

---

## EL 'QUANTITATIVE EASING' DEL BANCO CENTRAL DE CHILE



Por **Daniel Urdaneta, CFA** Mientras la opinión pública se concentró en la iniciativa opositora para permitir el retiro de fondos de las AFP, otra reforma constitucional para habilitar la compra-venta de bonos soberanos por parte del Banco Central de Chile (BCCh) está próxima a su aprobación final.

### ¿En qué consiste la reforma constitucional y cuál es su estatus actual?

El proyecto modifica el [Artículo 109 de la Constitución](#), en conjunto con una modificación al Artículo 27 de la [Ley Orgánica del Banco Central de Chile](#).

En la legislación actual, el BCCh sólo puede otorgar financiamiento a empresas bancarias y sociedades financieras; no está habilitado para otorgar financiamiento al Estado directamente, ni tampoco de forma indirecta a través de la compra de bonos gubernamentales.

El proyecto en discusión busca facultar al BCCh a comprar y vender títulos emitidos por el Estado, sujeto a las siguientes restricciones:

1. Que se trate de **circunstancias excepcionales** y transitorias calificadas;
2. Justificadas por el resguardo del **funcionamiento del sistema de pagos**; y
3. Que tales adquisiciones se efectúen en el **mercado secundario abierto**.
4. Que sea aprobada por **al menos 4 de los 5 miembros del consejo de política monetaria del BCCh** en una sesión donde debe estar presente el Ministro de Hacienda.

El proyecto ha avanzado sin mayores interrupciones, contando con apoyo transversal en el parlamento. A la fecha de publicación de este artículo, la reforma constitucional ya fue aprobada por el Senado y la Cámara de Diputados,

y la reforma a la ley orgánica del BCCh se discutirá en la Comisión de Hacienda de la Cámara para su aprobación final, y muy probablemente será aprobada sin cambios de fondo.

### **¿Cuáles son los objetivos del BCCh que lo llevarían a adquirir bonos del Fisco en el mercado secundario?**

El Banco Central de Chile es pionero en América Latina en el desarrollo de un marco legal que le permite operar de forma autónoma y con 2 objetivos muy específicos: la estabilidad de precios (definida con un objetivo de inflación de 3% en el horizonte de política de 2 años) y la estabilidad financiera (es decir, el normal funcionamiento del sistema de pagos doméstico y externo). Esto se refleja en que el BCCh es consistentemente considerado uno de los bancos centrales con mayor independencia y eficacia de la región<sup>[1]</sup>.

Buena parte de esta autonomía se explica por la prohibición constitucional a financiar directamente al fisco, que históricamente ha sido asociada a procesos de hiperinflación en prácticamente todos los países de LatAm durante el siglo pasado, incluyendo a Chile durante los años 70<sup>[2]</sup>.

Lo que se busca con la reforma actual es radicalmente distinto a las nefastas experiencias del pasado por dos razones.

En primer lugar, esta medida sólo tendría lugar de forma transitoria y en circunstancias extraordinarias como la que vive actualmente la economía nacional, que está en camino a la peor caída del PIB desde la crisis de 1981-82.

Y en segundo lugar, el BCCh sólo implementaría las compras de bonos para cumplir con sus objetivos de política monetaria, sin interferencia de la autoridad fiscal en su toma de decisiones. Además, esto tiene lugar en un contexto donde la TPM se encuentra en su mínimo técnico (por lo que no es posible aumentar el estímulo por la vía tradicional) y donde existen claros indicios de inestabilidad financiera, tanto por el shock externo del COVID-19, como por los riesgos idiosincráticos que enfrenta el país desde el estallido social de Octubre 2019.

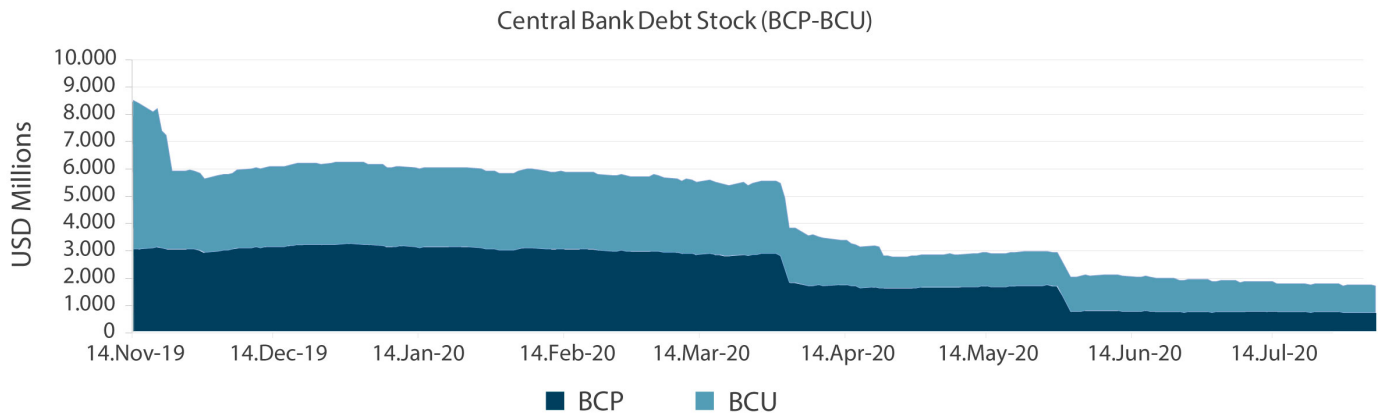
### **¿Por qué el BCCh necesita más herramientas de política monetaria?**

Si bien el Banco Central ha desplegado un arsenal de políticas no convencionales inédito en la historia del país, por el orden de USD 35.000 MM -- entre compras de activos, intervención cambiaria y financiamiento a la banca por medio del FCIC -- estas medidas podrían no ser suficientes para mitigar el impacto financiero de la crisis.

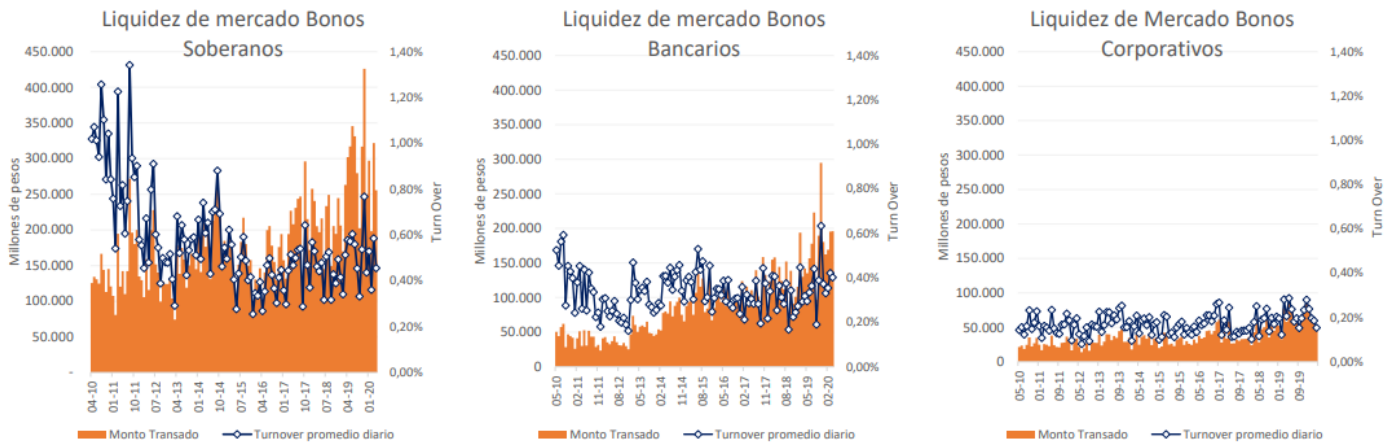
El stock de bonos del Banco Central disponibles para recompras está en sus niveles mínimos anuales (menos de USD 2.000 MM disponibles para recompras, ver gráfico a continuación). Adicionalmente, las compras de bonos bancarios son una herramienta imperfecta para dar liquidez al mercado financiero, puesto que son instrumentos con riesgo de crédito que están entrando en la hoja de balance del BCCh, y una "exposición excesiva a bonos bancarios genera tensiones con el ejercicio de las funciones regulatorias sobre estas instituciones", citando textualmente al BCCh<sup>[3]</sup>.

Ambas limitaciones a la implementación de política monetaria no convencional se podrían aligerar si el BCCh puede dirigir sus compras de activos al segmento de bonos soberanos, el más líquido en el mercado de renta fija local.

## Stock de bonos del Banco Central (BCP y BCU) en circulación.



## Montos transados en MM CLP y *turnover* promedio diario (monto transado como % del stock vigente).



Fuente: **Medidas Excepcionales adoptadas por el Banco Central de Chile** - Inyección de Liquidez y Mercado Cambiario. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>

### ¿Cuál será el impacto de esta medida en los activos financieros chilenos?

El primer impacto de una decisión por parte del BCCh de comprar bonos de gobierno en el mercado secundario tendrá lugar a través del canal de las expectativas. Una señal del BCCh de que está dispuesto a comprar bonos de gobierno ante cualquier futura contingencia disminuiría los incentivos de los agentes a apostar a una subida

en las tasas de interés, lo que se traduciría en una menor volatilidad en el mercado de bonos de gobierno. De este modo, el BCCh podría revertir en mayor medida el alza en las tasas experimentada luego de la aprobación del proyecto para el retiro de los fondos de las AFP, que se produjo por temores de una liquidación forzada de papeles en un mercado con poca liquidez.

Una vez el anuncio de política sea asimilado por el mercado, el equilibrio a mediano plazo dependería de la manera cómo el BCCh decide instrumentar las compras de bonos del Fisco. Si el BCCh decide compensar las compras de bonos con emisión de bonos BCP/BCU, el aumento neto en la base monetaria sería bajo o incluso nulo, por lo que el impacto en las tasas de interés o el tipo de cambio estaría acotado al canal de expectativas descrito anteriormente.

Por otro lado, el Consejo podría determinar que es necesario aumentar el estímulo monetario para cumplir con su meta de inflación (un argumento válido, puesto que las expectativas de inflación de la Encuesta de Operadores Financieros más reciente<sup>[4]</sup> muestran valores promedio de 1.8% y 2.6% a 1 y 2 años plazo, respectivamente). Esto se daría a través de una esterilización incompleta de las compras de bonos (aumentando la base monetaria) con el potencial de generar una baja en las tasas de interés de largo plazo y un aplanamiento de la curva de rendimientos en moneda local, pero a costa de una depreciación significativa en el tipo de cambio, o a una reducción en las reservas internacionales.

El impacto en la renta variable local es incierto, incluso en el escenario de expansión monetaria. *Ceteris paribus*, una baja en las tasas de interés de largo plazo implica una menor tasa de descuento a los flujos de caja futuros, lo cual pareciera ser positivo para las valoraciones accionarias. No obstante, debido a que los inversionistas forman sus expectativas con base en los determinantes de largo plazo de las primas de riesgo (como el estado del ciclo económico global, el riesgo idiosincrático y la aversión al riesgo de los inversionistas, entre otros), una medida transitoria no debería tener impactos en los precios de las acciones.

### ¿Vale la pena implementar 'QE' a pesar de los riesgos?

Un reporte de ING de junio de 2020<sup>[5]</sup> cubre los experimentos de Quantitative Easing (QE) que han tenido lugar en Mercados Emergentes a raíz de la crisis del COVID-19 y tiene conclusiones interesantes al respecto.

Los Bancos Centrales típicamente usan la compra de bonos de gobierno como una herramienta de último recurso (es decir, cuando la tasa oficial está en su mínimo técnico), y en la mayor parte de los casos, la emisión monetaria se esteriliza a través de la venta de instrumentos de corto plazo.

El riesgo, a juicio de los analistas de ING, radica en los países que se están desviando de este libreto y que han iniciado compras de bonos soberanos con tasas de interés de política sustancialmente por encima de 0%, con un objetivo claro de "acomodar" emisiones de deuda por parte del gobierno, y sin esterilizar las compras de deuda. Turquía, Sudáfrica, Polonia e Indonesia destacan entre los países emergentes que han implementado programas más agresivos.

En estos casos, no sólo está aumentando la base monetaria de forma importante, sino que se está haciendo en un momento donde el acceso a capital extranjero está restringido.

Por ende, el riesgo potencial en estos casos es que un programa de QE termine incentivando a la fuga de capitales domésticos, una depreciación excesiva (*overshooting*) del tipo de cambio, y en última instancia un incremento de la inestabilidad financiera.

Los programas en marcha en Chile son relativamente pequeños (*baby steps*, según el reporte de ING) y se están dando con la TPM en su mínimo técnico, por lo que los riesgos potenciales son en principio menores a los de otros países emergentes.

No obstante, y a pesar de que no existen razones de peso para suponer que el BCCh realizará compras de deuda en el mercado secundario con el objetivo explícito de facilitar nuevas emisiones primarias, existe una alta probabilidad de que el programa de compra de bonos lleve a una expansión de la hoja de balance del BCCh, lo que incrementa los riesgos potenciales en términos de fuga de capitales y/o depreciación del tipo de cambio.

Esto se debe a que se espera un déficit fiscal cercano al 10% del PIB para este año - y donde el Fisco deberá emitir entre 10 y 12 mil millones de dólares, aproximadamente 60% en el mercado local y el resto en el mercado internacional - mientras el BCCh considera necesario mantener la política monetaria en un tono marcadamente expansivo por todo su horizonte de política monetaria.

Finalmente, la decisión de dejar la puerta abierta a compras de bonos de gobierno en el futuro (en vez de haber definido un plazo específico en que el BCCh pueda realizar estas operaciones), incrementa el riesgo de que una nueva administración decida coordinar los objetivos de la política fiscal con la monetaria, con el potencial de socavar la autonomía del banco central (y por ende, su efectividad en mantener la inflación baja y estable).

[1] **Central Banking in Latin America: The Way Forward**, Carriere-Swallow Et Al (2016), International Monetary Fund Working Paper 16/197 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Central-Banking-in-Latin-America-The-Way-Forward-44317>

[2] **The Macroeconomics of Populism in Latin America**, Dornbusch y Edwards (1989), World Bank Working Paper 316 <http://documents1.worldbank.org/curated/en/823061468776408577/pdf/multi0page.pdf>

[3] **Reforma Constitucional que autoriza al BCCh para adquirir en mercado secundario bonos emitidos por el Fisco**. Presentación de Mario Marcel, Presidente de BCCh, ante la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento, H. Cámara de Diputadas y Diputados 3 de agosto, 2020 <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133214/mmc03082020.pdf/2be43193-3148-6bad-342c-37977ca78b15?t=1596472607453>

[4] **Encuesta de Operadores Financieros Post Reunión de Política Monetaria Julio 2020**. Banco Central de Chile. <https://www.bcentral.cl/documents/33528/112496/EOF+RESULTADOS+Post+RPM+Julio+2020.xlsx/f4604869-2a7f-50eb-b201-fcde33001186?t=1596496135587>

[5] **QE in Emerging Markets: The Unconventional Risks**. Padhraic Garvey, CFA. ING 'Think', 8 de junio 2020. <https://think.ing.com/articles/qe-in-em-unconventional-risks/>