

LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA

Este recuadro formará parte del «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020» que se publicará el 8 de octubre

Para afrontar las consecuencias negativas de la pandemia de Covid-19 sobre la actividad y el empleo, la mayoría de las economías emergentes adoptaron, principalmente entre marzo y mayo, políticas monetarias y fiscales muy expansivas, en línea con las de las economías avanzadas. Respecto a las políticas monetarias, los bancos centrales redujeron sustancialmente sus tipos de interés oficiales, de modo que en muchos casos se alcanzaron mínimos históricos (véase gráfico 1.1), elevaron la liquidez del sistema (por ejemplo, recortando los coeficientes de reservas) y lanzaron programas de sostenimiento del crédito. Asimismo, las autoridades macroprudenciales adoptaron algunas medidas, como la liberación de colchones de capital, para apoyar el crédito. No obstante, la principal novedad en cuanto a las respuestas de política económica de estas economías fue el anuncio y la puesta en marcha por parte de los respectivos bancos centrales de programas de compra de títulos de deuda, en la mayoría de los casos por primera vez en su historia¹. En este recuadro se describen los programas de compras anunciados o adoptados por las principales economías emergentes —con un foco especial en América Latina—, se señalan las principales diferencias de estos programas con los llevados a cabo por las economías desarrolladas y se analiza brevemente su efectividad, junto con los principales riesgos de su adopción.

Las principales características de los programas de compra de activos de las economías de interés se recogen en el cuadro 1. En América Latina, el Banco Central de Chile comenzó a realizar recompras de emisiones propias y de bonos bancarios, y el Congreso chileno aprobó una reforma constitucional y un proyecto de ley que facultan al banco central para comprar títulos de deuda pública en el mercado secundario en situaciones excepcionales y transitorias². En marzo, el banco central de Colombia comenzó a comprar, por primera vez, títulos privados de renta fija, así como títulos de deuda pública, en ambos casos en el mercado secundario, intervención esta última renovada en abril y reforzada con la posibilidad de intervenir en los mercados *forward*. Mientras tanto, los bancos centrales de México y Perú anunciaron operaciones *repo* con títulos de deuda pública a plazos mayores de los que regularmente utilizan en operaciones de mercado abierto, y, en el caso de Perú, su banco central

incluyó a las administradoras de fondos de pensiones entre las entidades que pueden realizar este tipo de operaciones. Finalmente, el Congreso brasileño aprobó en mayo una enmienda constitucional que autoriza al banco central a adquirir títulos de deuda pública y privada en el mercado secundario, tanto nacional como internacional.

Estos programas de compra de activos de los bancos centrales de las economías de América Latina, y de las emergentes en general, se diferencian de los de las economías avanzadas en varios aspectos. En primer lugar, en la magnitud de estos, pues son mucho más reducidos en el primer caso (véase gráfico 1.2), si bien en estos países el propio tamaño de los mercados de deuda limita el universo de posibles adquisiciones. En segundo lugar, el activo de los bancos centrales de las economías emergentes está compuesto en una mayor proporción por activos frente al exterior (reservas internacionales) (véase gráfico 1.3). Ello significa que, en los casos en que estos programas se han llevado a cabo al mismo tiempo que se intervenía en los mercados cambiarios —para frenar la depreciación de las monedas vendiendo reservas—, el tamaño del balance del banco central puede no haber aumentado³. Otra diferencia relevante es que en algunos casos se anunciaron o pusieron en marcha las compras de activos financieros antes de que se alcanzaran los niveles de tipos de interés oficiales en los que se iniciaron los programas de expansión en las economías avanzadas (véase gráfico 1.4).

No obstante, la diferencia crucial de estos programas de compra de activos entre los dos conjuntos de economías está relacionada con su objetivo. En el caso de las economías desarrolladas, se trata de una herramienta de política monetaria no convencional utilizada regularmente, sobre todo a raíz de la crisis iniciada en 2008, con el objetivo de relajar las condiciones financieras, reduciendo los tipos de interés de más largo plazo, una vez que el tipo de interés oficial ha alcanzado niveles próximos a su cota inferior. Entre las economías emergentes, solamente Croacia y Polonia han explicitado que este sea su objetivo (véase cuadro 1). Y, salvo en los casos de Indonesia, Guatemala y Ghana, que también han hecho público su objetivo de financiación del déficit público, el resto de los bancos centrales de las economías emergentes —y, en concreto, los de América Latina— han adoptado los

1 Véase D. Hofman y G. Kamber (2020), «Unconventional monetary policy in emerging market and developing economies», Special Series on Covid-19, Fondo Monetario Internacional, para una discusión más general sobre las políticas monetarias no convencionales en las economías emergentes.

2 El ejercicio de esta facultad requiere el voto favorable de cuatro de los cinco consejeros del banco central.

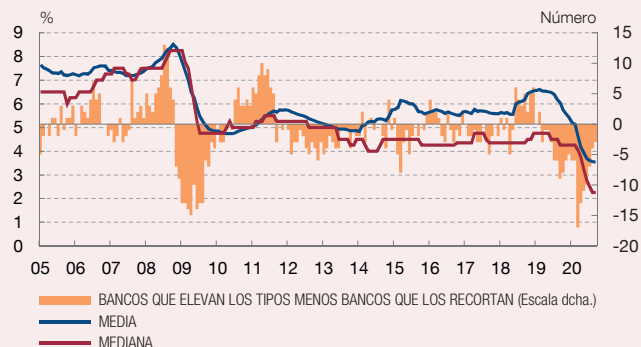
3 En el supuesto de que las ventas de reservas no hayan sido esterilizadas.

LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)

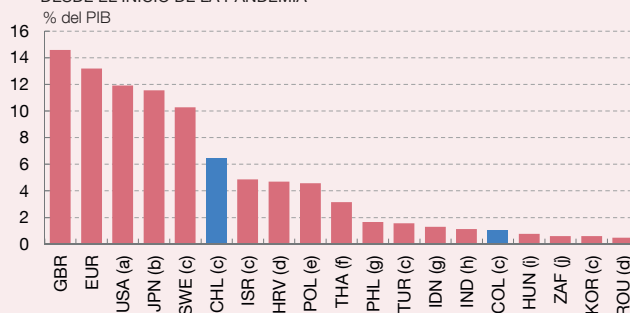
Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES, PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS Y REACCIONES DE LOS MERCADOS A LOS ANUNCIOS DE LOS PROGRAMAS

Además de proseguir con las reducciones de tipos oficiales, los bancos centrales de algunas economías emergentes anunciaron programas de compra de activos para afrontar las consecuencias de la pandemia. Estos programas son, por el momento, de tamaño más reducido que los de las economías avanzadas, en un contexto en el que los balances de los bancos centrales tienen una elevada proporción de reservas, y se lanzaron sin agotar el margen de maniobra de la política convencional. La reacción de los mercados financieros fue, en general, favorable.

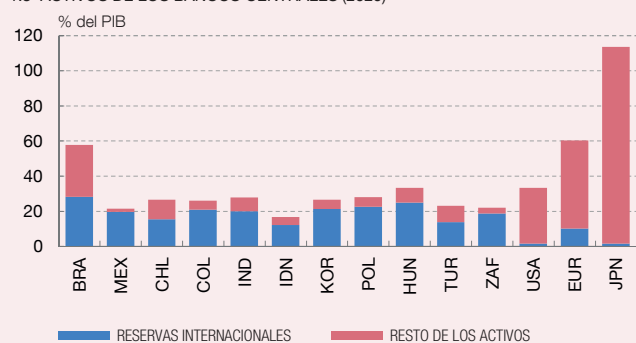
1.1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



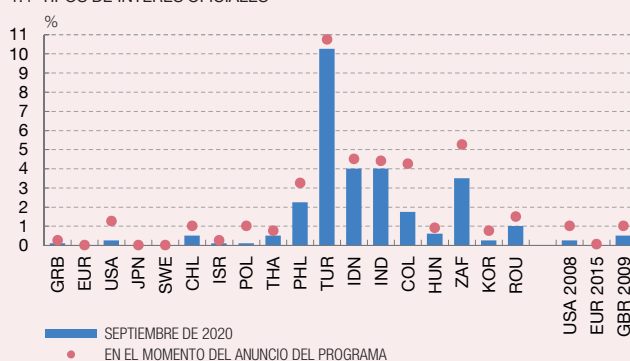
1.2 TAMAÑO DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA



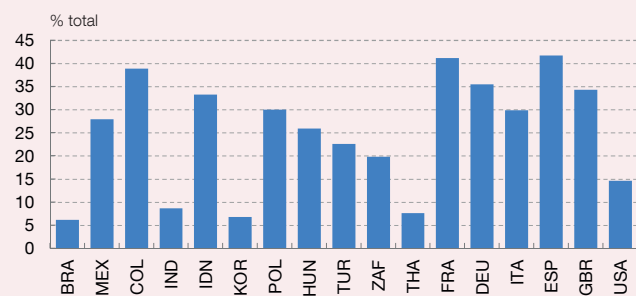
1.3 ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES (2020)



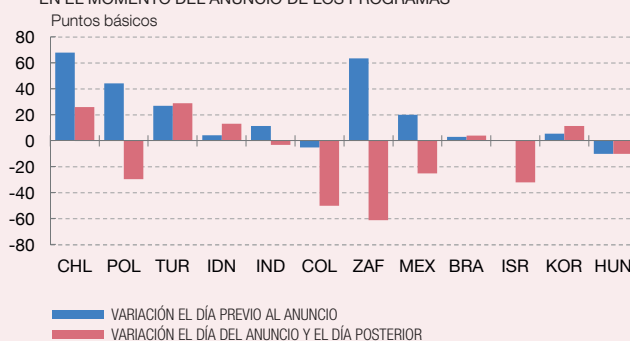
1.4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



1.5 PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (k)



1.6 VARIACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN MONEDA LOCAL EN EL MOMENTO DEL ANUNCIO DE LOS PROGRAMAS



FUENTES: Banco de España, bancos centrales nacionales, Instituto de Finanzas Internacionales y Refinitiv.

- a Compras de bonos de titulización hipotecaria (MBS, por sus siglas en inglés) y bonos del Tesoro desde el 16 de marzo hasta el 20 de agosto de 2020.
- b Suma del incremento de las tenencias de bonos públicos y los 20 billones de yenes anunciados para bonos empresariales.
- c Importes anunciados.
- d Intervenciones hasta el 30 de julio.
- e Compras hasta el 19 de agosto.
- f Aumento de las tenencias de deuda pública en el balance del banco central desde marzo y anuncio del programa de compra de bonos privados.
- g Compras realizadas de deuda pública.
- h Compras de deuda en operaciones de mercado abierto más anuncio de compra de bonos soberanos.
- i Adquisición de deuda pública y MBS hasta el 23 de agosto.
- j Aumento de las tenencias de deuda pública en el balance del banco central.
- k Tenencias de pasivos de deuda por parte de no residentes (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, del Fondo Monetario Internacional) entre tamaño de los mercados de deuda (Banco de Pagos Internacionales).

Recuadro 1

LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)

Cuadro 1
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (a)

País	Anuncio	Objetivo	Tamaño (% del PIB) (b)	Motivación	Activos afectados	Mercado
Croacia	13 de marzo	No especificado	4,7	Mantener la estabilidad en el mercado de deuda pública	Deuda pública	Secundario
Polonia	17 de marzo	No especificado	4,6	Cambiar la estructura de liquidez a largo plazo del sector bancario, asegurar liquidez en el mercado secundario de valores y fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria	Deuda pública	Secundario
Chile	19 de marzo	Cuantificado	6,5	Contener los efectos de eventos generadores de alta volatilidad en el mercado de renta fija	Recompras de sus propias emisiones, deuda bancaria (posteriormente, empresas)	Secundario
Corea	19 de marzo	Cuantificado	0,6	Estabilizar el mercado de bonos y sostener la oferta y la demanda de deuda pública elevando la capacidad de compra de los bancos	Deuda pública (ampliado el 22 de abril a papel comercial y bonos corporativos)	Secundario
Tailandia	19 de marzo	Cuantificado	3,1	Proporcionar liquidez y asegurar el normal funcionamiento de los mercados de deuda	Deuda pública/privada	Secundario
India	20 de marzo	No especificado	1,1	Asegurar que todos los segmentos del mercado tienen suficiente liquidez y permanecen estables, con el volumen de negociación adecuado	Deuda pública	Secundario
Rumanía	20 de marzo	No especificado	0,5	Consolidar la liquidez estructural del sistema bancario para contribuir a la financiación del sector real y del sector público	Deuda pública	Secundario
Colombia	23 de marzo	Cuantificado	1,0	Inyectar liquidez permanente para asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros	Deuda pública, deuda bancaria	Secundario
Israel	23 de marzo	Cuantificado	4,8	Relajar las condiciones de crédito y apoyar la actividad económica	Deuda pública	Secundario
Filipinas	24 de marzo	Cuantificado	1,6	Proporcionar soporte a los participantes del mercado de deuda pública, en caso de que necesiten liquidar sus participaciones, para fomentar la participación en las subastas de estos	Deuda pública	Primario/secundario
Sudáfrica	25 de marzo	No especificado	0,6	Elevar la liquidez de los mercados, promover el funcionamiento de los mercados locales de bonos y mejorar la composición de su balance	Deuda pública	Secundario
Turquía	31 de marzo	Cuantificado	1,6	Reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria elevando la liquidez del mercado de deuda pública	Deuda pública	Secundario
Indonesia	1 de abril	No especificado	1,3	Ayudar al Gobierno a financiar las acciones contra el impacto del Covid-19 en caso de que el mercado no pueda absorber todas las emisiones de deuda pública	Deuda pública	Primario/secundario
Hungría	7 de abril	No especificado	0,8	Restaurar la estabilidad de la liquidez del mercado de valores gubernamentales y mejorar la oferta de financiación a largo plazo del sector bancario	Deuda pública / MBS bancos	Primario/secundario (deuda pública) Solo primario (MBS)
Guatemala	24 de abril	Cuantificado	Hasta 2,5	El Congreso usó la excepción a la prohibición al Banco de Guatemala de dar crédito al Estado en caso de catástrofe o desastre públicos, prevista en el artículo 133 de la Constitución	Deuda pública	Primario
Ghana	15 de mayo	Cuantificado	1,8	Financiar el aumento del déficit público ante el incremento del coste de financiación en los mercados	Deuda pública	Primario

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Instituto de Finanzas Internacionales, bancos centrales nacionales y Banco de Pagos Internacionales.

a Además de los países recogidos en el cuadro, el Congreso de Brasil aprobó el 7 de mayo una enmienda constitucional para afrontar un estado de calamidad pública que facultaba al banco central para adquirir deuda pública y privada en los mercados secundarios, nacionales o internacionales. En la República Checa, una enmienda a la ley del banco central amplía los tipos de valores y contrapartes con los que puede participar en los mercados secundarios en caso de condiciones desordenadas del mercado. Por el momento, no han sido utilizadas las nuevas facultades en ninguno de los dos casos. En Malasia, el banco central anunció una ampliación de las operaciones de mercado abierto, incluidas las realizadas con deuda pública. El Banco de México anunció un aumento de la cuantía de las operaciones de mercado abierto que realiza con deuda pública de 100.000 millones de pesos (0,4 % del PIB).

b En el caso de los no cuantificados, compras realizadas hasta la fecha (véanse las notas del gráfico 1).

LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)

programas de compra de activos principalmente para frenar el aumento de la volatilidad de los tipos de interés de más largo plazo, dados los potenciales efectos negativos sobre la estabilidad financiera y el debilitamiento de los canales de transmisión de la política monetaria⁴. Adicionalmente, esta compra se produce mayoritariamente en los mercados secundarios (tan solo los que anunciaron un objetivo explícito de financiación del déficit realizan compras también en el primario). Por otro lado, estas compras de activos pueden tener consecuencias sobre los tipos de cambio. Al realizar compras de títulos de renta fija de plazos más largos, aumenta su precio y se reduce su volatilidad, por lo que disminuyen los incentivos a la salida de no residentes y, por tanto, las presiones depreciatorias sobre la moneda nacional, especialmente en aquellas economías con una significativa participación de no residentes en los mercados de deuda (véase gráfico 1.5).

En cuanto a la efectividad de estos programas en los países emergentes, sus anuncios coincidieron, en general, con una reducción de los rendimientos de los bonos de deuda pública a largo plazo en moneda local (véase gráfico 1.6). Arslan *et al.* (2020)⁵ muestran que las compras de bonos por parte de los bancos centrales de las economías emergentes redujeron significativamente, de media, los rendimientos de esos bonos para un conjunto de países y que, sin embargo, el efecto sobre los tipos de cambio fue mucho más limitado. Mientras tanto, Hartley y Rebucci (2020)⁶ señalan que el efecto sobre los tipos de interés a largo plazo en moneda local es de mayor magnitud en el caso de los programas anunciados por las economías emergentes que en el de las avanzadas. En todo caso, el grueso de las compras se produjo en los meses de marzo y abril, antes de la recuperación de los mercados financieros a partir de mayo.

El principal riesgo de llevar a cabo programas de compra de activos en economías emergentes es la posibilidad de que se produzca un aumento de la inflación y de las expectativas de inflación, que resultaría especialmente preocupante en América Latina, dados los episodios pasados de elevada inflación e hiperinflación derivados de la financiación monetaria del déficit público⁷. Por ahora, no obstante, el Covid-19 ha tenido efectos netos desinflationarios, principalmente por la apertura de amplias brechas de producción negativas. En México y en Brasil, las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron en torno a los niveles previos al anuncio en todos los plazos (caídas de 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024 en el caso de Brasil); en Colombia disminuyeron en cerca de medio punto porcentual, y en Chile se mantuvieron ancladas en el 3 %, que es el objetivo de inflación de su banco central.

Otro riesgo potencialmente relevante de estos programas podría aparecer si los agentes perciben que el banco central ha pasado a ser un actor principal en estos mercados, lo que podría limitar el desarrollo adecuado de estos y de los mercados de derivados y producir una asignación subóptima de los recursos financieros. Para evitar la materialización de este riesgo, podrían ser adecuadas actuaciones de comunicación que incidieran en el carácter temporal de los programas de compra de activos, limitando su contingencia a las actuales circunstancias excepcionales, en línea con la práctica de algunos bancos centrales de las economías avanzadas. En este sentido se manifiesta el proyecto de ley aprobado en agosto en el Congreso chileno, que faculta al banco central de ese país para comprar títulos de deuda en el mercado secundario⁸.

4 En el informe de la Junta Directiva del Banco de la República de Colombia al Congreso de la República de julio de 2020 se señala lo siguiente: «[...] Compras de títulos públicos y privados. Con esto se buscó estabilizar mercados claves para la transmisión de la política monetaria y proveer liquidez amplia y estable que contribuyese a preservar el sistema de pagos y la oferta de crédito.» Las actas de la reunión de política monetaria del Banco Central de Chile celebrada en junio de 2020 comenta: «[...] El programa de activos financieros permitiría, en principio, reducir ciertas primas por riesgo en los mercados de capitales, facilitar el rebalanceo de portafolio hacia activos más riesgosos, y proveer directamente liquidez a instituciones no bancarias, que eran importantes movilizados de ahorro privado [...]»

5 Y. Arslan, M. Drehmann y B. Hofmann (2020), «Central bank bond purchases in emerging market economies», *BIS Bulletin*, n.º 20 (junio).

6 J. S. Hartley y A. Rebucci (2020), *An Event Study of COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in advanced and emerging economies*, NBER Working Paper, n.º 27339 (junio).

7 Igualmente, la continuidad de estos programas en el tiempo podría llegar a limitar la independencia de los bancos centrales en estos países.

8 De acuerdo con ese proyecto de ley, una vez superadas esas circunstancias extraordinarias, los títulos serán vendidos por el banco central en el mercado secundario en la oportunidad, los términos y las condiciones que determine su Consejo.