las siguientes:

Compra de valores

La FED ha reanudado este año la compra de cantidades masivas de valores del Tesoro (*Treasury securities*) y de hipotecas de corporaciones patrocinadas por el gobierno (*mortgage-backed securities*).ⁱⁱⁱ Esta fue una herramienta clave empleada durante la Gran Recesión del 2007-2009, cuando la FED compró billones de valores a largo plazo.^{iv}

Los mercados de valores respaldados por el Tesoro y las hipotecas se han visto muy afectados desde el estallido del coronavirus, y las acciones de la FED apuntan a restablecer el buen funcionamiento del mercado para que el crédito pueda continuar fluyendo.

Inicialmente la FED dijo que compraría al menos \$500.000 millones en valores del Tesoro y \$ 200.000 millones en valores respaldados por hipotecas garantizados por el gobierno durante los próximos meses. Sin embargo el 23 de marzo hizo adquisiciones sin establecer límites.

Adicionalmente, amplió las compras para incluir valores respaldados por hipotecas comerciales y emitió lineamientos para asegurar a los mercados que "comprará valores del Tesoro y valores respaldados por hipotecas de corporaciones patrocinadas por el gobierno en los montos que sean necesarios para respaldar el buen funcionamiento del mercado y la transmisión efectiva de la política monetaria a los mercados financieros y la economía".

La mayoría de los analistas ha considerado que esta intervención de la FED corresponde a una "flexibilización o expansión cuantitativa"^v (QE por sus siglas en inglés), sin embargo la FED no las ha denominado así.

Préstamos a instituciones relevantes del mercado de valores

iii Corresponden a bonos y pagarés emitidos por corporaciones de servicios financieros patrocinadas por el gobierno (Government sponsored enterprises GSE), tales como Fannie Mae, Freddie Mac y el Federal Home Loan Bank. Los mortgage-backed securities son los títulos de deuda de más alta calidad después de los títulos del Tesoro. En los EE. UU., las corporaciones patrocinadas por el gobierno, o GSE, son entidades privadas y cuasi gubernamentales establecidas para mejorar y, en ocasiones, hacer posible el flujo de crédito a sectores específicos de la economía o para proporcionar servicios esenciales al público. Las GSE son creadas por el Congreso.

iv Hay más información a este respecto disponible en: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-mbs.htm>

v La expansión cuantitativa (QE) es una herramienta no convencional de política monetaria utilizada por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, por lo general mediante la compra de activos financieros en el mercado, ya sean acciones, bonos privados y/o bonos del estado. Al aumentar la masa monetaria el valor de la moneda disminuye (se produce inflación) y, con ello, se reducen las tasas de interés a largo plazo. Esta medida suele ser utilizada cuando los métodos más habituales de control de la oferta de dinero no han funcionado. Por ejemplo cuando la tasa de interés de descuento o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero. La expansión cuantitativa es a veces descrita coloquialmente como "imprimir dinero", ya que la compra de activos a la banca por parte del banco central se hace con dinero nuevo creado por éste.

A través del Programa de Crédito para Concesionarios Primarios (*Primary Dealer Credit Facility* PDCF),^{vi} que se usó también en la crisis financiera mundial del 2008, la Reserva Federal ofrecerá préstamos con tasas de interés bajas (actualmente 0.25 por ciento) hasta 90 días a 24 grandes instituciones financieras conocidas como concesionarios/corredores primarios (*primary dealers*). Los concesionarios proporcionarán a la FED títulos de deuda de renta variable y de distintos grados de riesgo de inversión como garantía, incluidos papeles comerciales y bonos municipales (FED 2020a).

El objetivo es mantener el funcionamiento de los mercados crediticios en tiempos de crisis, cuando las instituciones y las personas se inclinan por evitar activos riesgosos y acumular efectivo, y los concesionarios pueden encontrar barreras para financiar los crecientes inventarios de valores que pueden acumular a medida que desarrollan mercados. Para restablecer el PDCF la FED tuvo que obtener la aprobación del Secretario del Tesoro para invocar a la autoridad de préstamos de emergencia bajo la Sección 13 (3) de la Ley de la Reserva Federal por primera vez desde la crisis de 2008.

Respaldo a los fondos mutuos del mercado monetario

La FED (2020b) ha relanzado la Línea de Liquidez del Fondo Mutuo del Mercado Monetario (MMLF por sus siglas en inglés) también usada durante la crisis financiera del 2008, la cual presta a los bancos contra las garantías colaterales^{vii} que compran a los fondos de primer nivel del mercado monetario. Estos fondos invierten en pagarés corporativos a corto plazo conocidos como papel comercial,^{viii} así como también en títulos del Tesoro.

Los fondos del mercado monetario son herramientas de inversión comunes para familias, empresas y una variedad de empresas. El MMLF ayudará a los fondos del mercado monetario a cubrir los rescates demandados por las personas y otros inversores para así mejorar el funcionamiento general del mercado y la provisión de crédito a la economía en general.

Al desarrollarse la crisis del coronavirus los inversores se retiraron de los fondos del mercado monetario en masa. Para pagar los rescates, estos fondos vendieron valores, pero las interrupciones en los mercados financieros dificultaron la venta, incluso si los valores eran todos de alta calidad y con vencimientos muy cortos. Ante esta situación la FED (2020b) planteó que este programa "ayudará a los fondos del mercado monetario a satisfacer los rescates solicitados por los hogares y otros inversores, mejorando el funcionamiento general del mercado y la provisión de crédito a

^{vi} Un concesionario o corredor primario es una empresa que compra valores gubernamentales directamente de un gobierno, con la intención de revenderlos a otros, actuando como un creador de mercado de valores gubernamentales.

^{vii} El término garantía colateral (*collateral* en inglés) se refiere a un activo que un prestamista acepta como garantía para un préstamo. La garantía puede tomar la forma de bienes raíces u otro tipo de activos, dependiendo del propósito del préstamo. La garantía actúa como una forma de protección para el prestamista, es decir, si el prestatario no cumple con los pagos de su préstamo el prestamista puede embargar la garantía y venderla para recuperar parte o la totalidad de sus pérdidas.

^{viii} En el mercado financiero es un pagaré no garantizado con un vencimiento fijo que rara vez supera los 270 días.

la economía en general". La FED invocó la Sección 13 (3) de la Ley de la Reserva Federal y obtuvo el permiso del Tesoro, que proporcionó \$10.000 millones de su Fondo de Estabilización de Intercambio para cubrir posibles pérdidas.

Banco de Inglaterra

1. Aspectos del marco legal del Banco de Inglaterra

El Bank of England es el Banco Central del Reino Unido y es independiente desde el año 1998, luego de la promulgación del Bank of England Act de 1998. Cabe señalar que no existe una ley de rango superior (Constitución) a la que se subordine el Bank of England Act. El objetivo principal del Banco de Inglaterra, declarado en el Bank of England Act es la estabilidad financiera (Bank of England Act, Artículo 2A, numeral 1). Subordinado a este objetivo principal, el Banco de Inglaterra tiene como objetivo secundario, apoyar la política de crecimiento económico y empleo del Gobierno inglés (Bank of England Act, Artículo 2A numeral 2).

El Banco de Inglaterra operacionaliza sus objetivos a través de dos políticas: la Política Monetaria y la Política Financiera. Tanto la Política Monetaria como la Política Financiera son diseñadas por órganos independientes, regulados en el Bank of England act. La independencia de la Política Monetaria fue decretada en el año 1998, con la creación del Monetary Policy Committee (MPC), órgano encargado del diseño de la Política Monetaria en el Reino Unido. Cabe señalar que es a partir de la creación del MPC que la literatura especializada identifica el carácter de independiente al Banco de Inglaterra (McCafferty, 2017). Por su parte el diseño de la política financiera está a cargo del Financial Policy Committee (FPC), creado en el año 2012, en reacción a la crisis económica de 2008, el cual desarrolla la estrategia para la estabilidad financiera del Banco de Inglaterra (Bank of England Act, Artículo 9B).

No obstante la independencia del Banco de Inglaterra, en cuanto a las decisiones sobre la política monetaria y financiera es importante señalar que existen una serie de instancias de coordinación de información, y de decisión en las cuales el Treasury (Ministerio de Hacienda) participa. En primer lugar cabe señalar que es el gobierno, específicamente el Ministro de Hacienda, el que fija la meta de inflación (2% en la actualidad), a la que deben sujetarse las decisiones del Monetary Policy Committee. La meta debe ser notificada por escrito al MPC, al igual que la política de Gobierno para el crecimiento económico y el fomento del empleo.

Asimismo, y en relación a la Política Financiera, el Tesoro podrá enviar al Financial Policy Committee, cualquier información que considere relevante para la estabilidad financiera y para apoyar la política económica del gobierno, incluida la propia política económica. Por otra parte, vale señalar una norma excepcional, establecida en el artículo 19 del Bank of England act, que señala que el Tesoro, previa consulta con el Gobernador del Banco, puede, por orden, dar instrucciones al Banco con respecto a la Política Monetaria, si está convencido de que las instrucciones son necesarias para el interés público y por circunstancias económicas extremas.

Por otro lado, cabe destacar que en el caso Inglés no existe una prohibición nacional a formas de financiamiento del Gobierno como la compra de bonos

o transferencias directa de recursos del Banco de Inglaterra (Saraveros *et al.* 2016, p. 8).

2. Política monetaria y el uso del Ways and Means Facility

La política monetaria del Banco Inglaterra, desde su independencia, ha utilizado dos instrumentos para su operacionalización: la fijación de la tasa de interés de corto plazo a la cual los bancos se prestan dinero (Bank Rate), y la denominada política de Quantitative Easing (QE), a través del Asset Purchase Facility (APF). Asimismo se ha considerado como parte de la operacionalización de su Política Monetaria el uso del Ways and Means Facility, que consiste en la transferencia directa de recursos del Banco de Inglaterra para el financiamiento de deuda pública (déficit fiscal). En la línea de la discusión de los proyectos de ley a los que se refiere este informe, aquí se hará referencia solamente al QE y al APF.

Asset Purchase Facility

Con la irrupción de la crisis económica internacional del año 2008, los bancos centrales comenzaron a utilizar un instrumento no convencional de política monetaria denominado Quantitative easing, que consiste en comprar bonos del tesoro y bonos corporativos de mediano y largo plazo en los mercados secundarios (Open Market Operations). El QE busca afectar la curva de rendimientos de deuda (yield curve) generando una disminución de las tasas de interés de mediano y largo plazo.^{ix} Este instrumento no convencional de política monetaria, ha sido utilizado en la última década debido a la baja respuesta de la demanda agregada a disminuciones en las tasas de interés de corto plazo (Allen. W, 2012).

En el caso Inglés es a partir de febrero de 2009 que se comienza a utilizar como instrumento de Política Monetaria, con la creación del Asset Purchase Facility (APF), un fondo constituido con reservas del Banco de Inglaterra para la compra de deuda privada y del gobierno. Precisamente, es el 19 de febrero de 2009 que el Monetary Policy Committee decidió utilizar el fondo como un instrumento para la estabilidad de precios (Bank of England, 2009a). Cabe señalar que en una primera instancia el APF fue concebido solo para comprar instrumentos de deuda privada de alta calidad (*high quality private debt*).^x A solicitud del Monetary Policy Committee se amplió a los bonos del gobierno entre los instrumentos de deuda susceptibles de ser adquiridos por el APF (Bank of England 2009a; Bank of England 2009b).

Ways and Means Facility

El *Ways and Means facility* es un modo de financiamiento directo del Banco de Inglaterra al Gobierno inglés, concebido para aumentar la liquidez del Gobierno en el corto plazo, especialmente en períodos en los que el acceso a deuda en el mercado es financiero es a un alto costo. En términos simples, son recursos del Banco de Inglaterra disponibles para el Ministerio de Hacienda en una cuenta de giro. Las condiciones de la devolución de los recursos se acuerdan entre el Banco de

^{ix} La caída en las tasas de interés de largo plazo permite que tanto el gobierno como las corporaciones puedan emitir deuda (bonos) a bajo costo para horizontes largos de tiempo.

^x La lista de activos elegibles será autorizada por el Ministerio de Hacienda, mientras que el Banco de Inglaterra podrá hacer las enmiendas que considere necesarias.

Inglaterra y el Tesoro, con el compromiso implícito que sean devueltos en el corto plazo. Cabe señalar que el año 2008, a raíz de la crisis económica internacional, el Banco Central dispuso de £20.000 millones para el financiamiento directo del gobierno vía Ways and Means facility.^{xi}

3. Actuaciones del Banco de Inglaterra en respuesta a la crisis generada por el coronavirus

La respuesta del Banco de Inglaterra a la crisis del coronavirus se ha implementado, principalmente (ver nota pie 12), a través de los instrumentos descritos más arriba. Así el Banco de Inglaterra ha reducido la tasa de interés de corto plazo (Bank Rate) en 65 puntos bases a un 0,1%, aumentó el límite máximo de compra del Asset Purchase Facility a un monto de £645.000 millones y extendió el uso del Ways and Means Facility como una fuente directa de liquidez de corto plazo para el gobierno (FMI, 2020).

Con respecto a la compra de bonos del gobierno, el Monetary Policy Committee en su sesión del 19 de marzo decidió aumentar la cantidad de compras de bonos en el mercado abierto bajo el programa Asset Purchase Facility (APF) en £200.000 millones. El acervo de compra de bonos previo a la crisis del coronavirus era de £445.000 millones. Los £200.000 millones de aumento en la compra de bonos, aclara el MPC, se utilizarán principalmente en bonos del Gobierno de distinta duración, entre 3 y 20 años de madurez (FPC, marzo 2020). Como antecedente, cabe señalar que en la minuta de la sesión se menciona el deterioro del mercado de bonos de gobierno en países industrializados señalando que “los rendimientos de los bonos del gobierno de economías avanzadas, que generalmente caen cuando se debilita el apetito por el riesgo, tuvieron aumentos considerables en marzo 2020. Los rendimientos de los bonos a 10 años del gobierno habían aumentado en aproximadamente 40 a 50 puntos básicos en los Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido” (FPC 2020).

Con respecto a la extensión del Ways and Means Facility, el 9 de abril de 2020 el Banco de Inglaterra y el Gobierno llegaron a un acuerdo para hacer uso del financiamiento directo al Gobierno, como una medida temporal y de corto plazo para aumentar la liquidez de este último. El comunicado en el que se expresa el acuerdo entre ambos señala que el “Gobierno seguirá utilizando los mercados financieros para el financiamiento de su deuda, y recursos que se obtengan a través del Ways and Means Facility serán pagados al final de este año” (Bank of England 2020). Analistas del mercado financiero inglés han señalado que la utilización del Way and Means Facility como instrumento alternativo de financiamiento del Gobierno reduce la posibilidad de un aumento excesivo y abrupto de oferta de bonos del gobierno en el mercado, lo que podría presionar las tasas de interés al alza disminuyendo el efecto de la política monetaria sobre la reactivación económica (The Economist 2020). A su vez, señalan que, como ocurrió en la crisis internacional iniciada en 2008, los recursos deberían ser devueltos por el Gobierno en el corto o mediano plazo, levantando recursos vía emisión de bonos. Por lo anterior, según los analistas, la medida apunta a extender la emisión de bonos en el tiempo y así no inundar el mercado financiero de bonos del tesoro

^{xi} En la historia previa a la independencia del Banco Central fue un instrumento ampliamente utilizado para el financiamiento del gobierno, especialmente en tiempo de guerra.

(Smith 2020). Desde otro punto de vista, algunos analistas señalan que se pone en riesgo la independencia del Banco Central si es que el financiamiento directo del Gobierno se convierte en un instrumento permanente y que en este año el Ways and Means Facility podría entregar unos £200.000 millones al Gobierno (The Guardian, 2020).

Banco de la Reserva de Nueva Zelanda

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (RBNZ por sus siglas en inglés) redujo la tasa de interés oficial (Official Cash Rate, OCR) en 75 puntos base a 0.25 por ciento el 17 de marzo y anunció que este nivel se mantendrá durante al menos 12 meses (FMI 2020).

El RBNZ implementado un Programa de Adquisición de Activos a Gran Escala (*Large Scale Asset Purchase*, LSAP) para comprar bonos del gobierno en el mercado secundario hasta por 30.000 millones de dólares neozelandeses a distintos rangos de vencimientos. El RBNZ anunció el 7 de abril que ha agregado \$3.000 millones de dólares neozelandeses (equivalente al 30% en emisión) de la deuda de la Agencia de Financiamiento del Gobierno Local (Local Government Funding Agency) al Programa de Adquisición de Activos a Gran Escala, llevando el tamaño total del programa a \$33.000 millones de dólares neozelandeses a más de 12 meses. El RBNZ ha proporcionado liquidez en el mercado de intercambio de divisas y ha restablecido una línea de intercambio temporal en dólares estadounidenses de US\$30.000 con la Reserva Federal de los Estados Unidos.

También ha establecido un nuevo servicio de subasta a plazo (Term Auction Facility, TAF), que permite a los bancos acceder a préstamos garantizados de hasta 12 meses y ha anunciado un servicio corporativo en el que el RBNZ ofrecerá hasta \$500 millones de dólares neozelandeses por semana en operaciones de mercado abierto con bancos contra papeles corporativos y valores respaldados por activos durante 3 meses. El RBNZ también está introduciendo un Mecanismo de Préstamo a Plazo (Term Lending Facility, TLF), un esquema de financiamiento a más largo plazo para bancos a bajas tasas de interés por hasta 3 años de duración (FMI 2020a).

Banco de Japón

El 16 de marzo, el Banco de Japón convocó a una reunión de política monetaria y anunció un conjunto integral de medidas para mantener el buen funcionamiento de los mercados financieros (especialmente de los mercados de financiamiento en dólares estadounidenses) e incentivar la provisión de crédito (FMI 2020).

Estas medidas incluyen la provisión de liquidez a través de un aumento en el tamaño y la frecuencia de las compras de bonos del gobierno japonés, una operación especial de suministro de fondos para proporcionar préstamos a instituciones financieras para facilitar el financiamiento de empresas, un aumento en el

ritmo anual de las compras de fondos negociados en bolsa por parte del Banco de Japón (Exchange-traded funds , ETFs y Japan-Real Estate Investment Trusts, J-REITs), y un aumento temporal de compras específicas de papel comercial y bonos corporativos (Banco de Japón 2020). Adicionalmente, el Banco de Japón ha brindado apoyo crediticio a través de la operación especial de suministro de fondos e hizo compras de valores del gobierno japonés, papeles comerciales, bonos corporativos y fondos negociados en bolsa.

IV.-CONTENIDO DEL PROYECTO DE LEY

Contiene un artículo, mediante el que se modifica la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central, con el fin de regular la nueva herramienta que se otorga constitucionalmente al Banco Central, en circunstancias excepcionales y transitorias en las que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, que se vincula directamente con la estabilidad financiera, para comprar y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, todo ello, 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.

La iniciativa, en concordancia con la reforma constitucional agrega en el artículo 27 de la ley N° 18.840, dos incisos que disponen que:

“... el Banco en circunstancias excepcionales y transitorias determinadas por el Consejo mediante acuerdo fundado adoptado con el voto favorable de al menos cuatro consejeros, en que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, podrá comprar en el mercado secundario abierto, para fines de provisión de liquidez a través de éste, 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 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.”.

Regulación actual

Por su parte, el proyecto de ley que se somete a consideración encuentra su marco legal en el artículo 109 de la Constitución Política de la República y en el artículo 27 de la ley N° 18.840, orgánica constitucional del Banco Central, que establecen lo siguiente:

a) El Banco central de Chile sólo puede efectuar operaciones con bancos, públicos o privados.

b) El Banco Central de manera alguna podrá adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas.

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

d) Salvo “en caso de guerra exterior o peligro de ella” puede “obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas”.

Modificación propuesta en la LOC del Banco Central de Chile

-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.

V.-INCIDENCIA PRESUPUESTARIA DE LA INICIATIVA

El proyecto de ley no tiene incidencia en la administración financiera o presupuestaria del Estado, y, en consecuencia, no se acompaña informe financiero.

VI.-SÍNTESIS DE LA DISCUSIÓN EN LA COMISIÓN Y ACUERDOS ADOPTADOS

1.-PRESENTACIÓN DEL PROYECTO DE LEY

Expuso en primer lugar el Ministro de Hacienda, señor Ignacio Briones Rojas. Comenzó indicando que, en los últimos 12 años, los bancos centrales en el mundo han debido desplegar una batería de nuevas herramientas monetarias para apoyar la estabilidad financiera y la estabilidad de precios cuando se topan con el piso para la tasa de política monetaria. Estas herramientas “no convencionales” incluyen programas de compra de activos financieros, incluyendo bonos del Tesoro público, además de señales explícitas sobre la evolución futura de la tasa de política monetaria. La mayoría de las investigaciones encuentran que las nuevas herramientas aumentan la efectividad de la política monetaria para estabilizar los mercados financieros y la

inflación. Ante la pandemia Covid-19, los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han reaccionado con rapidez y decisión, empleando una amplia gama de instrumentos no convencionales para aliviar el estrés financiero y mantener el flujo de crédito al sector privado. Uno de los instrumentos más utilizados han sido los programas de compra de bonos soberanos.

Programas de compra de activos en economías avanzadas:

Banco Central	Fecha	Tamaño	Activos
Reserva Federal	16-03-2020	US\$ 700 mil millones	Soberanos, MBS (Mortgage-Backed Securities)
Reserva Federal	23-03-2020	Ilimitadas	Soberanos, MBS, Bonos corporativos
Banco de Inglaterra	19-03-2020	£ 200 mil millones	Soberanos, Bonos corporativos
Banco Central Europeo	18-03-2020	€ 750 mil millones	Soberanos
Banco de Japón	26-04-2020	Ilimitado para Bonos del Gobierno, ¥ 20 billones en bonos corporativos	Soberanos, Bonos corporativos
Banco de Canadá	27-03-2020	3,5 mil millones de dólares canadienses por semana	Soberanos
Banco de la Reserva de Australia	19-03-2020	Ilimitadas	Soberanos
Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	23-03-2020	30 mil millones de dólares neozelandeses	Soberanos
Banco de Suecia	16-03-2020	300 mil millones de coronas suecas	Soberanos

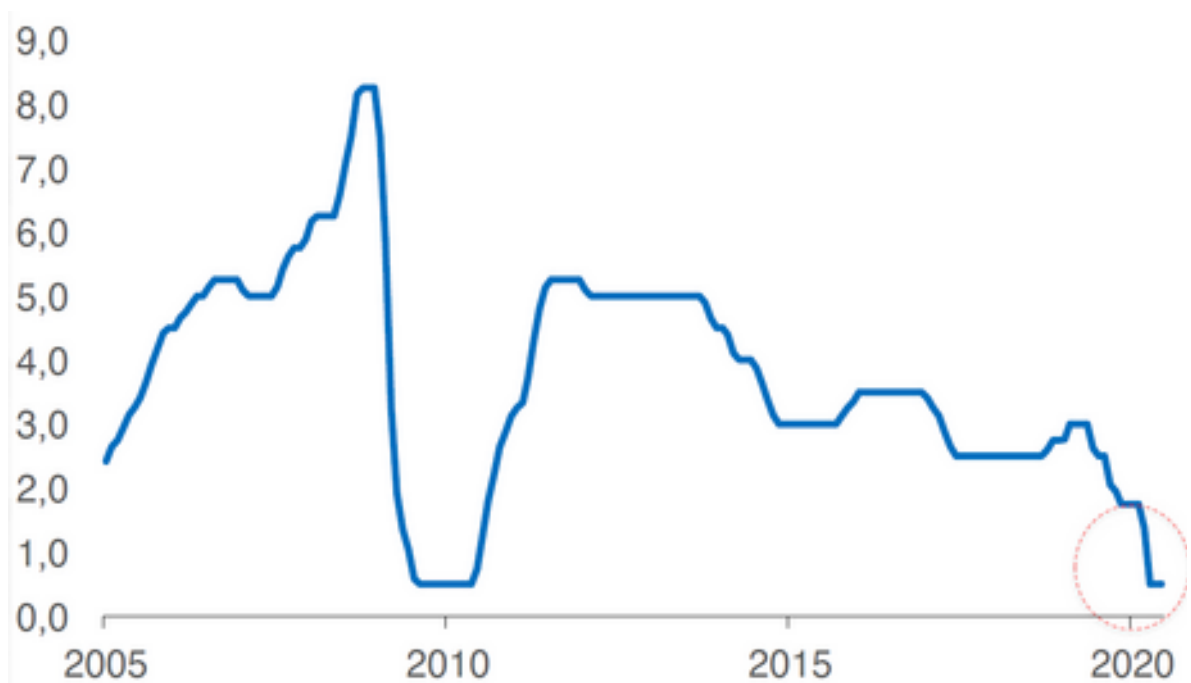
Programas de compra de activos en economías emergentes:

Banco Central	Fecha	Tamaño	Tipo de compra de activos
Banco de Israel	23-03-2020	50 mil millones de shekel	Soberanos
Banco de la República de Colombia	24-03-2020	12 billones de pesos colombianos	Soberanos
Banco de la Reserva de Sudáfrica	25-03-2020	Monto no especificado	Soberanos
Banco Nacional de Polonia	17-03-2020	Monto no especificado	Soberanos
Banco Nacional de Polonia	06-04-2020	Monto no especificado	Soberanos, Bonos con Garantía estatal
Banco Nacional de Rumania	20-03-2020	Monto no especificado	REPOS, Bonos de Gobiernos locales
Banco Nacional de Hungría	24-03-2020	Considerando la reanudación de sus compras de bonos hipotecarios	Soberanos, MBS
Banco Nacional de Hungría	28-04-2020	1 billón de forint húngaros en bonos del Gobierno y 300 mil millones en bonos hipotecarios	Soberanos, MBS
Banco Nacional de Croacia	13-03-2020	Monto no especificado	Soberanos
Banco Central de Filipinas	24-03-2020	300 mil millones de pesos filipinos	Soberanos
Banco de México	21-04-2020	100 mil millones de pesos mexicanos	Soberanos, Bonos Corporativos
Banco Central de la República de Turquía	31-03-2020	Monto no especificado	Soberanos
Banco de la Reserva de India	20-03-2020	400 mil millones de rupias	Soberanos
Banco de Indonesia	01-04-2020	Monto no especificado	Soberanos

En Chile, el Banco Central (BCCh) ha desplegado una batería de acciones monetarias para responder a los efectos del Covid-19 y estabilizar las condiciones financieras y crediticias en Chile. El BCCh ha recortado la tasa de política monetaria en 1,25% llevándola a su piso efectivo en 0,5%. Además, ha tomado una serie de medidas especiales para inyectar liquidez en la economía como:

- Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC),
 - Ampliación de colaterales elegibles para operaciones de financiamiento (bonos y depósitos bancarios, cartera de alta clasificación de riesgo, bonos corporativos)
 - Programa de compra de activos, incluyendo bonos propios y bonos bancarios. Anuncio de compra de US\$ 8.000 millones en los próximos 6 meses.
 - Programa especial para mitigar aumentos de volatilidad en los mercados financieros ante cambios relevantes de los portafolios de los Fondos de Pensiones (repos, compra depósitos).

Tasa de política monetaria en piso histórico de 0,5%

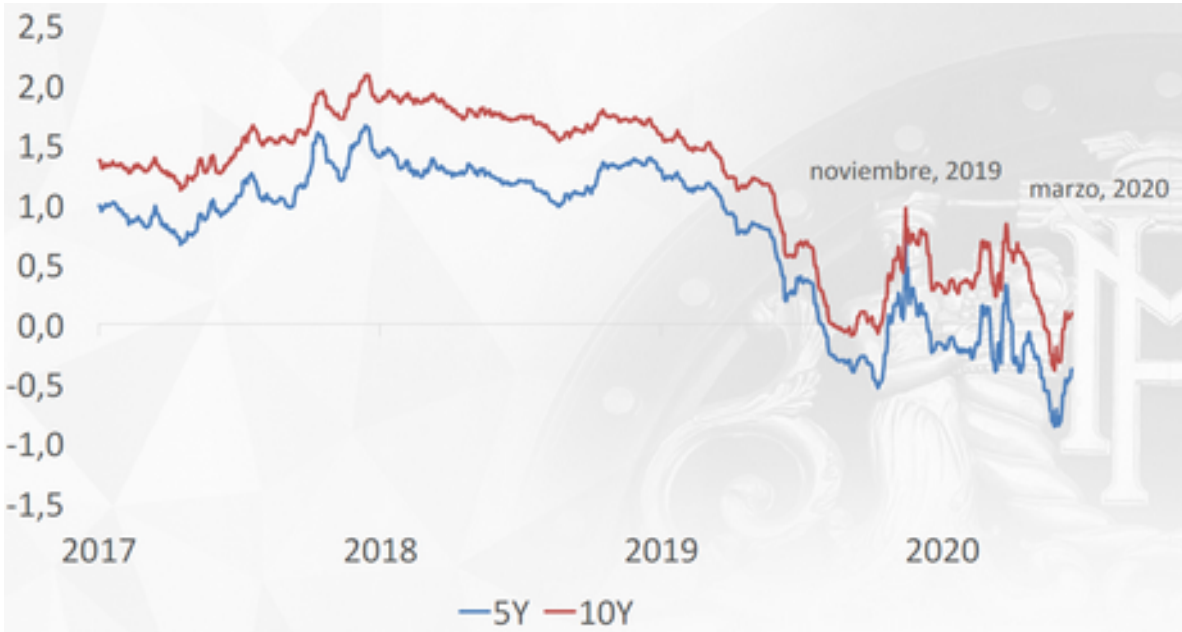


- En noviembre último, en medio de la crisis social, el BCCh debió actuar de emergencia para estabilizar las tasas de interés de largo plazo en momentos de alta volatilidad financiera comprando bonos de emisión propia. Lo mismo ocurrió en marzo último, en medio de la volatilidad internacional asociada a la pandemia Covid-19. Recientemente, el BCCh anunció programa de compra de activos en el mercado secundario por hasta 8.000 millones de dólares en los próximos 6 meses para dar más tracción a la política monetaria. Este programa estará dirigido a la compra de bonos propios, de los cuales quedan muy pocos en circulación, y bonos bancarios, de los cuales, por razones prudenciales, no compra más de 20% de la emisión de cada banco. Además, agregó ventanilla de repos y compra de depósitos para mitigar efectos de los cambios en las carteras de los Fondos de Pensiones.

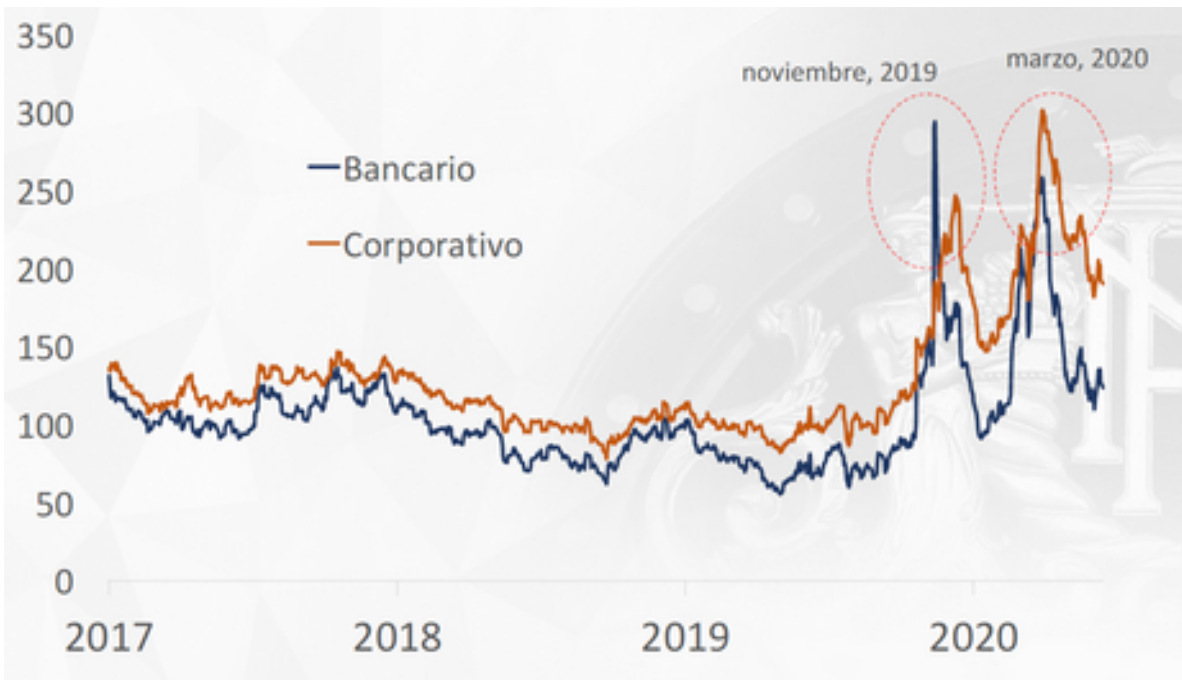
El marco jurídico vigente prohíbe al BCCh comprar y vender el principal instrumento de renta fija que se transa en la actualidad en el mercado nacional: los bonos de Tesorería. Esta limitación restringe alcance de las acciones del BCCh en

el mercado de renta fija nacional. En la práctica, no puede comprar más de US\$10bn de bonos propios o bancos.

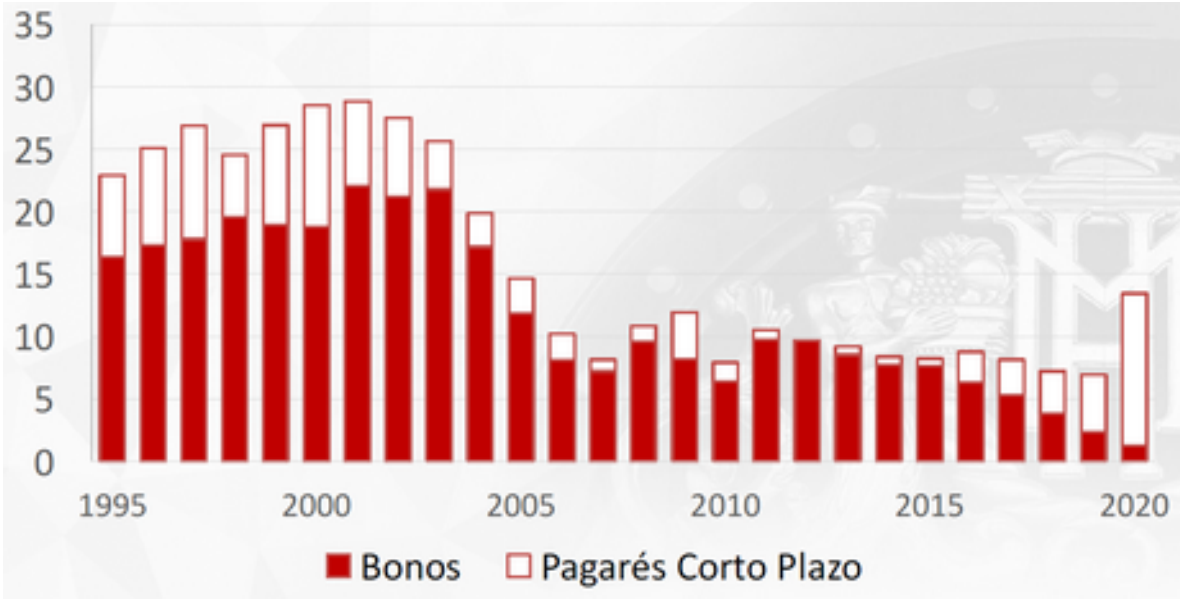
Volatilidad de bonos ante episodios de stress financiero
Bonos Soberanos 5 y 10 años en UF (%)



Volatilidad spreads ante episodios de stress financiero
Spreads de Bonos Bancarios y Corporativos (puntos base)



Bonos y Pagarés BCCh como % PIB



Mercado Renta Fija Local por Emisor
(US\$ miles de millones)

	2005	2010	2015	2020
BCCh - bonos	14,5	14,0	18,6	2,0
Bancos (*)	11,4	23,0	44,4	45,2 (**) Bonos elegibles para programa de compra: hasta US\$ 10 mil millones
Tesorería	1,9	14,6	33,1	55,4
Empresas	14,5	28,5	28,7	37,0
Total	42,2	80,1	124,9	139,6

(*) excluye bonos subordinados y cifras de 2020 excluyen además bonos emitidos en el exterior.
(**) por razones prudenciales, BCCh se limita a no comprar más del 20% de la emisión de cada banco y ya ha comprado US\$3.000 millones en bonos bancarios, por lo que, en la práctica, sólo podría adquirir hasta poco más US\$10.000 millones.

Esta reforma permitirá que el BCCh disponga 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. La facultad de comprar y vender bonos de Tesorería en el mercado secundario en circunstancias excepcionales y transitorias permitiría al Banco Central de Chile actuar estabilizando las tasas de largo plazo y así evitar disrupciones al costo y la disponibilidad del crédito de largo plazo, como préstamos hipotecarios, leasings y otros financiamientos de proyectos de inversión. Asimismo, los programas de compra de activos permitirán dar más tracción a la política monetaria en circunstancias extraordinarias como las actuales, en que las tasas de interés se encuentran en su piso efectivo, o muy cerca del mismo. La mayoría de los bancos centrales en las economías avanzadas cuentan con esta facultad y han hecho uso de la misma en el contexto de la pandemia Covid-19.

Existe una justificación histórica para esta prohibición de comprar bonos estatales. En el pasado, el banco central dependiente se usó para financiar con

emisión inorgánica los déficits recurrentes en las cuentas fiscales. Chile experimentó una inflación alta y crónica. Esta reforma es celosa de cuidar la autonomía y credibilidad del Banco Central, así como separar la operación de la política monetaria de la política fiscal. En particular, la reforma restringe el ejercicio de la facultad de compra de bonos estatales de varias maneras:

- La compra de bonos del tesoro por el BCCh sólo puede realizarse en el mercado secundario, es decir títulos que fueron colocados en el pasado a otros inversionistas. Es decir, financia al mercado en general, no al Fisco. El gobierno de Chile cuenta con acceso favorable a los mercados financieros internos y externos.
- La compra de bonos del Tesoro sólo puede hacerse en circunstancias excepcionales y transitorias fundadas en el resguardo de la estabilidad financiera, lo que lo desvincula su operación de los requerimientos fiscales.
- La decisión de comprar bonos estatales en el mercado secundario requerirá el voto favorable de cuatro de los cinco miembros del Consejo.

Chile cuenta con amplio acceso a financiamiento en mercados internacionales en términos competitivos:



- El Ministro se refirió al marco constitucional vigente:
Artículo 109 de la CPR y artículo 27 LOC Nº 18.840 establecen que:
- a) BCCh sólo puede efectuar operaciones con bancos, públicos o privados;
 - b) BCCh de manera alguna, podrá adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas;
 - c) Ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del BCCh;
 - d) SALVO “en caso de guerra exterior o peligro de ella” puede “obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas”.

Explicó que el proyecto de reforma a la Constitución propone establecer que: “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 y vender, en el mercado secundario abierto, instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, de conformidad a lo

establecido en su ley orgánica constitucional.” Asimismo, incorpora una nueva disposición transitoria: “CUADRAGÉSIMA. La reforma constitucional al artículo 109 empezará a regir una vez que entre en vigencia la ley que introduce modificaciones a la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, que regulará el ejercicio de la nueva facultad que se le otorga al Banco Central.”.

Agregó que, en la Comisión de Hacienda y en la Comisión de Constitución del Senado, tanto la reforma constitucional aprobada hoy (B 13.592-05), como este proyecto de ley, fueron aprobadas por unanimidad. En la Sala del Senado, fueron aprobadas en forma simultánea por 42 votos a favor. En cuanto a la reforma constitucional señalada, fue aprobada por la unanimidad de los integrantes de la Comisión de Constitución de esta H. Cámara y por 141 votos a favor.

El proyecto de reforma a la LOC del Banco Central (B 13.593-05) propone que “... el Banco en circunstancias excepcionales y transitorias determinadas por el Consejo mediante acuerdo fundado adoptado con el voto favorable de al menos cuatro consejeros, en que así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, podrá comprar en el mercado secundario abierto, para fines de provisión de liquidez a través de éste, 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 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.”

A continuación, la Comisión recibió al Presidente del Banco Central de Chile, señor Mario Marcel Cullell. Expresó que este proyecto modifica la LOC del BCCh para regular la facultad otorgada por reforma al art. 109 de la Constitución (Boletín 13.592-05) que autoriza al Banco para comprar y vender en el mercado secundario abierto instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, en situaciones excepcionales y transitorias que así lo exija la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Se tramitó en paralelo a la reforma constitucional, hasta que la Cámara aprobó ésta última en segundo trámite (05/08/2020), con lo cual quedó despachada por el Congreso. El actual texto de la reforma de la LOC fue aprobado por el Senado en primer trámite constitucional.

En virtud del artículo 39 transitorio introducido por la Reforma Constitucional, ésta empezará a regir una vez que entre en vigencia la ley que introduce modificaciones a la LOC del BCCh. Por tanto, la aprobación de la Reforma de la LOC es imprescindible para que se pueda ejercer la facultad otorgada al BCCh por la Reforma Constitucional. El texto propuesto reproduce la parte sustantiva del texto constitucional y agrega normas de procedimiento para ejercer la facultad.

El artículo 109 de la Constitución impone cuatro limitaciones 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 tres fundamentos:

1. Evitar el financiamiento monetario de los déficits 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 Ley Orgánica Constitucional (LOC) del BCCh.

El artículo 27 de la LOC autoriza al BCCh a otorgar financiamiento exclusivamente a empresas bancarias.

- Sin embargo establece que no podrá otorgar a ellas su garantía
- Reitera prohibición constitucional de adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas.
- Reitera además prohibición de financiamiento de gasto público y excepción en caso de guerra exterior.

Por tanto, para poder autorizar la adquisición de instrumentos fiscales en el mercado secundario es necesario modificar tanto el art. 109 de la Constitución como el art. 27 de la LOC.

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,
- ii. Justificadas por el resguardo del normal funcionamiento de los pagos internos y externos; y
- iii. 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 fue despachado por el Congreso, tras ser aprobado por el Senado y la Cámara. 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.

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.

Los créditos directos al Gobierno y la compra de bonos en el mercado primario están en general prohibidos, por los efectos inflacionarios que generan y la relación de dependencia que genera en la política monetaria y el propio Banco Central. En cambio, 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. Tradicionalmente, esta facultad se aplicó a la transacción de títulos de corto plazo para la implementación de la política monetaria. Sin embargo, esta atribución ha sido utilizada respecto de bonos de más largo plazo, como parte de políticas no convencionales.

Indicó que la compra de bonos en el mercado secundario sirve a un banco central, en dos ámbitos: política monetaria y estabilidad financiera. Tratándose del primero, para mejorar la transmisión de la política monetaria cuando los bancos retienen liquidez por motivos precautorios y para ampliar el impulso monetario cuando la tasa de política monetaria (TPM) ha alcanzado su mínimo técnico y no puede reducirse más. Respecto del segundo, sirve 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 y 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.

Continuó expresando que 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 Pagaré 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. En otros países estas operaciones se efectúan con bonos de corto plazo del Fisco, pero al no estar esta posibilidad disponible, el BCCh ya desarrolló procedimientos alternativos que no es necesario reemplazar. 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. Durante algunos años, este tipo de operaciones se pudo hacer con deuda larga del BCCh, pero al ir desapareciendo esta deuda comienza a hacerse necesario recurrir a títulos del Fisco.

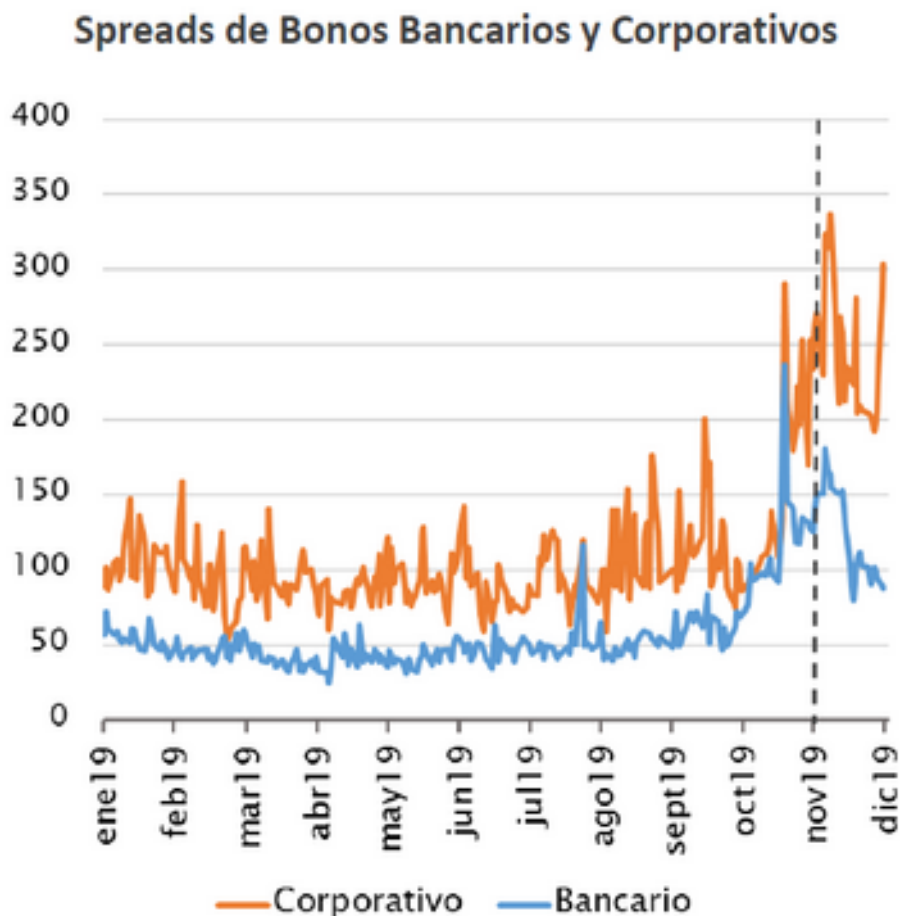
En lo más reciente, la compra de bonos soberanos por parte de bancos centrales ha ido más allá de la operación de la política monetaria:

Bancos Centrales y programas especiales de compra de Bonos Soberanos (*)				
Economías Desarrolladas			Economías Emergentes	
	Experiencia Previa	Episodio Actual	Episodio Actual	
Estados Unidos	2009 - 2014	SI	Israel	SI
Eurozona	2015 - 2019	SI	Corea	SI
Reino Unido	2009 - 2020	SI	Colombia	SI
Japón	2001 - 2020	SI	Sudáfrica	SI
Canadá	NO	SI	Polonia	SI
Australia	NO	SI	Rumania	SI
Nueva Zelanda	NO	SI	Hungría	SI
Suecia	2015 - 2020	SI	Croacia	SI
Noruega	NO	NO	Filipinas	SI
Suiza (1)	2011 - 2020	SI	México	SI
			Turquía	SI
			India	SI
			Indonesia	SI
			Brasil (2)	NO
			República 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.

A raíz de los sucesos gatillados el 18-Oaumenta 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.



Se refirió a las distinciones entre compra de bonos en mercado primario y secundario, en particular sobre sus 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. 34 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.

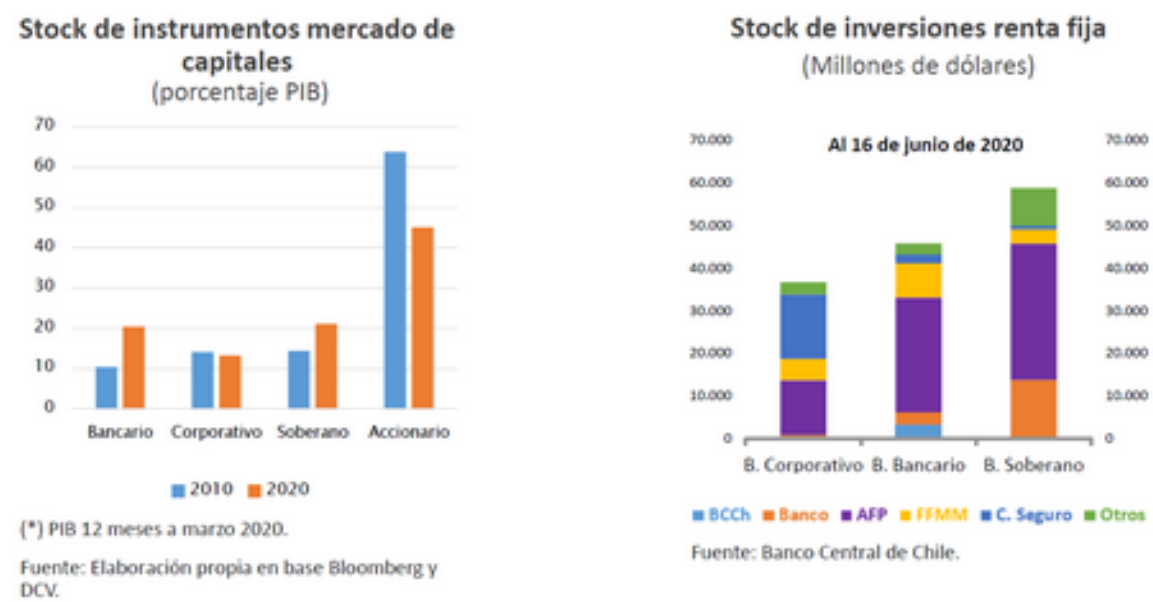
Por lo tanto, las modificaciones propuestas apuntan a facultar al BCCh para comprar y vender en el “mercado abierto” -integrado por las entidades definidas para estos efectos en su normativa -no sólo bonos bancarios, como ocurre hoy, sino también bonos fiscales, utilizando una plataforma electrónica y competitiva (SOMA) en que las operaciones se adjudican a precios de mercado.

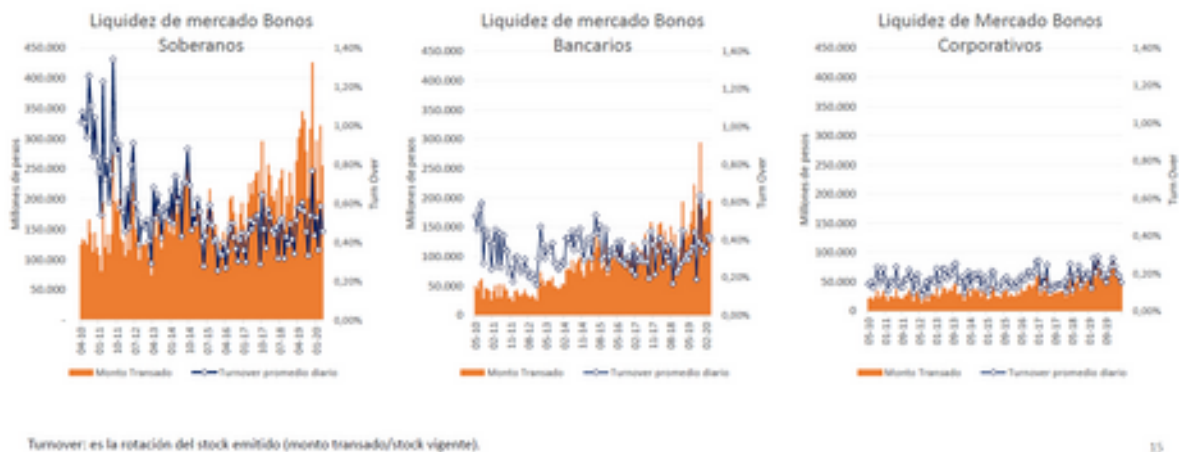
Respecto a los aspectos económicos, señaló que el Fisco, a través de la Tesorería General de la República (TGR), efectúa regularmente colocaciones de bonos en el mercado primario. Estas se realizan en grandes volúmenes para satisfacer

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. 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.

	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 representan el segmento mayor y más diversificado de la renta fija.





Detalló cinco condiciones para el ejercicio de la Facultad propuesta:
En el texto constitucional:

- Adquisición de títulos solamente en el mercado secundario
- En situaciones excepcionales
- Cuando lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos
- La compra se efectuará durante un período determinado

En la LOC:

- Decisión adoptada por el Consejo mediante acuerdo fundado, con el voto favorable de al menos cuatro consejeros.

Destacó que la propuesta presenta una serie de conceptos clave, en el inciso que busca introducir: “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”.

Por su parte, la propuesta de modificación a la Ley Orgánica es coherente con la propuesta anterior: “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.”.

El acuerdo de Consejo que decida implementar esta medida deberá ser adoptado con un quórum especial de 4 consejeros. La intención detrás de la exigencia de un alto número de consejeros para adoptar esta decisión refuerza el carácter excepcional de esta herramienta. De esta forma, el quorum calificado tiene por objeto resguardar el ejercicio responsable de esta atribución. Este quorum especial no es extraño a la LOC vigente, pues hay disposiciones que ya lo contemplan para

determinadas materias. Como regla general, los acuerdos del Consejo del BCCh son adoptados cuando cuenten con el voto favorable de la mayoría de los consejeros asistentes a la sesión (art. 11 LOC BCCh). Excepcionalmente, se exige un quorum mayor para ciertas materias:

Acuerdos que requieren quórum especial	Quórum requerido	Artículo de la LOC BCCh
Dictar y modificar los reglamentos internos de funcionamiento del Consejo	3 Consejeros	Art. 11
Designar, aceptar renuncias y poner término al contrato de Gerente General, Fiscal y Revisor General	3 Consejeros	Art. 18 N° 4
Insistencia en aplicación de acuerdos si el Ministro de Hacienda ejerce su derecho a suspenderlo	unanimidad	Art. 19
Imposición, modificación y alzamiento de restricciones cambiarias	mayoría total	Art. 50
Dara dejar sin efecto veto del Ministro de Hacienda respecto de las restricciones cambiarias	unanimidad	Art. 50
Prórroga del carácter secreto o reservado de un acto del BCCh	4 Consejeros	Art 65 bis
Renuncia a inmunidad de jurisdicción en contratos internacionales	4 Consejeros	Art. 85

Detalló otros conceptos importantes adicionales a la reforma a la LOC:

- Para fines de provisión de liquidez: Este concepto se vincula directamente con el objetivo asignado al Banco de velar por el normal funcionamiento de los pagos, para cuyo efecto se encuentra investido de facultades para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación (art. 3°LOC BCCh). Por lo tanto, reafirma que no es una medida para otorgar financiamiento, sino regular la liquidez en el sistema financiero.
 - Se citará especialmente al Ministro de Hacienda a la sesión respectiva, quien podrá ejercer las facultades establecidas en el artículo 19 de esta ley: posibilidad de suspender hasta por 15 días un acuerdo, salvo que la totalidad de los consejeros insista en su aplicación.
 - 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: Esta determinación será efectuada por el Consejo de acuerdo a la evolución de los acontecimientos que determinaron la activación de la medida, de manera de asegurar una venta ordenada de los bonos del Fisco adquiridos en virtud de esta excepción.
- 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 (la compra se haría durante un período determinado que fijará el Consejo)
 - 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.

- Venta:

- Los instrumentos serán enajenados por el Banco en el mercado abierto, en la oportunidad y de acuerdo a los términos y condiciones que el Consejo determine

- 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).

Agregó que el programa de bonos bancarios 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.

Concluyó expresando que las normas constitucionales y legales 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 H. Cámara de Diputadas y Diputados y hace notar su urgencia para habilitar la norma constitucional aprobada recientemente.

Terminada la presentación del proyecto, los integrantes de la Comisión hicieron presente lo siguiente:

El diputado Schilling manifestó su apoyo a la iniciativa. Sin embargo, consideró que esta facultad no puede ser circunscrita a un ámbito especialísimo, en el sentido de la cada vez más frecuente ocurrencia de crisis y desequilibrios financieros, que son consecuencia de la desregulación. Sobre la facultad de comprar directamente deuda fiscal en casos de guerra exterior, estimó que debe eliminarse, en tanto si se contempla en la ley este concepto, cabe concluir que también existe la guerra “interior”.

El diputado Pérez consultó a los expositores por qué es tan importante aprobar este proyecto de ley y qué efectos podría tener la demora en la tramitación.

El diputado Melero destacó la importancia de establecer que esta facultad es excepcional y transitoria. Solicitó a los invitados explicar qué podría considerarse una circunstancia excepcional y transitoria, que motivaría el ejercicio de esta atribución. Consultó si este proyecto podría tener un efecto en la evaluación del riesgo país.

El diputado Jackson señaló que el concepto de estabilización del mercado financiero puede ser visto como un salvataje de los intermediarios que corrieron un riesgo a la hora de adquirir un activo. Preguntó qué condiciones se podrían establecer para los titulares del mercado secundario, para que esta intervención genere los efectos virtuosos que se pretenden.

El Ministro expresó que este proyecto busca que el Banco Central disponga de las herramientas para enfrentar de buena manera una situación de inestabilidad financiera. Indicó que la excepcionalidad y transitoriedad se complementan, porque la primera lleva necesariamente contenida la segunda. El alto quórum del consejo del Banco exigido, da cuenta de que se trata de situaciones muy especiales. Es cierto que las crisis financieras han ocurrido y seguirán ocurriendo, pero no son la regla, sino la excepción. Respecto al efecto en la clasificación del riesgo país, indicó que una reforma como la propuesta sólo podría contribuir a su mejoramiento, en tanto la estabilidad financiera se verá fortalecida.

El señor Marcel indicó que después de la crisis de los años 82 y 83 hubo una revisión muy profunda de la regulación financiera chilena. Esto permitió un periodo de casi 40 años sin una crisis de inestabilidad financiera doméstica, sin perjuicio de los efectos locales que han tenido las crisis internacionales. Respecto a la situación de guerra exterior, señaló que es una reproducción del inciso tercero del artículo 109 de la Constitución, por lo que es algo que no puede ser modificado por este proyecto. Señaló que esa redacción responde a la naturaleza del gobierno de la época y a las fuentes de financiamiento en ese entonces existentes, mayoritariamente compuesta de deuda. Por otra parte, indicó que lo excepcional significa no habitualidad, y transitorio, se refiere a algo que ocurre durante un periodo de tiempo. En este sentido, en la práctica, en el momento en que el Consejo del Banco Central decida hacer uso de esta facultad, tendrá que justificar su decisión, y definir un periodo dentro del que la ejercerá. Un caso podría ser un aumento repentino y profundo del tipo de cambio. Se define un

volumen máximo de operaciones que se busca afectar y un periodo de tiempo. Una vez que se cumplen estos parámetros, se deja de ejercer la intervención. Respecto a la clasificación de riesgo, indicó que es una pregunta frecuente al Banco de parte de las clasificadoras la relativa al conjunto de herramientas destinadas a enfrentar las crisis financieras, por lo que esta propuesta debería tener un efecto positivo en este ámbito.

2.- AUDIENCIAS EFECTUADAS

Expuso luego el señor Roberto Zahler Mayanz, expresidente del Banco Central de Chile. Señaló que el proyecto de ley es muy conveniente, en tanto entregará más herramientas al Banco, sin que se generen riesgos. Estimó importante entender que parte de la forma en que se ha llevado a cabo la política monetaria en los últimos años debe ser comprendida en el largo plazo. Indicó que esta facultad debiera ser permanente, no debiera exigirse un quórum calificado, ni la concurrencia del Ministro de Hacienda, entre otras condiciones, en tanto esta herramienta está presente a nivel comparado en la mayor parte de los países desarrollados: Es un complemento de la política monetaria.

Expresó que el Banco debiera poder comprar también instrumentos de empresas públicas en el mercado secundario, tal como es posible, por ejemplo, en Estados Unidos. Esto daría más facultades al Banco para enfrentar una situación de crisis.

La forma de llevar la política monetaria en situaciones de crisis no tiene una sola forma. Existen experiencias notables, como la peruana, en la que el Banco Central interviene con mucha mayor frecuencia que la que hace el Banco chileno. El Banco japonés interviene directamente para afectar las tasas de largo plazo de la economía, de forma casi permanente. En este sentido, el diseño e implementación de la política monetaria de los países más serios del mundo, contemplan esta facultad, no circunscrita a situaciones especiales y transitorias. Lo anormal es no haber tenido este instrumento desde un principio.

En síntesis, propuso eliminar el carácter transitorio y excepcional de la medida propuesta, y ampliar el abanico de instrumentos financieros que podrían adquirirse en virtud de ella.

La Comisión recibió a continuación al señor Nicolás Bohme Olivera, en representación del Observatorio de Políticas Económicas (OPES). Indicó que existen dos consensos sobre la política monetaria en el contexto actual

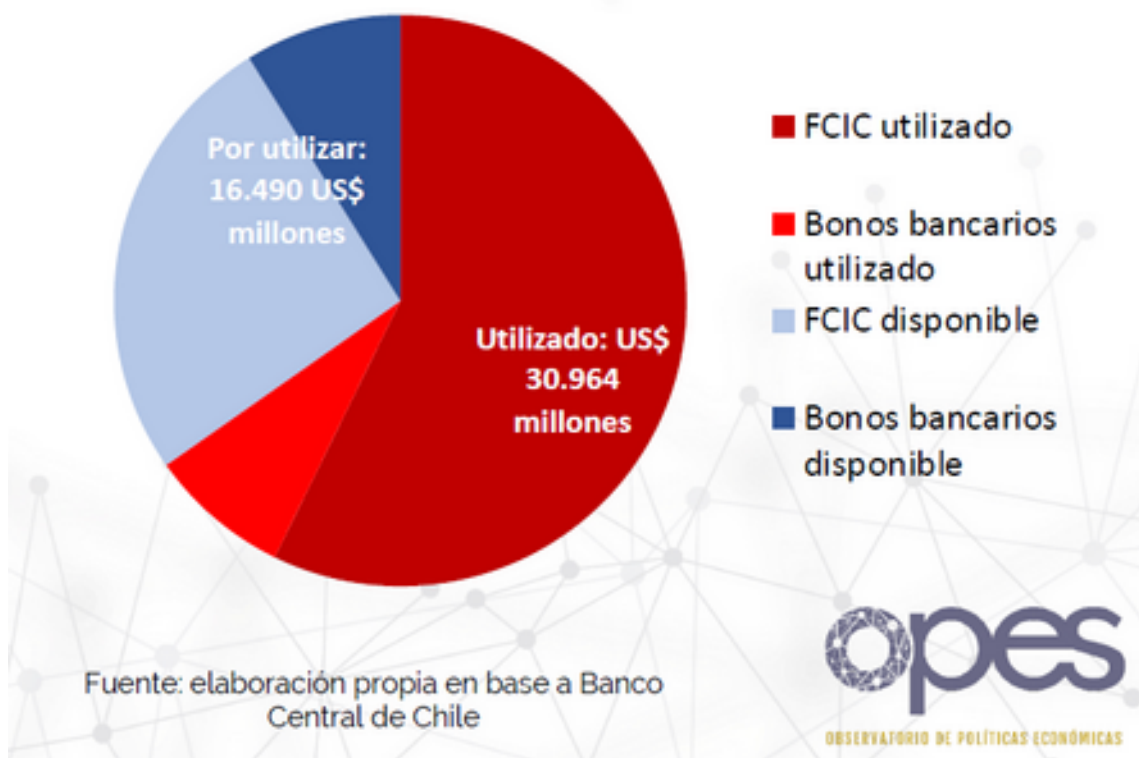
1. El instrumento convencional (fijación de la tasa de política monetaria) no es suficiente en esta crisis. Se requieren políticas monetarias no convencionales. La TPM está en 0,5%, su mínimo técnico.

2. El Banco Central (BC) requiere atribuciones adicionales para ejecutar las políticas no convencionales.

Bajo la legislación actual, el uso de herramientas no convencionales está cerca de su límite. Estas herramientas no convencionales bajo legislación actual son:

- a. Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC): hasta US\$ 40.000 millones.
- b. Compra de bonos bancarios: hasta US\$ 8.000 millones.

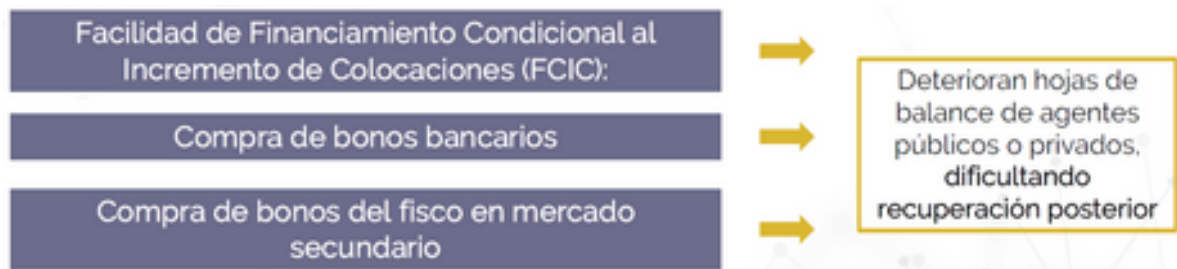
Montos utilizados y por utilizar, instrumentos no convencionales



Expresó que hay una pregunta abierta en la discusión pública: ¿Qué instrumentos adicionales debe tener a su alcance el Banco Central?

1. ¿Compra y venta de bonos del fisco en mercado secundario?
2. ¿Compra directa de deuda del fisco?
3. ¿Bonos corporativos de empresas no financieras?
4. ¿Transferencias directas al fisco?

Señaló que autorizar compra de bonos del fisco en mercado secundario es una reforma necesaria, dado alto déficit proyectado (9,6% del PIB), no es claro que bajo condiciones actuales mercado vaya a absorber emisión de deuda a tasas observadas durante las colocaciones recientes. El Banco Central requiere un nuevo instrumento para manejar tasas de interés largas: bonos de largo plazo emitidos por el propio BC escasean. Sin embargo, esta medida es insuficiente:



La solución propuesta por Jordi Gali (economista MIT): programa fiscal financiado con dinero:

- Incremento del endeudamiento de empresas privadas provocará problemas de solvencia y liquidez, aumentando quiebras y reduciendo inversiones.
- Aumento de deuda del Estado entrega menor espacio fiscal para abordar desafíos sociales presentes y futuros.

Ben Bernanke (ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos): usar transferencias directas a instituciones del Estado cuando

1. Exista una recesión económica y contracción de la demanda agregada severa.
2. Otros canales de transmisión de la política monetaria estén en su límite.
3. Exista una percepción de dificultad de incrementar el gasto público por su efecto sobre la deuda pública

Indicó que llevar a cabo esta intervención requiere colaboración de Congreso, Gobierno y BC:

1. Congreso Nacional modifica Constitución y Ley Orgánica del Banco Central autorizando a éste a transferir recursos al fisco, en situaciones de extrema excepción.

2. BC, si lo estime pertinente dadas las circunstancias excepcionales, asigna un monto máximo y un plazo temporal para transferir recursos al Gobierno Central.

3. El Gobierno tramita una ley en el Congreso para decidir sobre el uso de los recursos asignados por el BC.

Transferencias al Fisco y la crisis del Covid-19:



Concluyó señalando que el rol del Banco Central como un garante de la estabilidad macroeconómica ha sido repetido como un mantra en las últimas décadas. Sin embargo, destacó la importancia de pensar más profundamente en su rol, objetivos y gobernanza, en el contexto del proceso constituyente que se avecina.

Expuso luego el señor Aldo Madariaga, académico de la Universidad Diego Portales. Se refirió a los siguientes puntos relevantes de la discusión:

- Prohibición préstamo al fisco viene de ola de BC independientes
- Distancia entre papel y práctica debido a nuevos acontecimientos y desafíos
- Principales BC en el mundo están adaptando objetivos e instrumentos
- En perspectiva comparada, Chile se está quedando atrás en preparación a estos desafíos

Indicó que los bancos centrales son independientes en el papel. Esto constituye una Innovación de fines de los años 1980 y 1990s, como una solución al problema de “inconsistencia temporal” (Kydland y Prescott 1977; Barro y Rogoff 1983, 1985):

- Tendencia de gobiernos a inflar economía antes de elecciones.
- Consumidores racionales, descuentan inflación.
- Solución: aislar política monetaria de deliberación política; concentrar autoridad monetaria en inflación. Ej. Prohibir financiamiento al fisco.

Los Bancos Centrales Independientes se correlacionan con baja inflación (Alesina y Summers 1993; Cukierman et al. 1992). Esto generó un *boom* de bancos centrales independientes en los años 1990s.

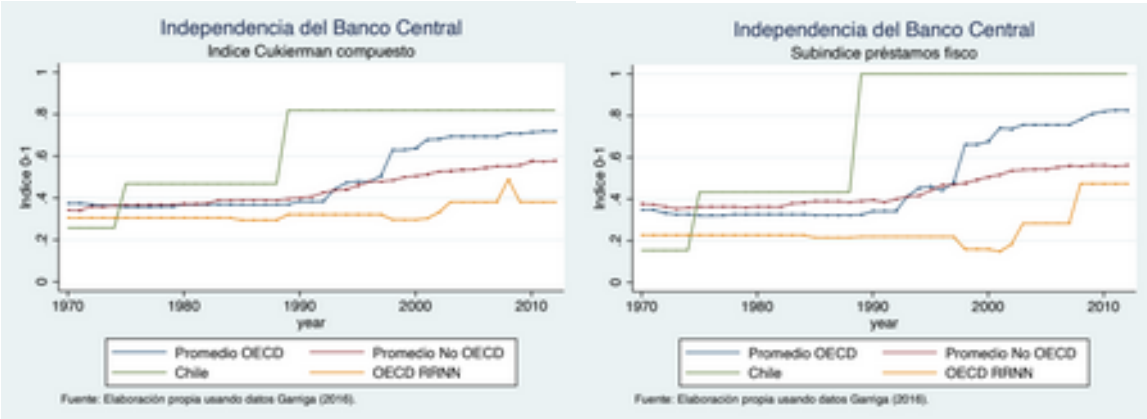
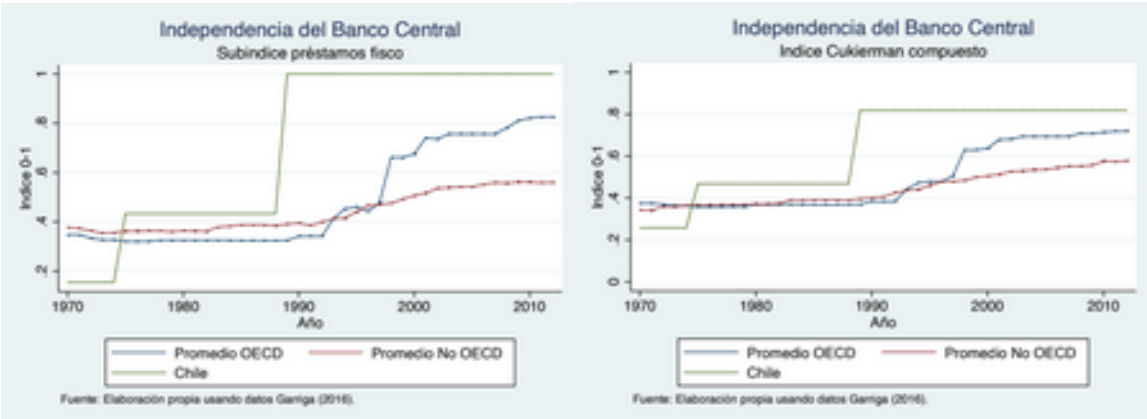
En la práctica, existen relaciones entre la baja en inflación, baja crecimiento, alza desempleo (Hall& Franzese 1998). Estos son problemas para conducir política monetaria ante nuevos desafíos:

- Estagnación secular (bajo crecimiento con bajas tasas de interés)
- Crisis financieras, guerras comerciales
- Otros shocks (ej. pandemia)

Existe un creciente cuestionamiento al rol de BC en una democracia. En la realidad, los BC mantienen otros objetivos (empleo, estabilidad del tipo de cambio, entre otras); coordinan con autoridad fiscal y utilizan herramientas “poco convencionales”, incluido “financiamiento monetario”.

En perspectiva comparada, el índice de Cukierman, compara independencia legal en 4 subíndices:

- Estructura de gobierno (nombramiento Pdte., estabilidad)
- Objetivos (qué objetivos y jerarquía entre ellos)
- Formulación de política (grado de coordinación con ejecutivo)
- Préstamos al fisco (permitido o no, tipos de préstamos, niveles de gobierno., tasas de interés, vencimientos, etc.)



Se refirió al caso de Bancos Centrales que pertenecen a países con económicas fundamentalmente exportadoras de recursos naturales, en primer lugar, al australiano:

Objetivos: “The stability of the currency of Australia; the maintenance of full employment in Australia; and the economic prosperity and welfare of the people of Australia”. (la estabilidad de la moneda de Australia; la preservación del pleno empleo; y la prosperidad económica y el bienestar del pueblo australiano).

Coordinación: Gobierno y banco central firman acuerdo “Statement on the Conduct of Monetary Policy” (cada vez que cambia gobierno o que cambia gobernador del BC)

Préstamo. Última intervención comenzó en marzo, compra bonos del tesoro federal y estadual, para bajar tasas de interés (propone hacer “todo lo necesario” para frenar crisis); 7% bonos del Estado están en manos de BRA.

Resultados: Récord de 28 años de crecimiento económico sostenido; baja inflación; bajo desempleo (5-6%).

Citó también el caso canadiense:

Objetivos: “to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit and to mitigate by its influence fluctuations in the general level of production, trade, prices and employment (...), and generally to promote the economic and financial welfare of Canada” (regular el crédito y la moneda en el interés de la vida económica de la nación, controlar y proteger el valor externo de la unidad monetaria nacional y mitigar las fluctuaciones en el nivel general de producción, comercio, precios y empleo (...), y promover el bienestar económico y financiero de Canadá).

Coordinación: política realiza el gobernador

Préstamos:

Gobierno central y estados/regiones.

Límite cantidad: Gobierno central: 1/3 de ingresos anuales estimados; estados: 1/4.

Fija un límite tiempo para repagar.

Resultados: Crecimiento sostenido, inflación baja, desempleo bajo a moderado (6-7%)

Respecto al caso neozelandés, indicó que el Banco Central ha anunciado la compra de US\$20 mil millones en bonos gubernamentales en un periodo de un año en mercados secundarios. El total deuda del gobierno en manos del Banco es de entre un 27% y un 30%. El Presidente del Banco manifestó que está abierto a comprar deuda nacional directamente del Fisco, en el contexto de respuestas a la crisis del coronavirus.

Desde 2017 reforma sus estatutos: incluye pleno empleo, analiza extender opciones de política.

Respecto al caso chileno, se preguntó si el Banco Central está preparado o no para enfrentar nuevos desafíos. Esto porque se encuentra limitado en instrumentos para realizar actividades requeridas ante crisis. No puede mantener deuda pública, pero sí deuda privada (todavía deuda subordinada crisis 1982-3). El aprendizaje de actuaciones pasadas permite identificar:

Manejo pragmático 1990-1996: control inflación + crecimiento + exportaciones

Manejo ortodoxo 1999–: control inflación – crecimiento – exportaciones

Concluyó señalando que se hace necesaria la revisión y actualización objetivos e instrumentos ante los nuevos desafíos. Remató su presentación con una cita de Willem Buiter, ex ejecutivo Banco de Inglaterra y economista jefe Citigroup: “La independencia [del BC] no significa que haya que decir que no a una solicitud de monetización directa. Significa que puedas decir que si o que no”

Al término de las exposiciones, los integrantes de la Comisión se refirieron a las mismas

El diputado Ortiz destacó el excepcional rol que ha jugado el Banco Central durante las últimas décadas, que enorgullece a los chilenos. Agregó que las decisiones del Banco se toman generalmente por unanimidad y con mucha responsabilidad. Consultó si el quórum establecido es excesivo, a la luz de los casos existentes a nivel comparado.

El diputado Pérez consideró que las propuestas del señor Zahler exceden el marco de discusión de este proyecto de ley. Por otra parte, consideró que la cita de casos como el neozelandés o australiano, distan considerablemente de la experiencia chilena.

El diputado Núñez señaló que el fortalecimiento del Banco Central resulta clave frente a la ocurrencia de crisis financieras y económicas, que son una constante en el sistema actual. Por ello, consideró que la medida debiera estar disponible de forma permanente. Señaló que no puede verse al Banco Central como un organismo circunscrito a áreas demasiado específicas, en el contexto de tasas de crecimiento decrecientes.

El diputado Schilling compartió lo planteado por los expositores, particularmente en lo que respecta a la necesidad de establecer esta medida de forma permanente, sin perjuicio de coincidir que ella excede las ideas matrices de esta iniciativa.

El diputado Jackson expresó que, al mirar experiencias comparadas, queda claro que el caso chileno fue un experimento de la hegemonía cultural impuesta a partir de los años 70. Consultó al señor Madariaga por qué se escogió presentar casos de bancos centrales pertenecientes a naciones exportadoras de recursos naturales.

El diputado Von Mühlenbrock preguntó al señor Marcel si, dada la situación actual, hay algo que sea de suma importancia que haya quedado fuera del proyecto que se podría agregar durante la tramitación.

El señor Marcel comentó que cuando se habla de excepcionalidad no se trata de una facultad limitada en el tiempo, sino que es permanente, pero su ejercicio es ante la ocurrencia de circunstancias excepcionales. Por otra parte, indicó que en la discusión se han planteado con cuestiones más amplias, desde la naturaleza del Banco hasta el tipo de facultades que desarrolla. Ello tiene que ver con una discusión más general, y por cierto legítima, pero que excede la que se lleva a cabo en este momento. Destacó que lo importante es que el Banco cuente con los mecanismos necesarios para hacer frente a la actual crisis. Respecto a los elementos que podrían haber quedado fuera, estimó que el proyecto se hace cargo de la mayor anomalía que presentaba el marco normativo del Banco Central, a saber, el hecho de no poder transar con títulos

gubernamentales en el mercado secundario. Agregó que esta fue una cuestión discutida incluso durante la elaboración de la actual Constitución, momento en el que se consideró que la prohibición se justificaba como un mecanismo destinado a evitar el abuso de resquicios legales, lo que, argumentó, no constituye una costumbre del Banco Central, como ha quedado claro durante los últimos 40 años. Respecto a las comparaciones internacionales, particularmente frente al caso peruano, llamó a tener presente que esa economía está mucho más dolarizada que la chilena, por lo que la volatilidad cambiaria tiene un efecto financiero muy inmediato, el que en Chile no se da. Tratándose de la política monetaria, su marco legal es el mismo hoy que el que había el año 89. Lo que ha ocurrido es que el Banco Central, en ejercicio de sus facultades, ha efectuado cambios en el marco de la política monetaria, por ejemplo, durante la crisis asiática, se reforzó el marco de metas de inflación, sin que la ley lo mandatara a tal efecto. Desde noviembre del año pasado al día de hoy, se han tomado cerca de 25 decisiones que podrían catalogarse como no convencionales, dentro de las facultades vigentes. En definitiva, el cambio propuesto por el proyecto no implica una modificación radical de la forma en que el Banco Central desarrolla la política monetaria, pero sí le permitirá enfrentar de mejor manera situaciones de inestabilidad financiera. Frente a la discusión académica sobre el financiamiento monetario del Fisco, señaló que es necesario tener claro cuál es la realidad. La deuda fiscal ha surgido en economías con características distintas a la chilena, por ejemplo, niveles de endeudamiento público mucho mayor y una moneda que es a la vez reserva internacional. Por otra parte, los planteamientos de transferencias directas del Banco Central al Fisco, como los que ha desarrollado el profesor Gali, no son algo que se haya hecho en Banco Central alguno.

El señor José Riquelme González, Coordinador Legislativo del Ministerio de Hacienda, indicó que el establecimiento de un quórum supramayoritario se justifica en relación a la importancia de la decisión que se está tomando y el impacto que esta pueda tener. A nivel comparado, señaló, las decisiones más sensibles se toman con quórum calificado.

El señor Bohme señaló que, en el contexto del debate sobre los objetivos de política del Banco Central, es posible concebirlo como un agente más activo en el mercado cambiario, lo que requerirá también instrumentos de control de capitales, tanto desde la perspectiva del pleno empleo como del desarrollo de la economía.

El señor Zahler expresó, entendiendo el limitado margen que presenta este proyecto de ley, que es sumamente legítimo discutir el rol del Banco Central en ámbitos diversos a los que actualmente le corresponden. Para ello, lo fundamental es que se le entreguen las herramientas adecuadas. Agregó no conocer la exigencia de quórum calificado para la toma de decisiones como la que se propone en Bancos Centrales a nivel comparado. Llamó a mostrarse abiertos a discusiones plenamente válidas.

El señor Madariaga indicó que la cita a países exportadores de recursos naturales se entiende porque ellos enfrentan dificultades similares a las nuestras, particularmente las vinculadas a los efectos de la volatilidad en el tipo de cambio.

La Comisión recibió al señor Vittorio Corbo Lioi, expresidente del Banco Central de Chile. Indicó que la compra y venta de bonos públicos en el mercado

secundarios es una facultad habitual de los bancos centrales de países avanzados y emergentes. En el mundo de hoy de bajas tasas de interés y de baja inflación, esta facultad se utiliza tanto para objetivos de política monetaria como de estabilidad financiera. Normalmente, esta facultad se había utilizado transando títulos públicos de corto plazo para regular la tasa de interés de corto plazo. Pero en Gran Crisis Financiera (GCF) de los años 2008-2009 fue muy utilizada por los bancos centrales de los países avanzados para comprar bonos públicos de largo plazo para proteger la estabilidad financiera.

Más recientemente, los bancos centrales también la han utilizado para comprar bonos de largo plazo para estimular la economía y para proteger la estabilidad financiera. En marzo con el shock del Covid-19 los mercados financieros internacionales prácticamente se paralizaron, los bancos centrales compraron para proteger la estabilidad financiera. Entre los países avanzados lo hicieron la FED, el BCE, y los bancos centrales de Inglaterra, Japón, Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Suecia. Entre los países emergentes de ingreso medio lo hicieron Polonia, Hungría, Croacia, Israel, India, Indonesia, Filipinas, Colombia, México, Sudáfrica y Turquía.

Consideró que Chile es un caso anómalo. La limitación del Banco Central de Chile surgió de la época de los grandes déficits fiscales y del Banco Central dependiente que actuó muchas veces como financista directo del fisco. El resultado fueron conocidos y costosos procesos inflacionarios. La probada responsabilidad fiscal y del Banco Central para cumplir con su mandato constitucional de los últimos 30 años justifica el ampliar sus instrumentos. En particular, frente a shocks que pongan en riesgo la estabilidad financiera necesita más instrumentos para poder cumplir con su mandato constitucional frente a grandes shocks.

Hoy el Banco Central puede comprar sólo bonos propios, cuyo stock ya es muy reducido, y bonos de bancos. Los bonos de bancos los puede comprar con un límite de no más del 20% de la emisión de cada banco. Pero el banco también regula operaciones de la banca por lo que no es prudente subir ese límite. Se podría argumentar que el Banco Central no necesitó de esta facultad para estabilizar el mercado financiero tanto en la GCF, como durante el estallido social y en el episodio de marzo. Sin embargo, en esas ocasiones operó comprando bonos del Banco Central y de bancos, pero ese espacio se ha reducido significativamente. Hoy los bonos del Banco Central alcanzan a menos de US\$ 1.800 millones de dólares mientras que los bonos del fisco alcanzan alrededor de US\$ 50.000 millones. Además, aunque los mercados financieros globales se han estabilizado, gracias a la oportuna y agresivas acciones de la FED y del BCE, no se pueden descartar turbulencias futuras. Este es un riesgo presente si la tolerancia al riesgo de los mercados financieros globales se reduce significativamente. En el plano local enfrentamos la incertidumbre de la pandemia, los conflictos políticos y el proceso constitucional.

Para esto es recomendable levantar la prohibición de poder comprar y vender bonos del Fisco en el mercado secundario abierto. Sin embargo, financiar directamente al fisco comprando su deuda en el mercado primario es una mala idea y sería una pésima señal. El Fisco tiene amplias facilidades de financiamiento interno y externo. En Chile, y en la mayoría de las economías macroeconómicamente sólidas, se prohíbe explícitamente este financiamiento, porque este financiamiento le restaría autonomía al Banco Central para conducir su política monetaria y cumplir sus objetivos.

Estimó 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 para la estabilidad de precios. Sería además una pésima señal para los mercados después del fortalecimiento de las políticas macro/financieras de los últimos 30 años. Agregó que es muy distinto autorizar al Banco Central para comprar deuda del fisco en el mercado secundario abierto como lo plantea el proyecto de ley. Además, la facultad de compra está debidamente resguardada con la restricción que la decisión de compra requerirá del voto favorable de a los menos 4 miembros del Consejo. Además, en la reunión para decidir su compra participa el Ministro de Hacienda con derecho a voz. Concluyó señalando, en virtud de lo anteriormente expuesto, que esta es una buena reforma.

La Comisión recibió luego al señor Rodrigo Vergara Montes, expresidente del Banco Central de Chile. Compartió una opinión favorable respecto del proyecto de ley. Señaló que lo importante es distinguir que aquí no se está financiando directamente el déficit fiscal, cuestión que sería un error que destruiría parte de la institucionalidad lograda. Además, ello implicaría una pérdida de autonomía del Banco Central, siendo un remedio peor que la enfermedad. Respecto a los instrumentos de deuda del Fisco, señaló que existen dos maneras de adquirirlos: una, en el mercado primario y otra, en el mercado secundario. La primera prácticamente no existe, porque se parece bastante al financiamiento directo del Fisco. La segunda, es más razonable, siempre que se la circunscriba únicamente al Fisco, excluyendo los instrumentos emitidos por sus organismos o empresas. La mayor parte de los países desarrollados y emergentes otorgan esta facultad a sus bancos centrales. La experiencia acumulada revela que esta es una buena práctica. Constituye un instrumento adicional con que actualmente no cuenta el Banco Central.

Al radicarse en el mercado secundario, la emisión de los instrumentos tiene que pasar el *test* del mercado, es decir, tiene que adquirirlos alguien antes que el Banco Central. La compra de cualquier bono que haga el Banco Central, tanto propios como bancarios, da un espacio adicional, también a los bonos del tesoro. Lo más claro es la compra de bonos propios que son sustitutos perfectos de los bonos del tesoro. Con el tiempo se ha ido acabando el *stock* de bonos del Banco Central, cuya historia se remonta a la crisis de los 80 y la de los 90. Con ellos podía hacer política monetaria y actuar en situaciones de crisis, por lo que, ante su agotamiento, es razonable buscar otras herramientas.

Con todo, esta compra constituye política monetaria no convencional, para circunstancias excepcionales. Esto se hace cuando los instrumentos convencionales no tienen más espacio, por ejemplo, tasas de interés cercana a 0 o en 0. Una vez que la emergencia o situación extraordinaria pasa, deja de tener sentido hacer uso de este instrumento.

Dada la historia nacional, y el temor de que el Banco Central pase a ser un instrumento de financiamiento permanente del Fisco, son razonables las exigencias que se proponen en el proyecto de ley, a saber, el quórum especial, la concurrencia de circunstancias excepcionales y su limitada duración.

Terminadas las intervenciones, los integrantes formularon preguntas y opiniones

El diputado Lorenzini consultó la opinión de los expositores respecto a la posibilidad de volver al concepto del proyecto original de “circunstancias”, en lugar de “situaciones”, en tanto aquel concepto se corresponde mejor con el supuesto fáctico que el proyecto apunta a establecer como exigencia. Por otra parte, respecto a la participación del Ministro de Hacienda en este proceso, estimó que el artículo 19 de la Ley Orgánica del Banco Central le otorga demasiadas facultades en este respecto, por lo que señaló que sólo debiera concurrir con derecho a voz, mas no con las demás que allí se contemplan.

El diputado Pérez preguntó el parecer de los expositores respecto a la eventual reducción del quórum propuesto de 4 a 3 consejeros del Banco Central.

El diputado Auth destacó el enfoque común que han expuesto los expositores. Estimó adecuado que en circunstancias o situaciones excepcionales y transitorias el consejo requiera un quórum especial. La exigencia de 4 consejeros implica que ningún gobierno por sí sólo puede tomar la decisión, en el improbable evento que estos consejeros respondan directamente al gobierno de turno. Respecto a la citación al Ministro de Hacienda, expresó que esta autoridad tiene el derecho, en virtud de la Ley Orgánica del Banco Central, de asistir a las sesiones del Consejo del Banco Central. En este sentido, la cita de este artículo en el proyecto de ley es redundante. Llamó a no modificar este proyecto de ley, conforme a su actual texto, para no dilatar su tramitación.

El diputado Von Mühlenbrock preguntó cómo se podría definir, desde la perspectiva del Banco Central, el concepto de situaciones o circunstancias excepcionales y transitorias. Agregó que ha quedado claro que esta reforma no es transitoria, sino que su ejercicio permanente está supeditado a la ocurrencia de tales situaciones o circunstancias. Consultó también cómo es la relación existente en la práctica entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

El diputado Jackson solicitó una opinión a los expositores respecto a la eventual redundancia de exigir la concurrencia de circunstancias excepcionales, cuando lo relevante es el establecimiento de un alto quórum. Señaló que ha propuesto bajar el quórum a 3 consejeros, en razón de que la historia de la toma de decisiones del Banco Central revela que no siempre estas se adoptan por unanimidad, por ejemplo, la reciente baja de la tasa de interés al 1%, que se tomó por 3 votos a favor y dos en contra. Señaló que esta fue una decisión valorada positivamente a posteriori, que no se habría podido tomar si el quórum hubiese sido el que propone el proyecto en estudio. Añadió que la eliminación de la citación al Ministro de Hacienda se propone por resultar esta redundante, en tanto aquel goza de la facultad legal para asistir a todas las reuniones del consejo del Banco Central.

El diputado Ramírez reconoció tener muchas dudas al comienzo de la tramitación de esta reforma. Sin embargo, tras el estudio detallado de sus alcances y las audiencias recibidas, manifestó haber llegado a la conclusión que este es un buen proyecto. Consideró necesario el alto quórum exigido. Consultó la opinión de los expositores respecto a posibilitar al Banco Central adquirir instrumentos de deuda emitidos por empresas públicas. Preguntó si sería posible que el Banco Central y el Ministerio de Hacienda tuvieran eventualmente objetivos divergentes, y si podrían ser conciliados o resueltos en la reunión a que este debe ser citado.

El diputado Melero consultó si abrir esta oportunidad excepcional y transitoria puede sentar un riesgo para que a futuro se enmiende esta atribución,

convirtiéndola en una herramienta de uso común y permanente. Preguntó si la participación del Ministro de Hacienda pudiera condicionar o diluir la debida independencia del Banco Central, o si, por el contrario, constituye una práctica colaborativa y constructiva. Agregó que habiéndose aprobado la reforma constitucional que faculta al Banco Central en el sentido que el proyecto en estudio detalla, no resulta posible enmendar este, en un sentido contrario a aquella.

El diputado Núñez expresó que fue necesaria una crisis como la que actualmente afecta al país para que se propusiera una reforma que no hace sino corregir una anomalía de nuestro Banco Central, homologando sus atribuciones a las que tienen la mayoría de los bancos centrales a nivel comparado.

El diputado Ortiz llamó a respetar el espíritu de este proyecto de ley, que no es sino fortalecer el conjunto de atribuciones con que cuenta el Banco Central para el mejor manejo de la política monetaria y el combate a las crisis económicas y financieras. Destacó el rol imparcial y objetivo que ha desempeñado el Banco Central a lo largo de su historia.

El señor Marcel consideró que el cambio en torno a la palabra “circunstancias” por “situaciones”, explicó que esta surgió de la sugerencia de abogados constitucionalistas, en tanto resulta coherente con la nomenclatura presente en el actual texto constitucional. Agregó que la transitoriedad está presente tanto en lo que respecta a la calificación de la situación que motiva la decisión, como el periodo dentro del cual se ejerce. Por otra parte, indicó que las reuniones con el Ministerio de Hacienda se enmarcan dentro de la institucionalidad vigente. Señaló que la decisión citada por el diputado Jackson constituye una excepción, en lo que respecta al quórum por el que se adoptó, situación que respondía a cuestiones de oportunidad y a que estaba programada una revisión dos semanas después, en la que se decidió rebajar nuevamente la tasa de interés, esta vez por unanimidad. En este sentido, expresó que la unanimidad es la regla general. Respecto a la citación al Ministro de Hacienda que se contempla, señaló que ella no implica la obligatoriedad de asistir, en tanto el Banco Central no tiene autoridad sobre el Ministro.

El diputado Schilling consideró que este proyecto es oportuno y pertinente, en tanto el mundo es cada vez más dinámico y las crisis más frecuentes. En este sentido, estimó que es necesario establecer esta facultad de forma permanente, y no circunscrita necesariamente a situaciones excepcionales. La salvaguarda frente a los riesgos está radicada en el sistema de gobernanza del Banco Central.

El señor Corbo expresó que la relación del Banco con el Ministro de Hacienda se da en el Consejo de Estabilidad Financiera y también en reuniones periódicas, que, durante su presidencia, se desarrollaban cada dos semanas. Se trataba de reuniones muy útiles, en las que se exponían los puntos de vista y se discutía, permitiendo tener un diagnóstico compartido, reservando las decisiones de política siempre al consejo.

El señor Vergara estimó improbable imaginar una situación en la que una decisión de esta naturaleza se tome sin la presencia del Ministro de Hacienda. Respecto al quórum, señaló que es importante que la decisión que se tome sea discutida, argumentada y compartida. Siempre habrá diferencias, siendo relevante que se respeten las atribuciones y la autonomía. Consideró poco conveniente incorporar los instrumentos de deuda emitidos por empresas públicas, porque ello podría dar lugar a una discriminación frente a las empresas privadas. Pero también estos instrumentos

tienen una naturaleza distinta, porque podría interpretarse como un apoyo a una empresa en particular, cuestión que no debiera ser decisión del Banco Central. Agregó que la atribución que se propone en el proyecto no estaba presente en nuestro ordenamiento jurídico primero por la historia nacional y también porque no había sido necesaria.

El Ministro de Hacienda destacó que el proyecto busca otorgar una herramienta nueva excepcional al Banco Central, en el contexto de su mandato constitucional y legal. Agregó que no parece hacer mucho sentido que se adquieran títulos de deuda de empresas estatales, en tanto estas operan de la misma forma que las empresas privadas. Asimismo, el principal instrumento de renta fija es el bono de Tesorería.

ACUERDOS ALCANZADOS EN LA COMISIÓN

VOTACIÓN EN GENERAL

Puesto en votación general, el proyecto resultó aprobado por la unanimidad de los once diputados presentes señores(a) Cid, Jackson, Lorenzini, Melero, Núñez (Presidente), Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, Schilling y Von Mühlenbrock.

VOTACIÓN EN PARTICULAR

El texto sometido a consideración de la Comisión de Hacienda en calidad de Comisión Técnica es el siguiente:

“Artículo único.- Intercálanse en el artículo 27 de la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, los siguientes incisos segundo y tercero:

“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.”.

INDICACIONES PRESENTADAS

Indicación del diputado Lorenzini:

Para reemplazar la palabra “situaciones” por “circunstancias”.

Puesta en votación la indicación, resultó rechazada por mayoría de ocho votos en contra, dos a favor y dos abstenciones. Votaron a favor los diputados Lorenzini y Núñez (Presidente). Votaron en contra los diputados(a) Cid, Melero, Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, Schilling y Von Mühlenbrock. Se abstuvieron los diputados Jackson y Monsalve.

Indicación del diputado Jackson:

Eliminase del artículo único la expresión “excepcionales y transitorias”.

Puesta en votación la indicación, resultó rechazada por mayoría de diez votos en contra, dos a favor y una abstención. Votaron a favor los diputados Jackson y Núñez. Votaron en contra los diputados(a) Cid, Melero, Monsalve, Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, Schilling, Sepúlveda y Von Mühlenbrock. Se abstuvo el diputado Lorenzini.

Indicación de los diputados Jackson y Núñez:

Reemplácese en el artículo único la expresión “cuatro” por “tres”.

Puesta en votación la indicación, resultó rechazada por mayoría de siete votos en contra, cuatro a favor y dos abstenciones. Votaron a favor los diputados Jackson, Lorenzini, Monsalve y Núñez. Votaron en contra los diputados(a) Cid, Melero, Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, y Von Mühlenbrock. Se abstuvieron los diputados Schilling y Sepúlveda.

Indicación del diputado Jackson:

Intercálese en el artículo único, entre la palabra Fisco y el punto seguido (.) que le sucede, la expresión “o por empresas públicas”.

La Secretaría hizo presente que la indicación resulta inadmisibles, por infracción de la iniciativa exclusiva del Presidente de la República, en particular la contenida en el artículo 65 N°2 de la Constitución, en tanto se está ampliando la atribución propuesta por el proyecto de ley, a un órgano de la Administración del Estado, extendiendo su aplicación a la compra de instrumentos de deuda emitidos por empresas públicas.

El Presidente de la Comisión declaró inadmisibles la indicación.

Indicación del diputado Jackson:

Eliminase del artículo único la frase “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.”

Puesta en votación la indicación, resultó rechazada por mayoría de nueve votos en contra, tres a favor y una abstención. Votaron a favor los diputados Jackson, Lorenzini y Núñez (Presidente). Votaron en contra los diputados(a) Cid, Melero, Monsalve, Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, Schilling y Von Mühlenbrock. Se abstuvo el diputado Sepúlveda.

Puesto en votación el artículo único, en los términos propuestos, resultó aprobado por la unanimidad de los trece diputados(a) presentes, señores(a) Cid, Jackson, Lorenzini, Melero, Monsalve, Núñez (Presidente), Ortiz, Pérez, Ramírez, Santana, Schilling, Sepúlveda y Von Mühlenbrock.

Por las razones señaladas y consideraciones que expondrá el señor

Diputado Informante, la Comisión de Hacienda recomienda aprobar el siguiente

PROYECTO DE LEY

Artículo único.- Intercálanse en el artículo 27 de la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, los siguientes incisos segundo y tercero:

“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”.

Tratado y acordado en sesiones celebradas los días 10 y 11 de agosto del año en curso, con la asistencia presencial o remota, de los diputados (a) señores y señora Sofía Cid Versalovic, Giorgio Jackson Drago, Patricio Melero Abaroa, Manuel Monsalve Benavides, Daniel Núñez Arancibia (Presidente), José Miguel Ortiz Novoa, Leopoldo Pérez Lahsen, Guillermo Ramírez Diez, Alejandro Santana Tirachini, Marcelo Schilling Rodríguez, Alexis Sepúlveda Soto y Gastón Von Mühlenbrock Zamora. Asimismo, asistió el diputado señor Pepe Auth Stewart.

Sala de la Comisión, a 11 de agosto de 2020.

MARÍA EUGENIA SILVA FERRER
Abogado Secretaria de la Comisión