

Gestión de Pasivos del Banco Central Chile 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Gestión de Pasivos del Banco Central Chile 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

GESTIÓN DE PASIVOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	5
Resumen ejecutivo	5
Introducción	7
I. Facilidades permanentes	7
II. Operaciones de mercado abierto	8
Operaciones de ajuste	8
Operaciones estructurales	10
III. Deuda emitida por el Banco Central de Chile	12
Reseña histórica de la deuda emitida por el BCCh	12
Marco institucional y organización	14
Objetivos y estrategias	15
Transparencia de la gestión de deuda BCCh	16
Descripción del mercado primario de renta fija	17
IV. Gestión de OMA y deuda	19
Gestión de OMA	19
Gestión de deuda	21
Referencias	23
Anexos	25
Evolución del <i>stock</i> de deuda emitida por el BCCh	25
Estándares internacionales de la gestión de deuda	25
Evolución del <i>stock</i> de deuda del BCCh por moneda y plazo	26
Glosario	27

Gestión de Pasivos del Banco Central de Chile

Resumen ejecutivo

El Banco Central de Chile (BCCh) ejecuta su política monetaria mediante la definición de un objetivo para la tasa de interés interbancaria diaria (TIB), esto es, la tasa de interés a la cual las empresas bancarias se otorgan crédito entre ellas a un día (*overnight*). Esta tasa objetivo es la tasa de política monetaria (TPM), la que el Consejo del Banco define en reuniones mensuales fijadas anticipadamente (Reuniones de Política Monetaria) y comunica a los agentes y al público, al término de dichas reuniones mediante un comunicado.

Para que la tasa de interés resultante se iguale o esté muy cerca de la TPM, el BCCh opera su política monetaria a través de cuatro tipos de instrumentos: la facilidad de liquidez intradía, las facilidades de inyección y retiro de liquidez que fijan una banda de flotación para la TIB, las operaciones de ajuste y finalmente, las operaciones estructurales. Las primeras dos son permanentes y las otras son esporádicas, es decir, no se ofrecen a las empresas bancarias todos los días.

En primer término, el BCCh ofrece diariamente la facilidad de liquidez intradía (FLI), cuyo objetivo es inyectar liquidez al sistema dentro del día, de manera que las empresas bancarias puedan administrar sus déficits de muy corto plazo. Todas las operaciones de inyección de liquidez operan mediante la entrega previa de colaterales por parte de estas empresas al BCCh.

Adicionalmente, el BCCh fija diariamente una banda de flotación con un piso y un techo de ± 25 pb de la TPM, comprometiéndose a entregar, a través de facilidades permanentes y a esas tasas, toda la liquidez que las empresas bancarias necesiten y a recibir toda la liquidez sobrante del sistema financiero. Esta banda de 50 pb (desde su techo hasta su piso) permite que la TIB fluctúe en torno a la TPM sin intervención del BCCh. Bajo este mecanismo, diariamente, el BCCh ofrece facilidades permanentes de liquidez (FPL), a $TPM + 25$ pb, y de depósitos (FPD), a $TPM - 25$ pb, ambas a un día plazo, que son utilizadas por las empresas bancarias para administrar los déficits y excesos de liquidez que no hayan podido gestionar directamente en el mercado interbancario.

A pesar de la existencia de dicha banda, usualmente el BCCh interviene en el mercado interbancario cuando la TIB comienza a aproximarse a los extremos de la banda, o antes de eso, si proyecta que eso podría ocurrir en los días siguientes. En efecto, el BCCh tiene un tercer mecanismo para influir en la oferta de fondos directamente, que son las operaciones de mercado abierto (OMA) llamadas “de ajuste”^{1/}. Estas son principalmente las operaciones de compra con pacto de retroventa (Repos) y el depósito de liquidez (DL), las que son ofrecidas, a TPM, cuando el BCCh lo estima necesario.

Las operaciones de mercado abierto “estructurales” se utilizan cuando es necesario hacer cambios de largo plazo en la oferta de fondos, en especial cuando se planifica la liquidez a comienzos de cada año y se considera que ocurrirán cambios estructurales en la base monetaria (como inflación, crecimiento económico y curso de la política monetaria). Estas operaciones se materializan a través de cambios en la oferta de pagarés descontables (PDBC, con plazos entre 28 y 360 días) y bonos (BCP, BCU y BCD).

^{1/} Las operaciones de mercado abierto se pueden clasificar en dos tipos de categorías, dependiendo del alcance y tiempo que impactan a la base monetaria: operaciones “de ajuste” y “estructurales”.

Gestión de Pasivos del Banco Central de Chile

Introducción

Este documento describe los instrumentos, facilidades permanentes y operaciones que realiza el BCCh para administrar la liquidez del mercado, explica los objetivos de las operaciones de mercado abierto y la deuda emitida por el BCCh, señala el marco institucional bajo el cual éstas se administran y entrega algunos antecedentes de la deuda emitida por el BCCh, tanto cifras históricas como al 30 de junio de 2011^{2/}.

I. Facilidades permanentes

Diariamente y al final del día, el BCCh ofrece a las entidades financieras autorizadas, facilidades permanentes de liquidez y de depósito a un día plazo, que son utilizadas por las empresas bancarias para administrar los déficits o excesos de liquidez que no hayan podido gestionar directamente en el mercado interbancario. Con este mecanismo el BCCh fija, en cada momento, una banda de flotación con un piso y un techo de ± 25 puntos bases de la TPM y permite que la TIB fluctúe en torno a la TPM sin intervención del BCCh. El BCCh remunera la FPD a TPM - 25 puntos base y cobra TPM + 25 puntos base, por la FPL.

Adicionalmente, y con el propósito de facilitar la liquidación de operaciones que se realizan a través del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), el BCCh ofrece una facilidad de liquidez intradía (FLI), que corresponde a un préstamo que debe ser pagado durante el mismo día, sin costo de intereses para el banco.

Todas estas facilidades están siempre abiertas a las empresas bancarias. Mientras la FLI está disponible durante gran parte del día, las facilidades de liquidez y depósito se abren al final del día.

Tratándose de operaciones que inyectan liquidez al sistema (préstamos del BCCh), como la FPL y la FLI, éstas deben realizarse mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa.

^{2/} Se deja constancia que este documento contiene información presentada de manera general y no exhaustiva, por lo que para un conocimiento exacto y cabal de las disposiciones y condiciones aplicables a las operaciones descritas, se deberá consultar las fuentes legales y normativas correspondientes.

Tabla I.1

Resumen de facilidades permanentes

Operación	Sigla	CNF	Descripción
Facilidad de liquidez intradía	FLI	Capítulos II B.5 y IV.II.B.5	Operaciones financieras intradía (FLI) y <i>overnight</i> (FPL) de inyección de liquidez. Consisten en la compra, por parte del BCCh, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente para el día de la operación, considerando resguardos de <i>haircut</i> y márgenes. En la misma operación se pacta realizar la operación inversa (retroventa) dentro del mismo día (FLI), o bien, en el plazo que se determine al momento de su celebración (FPL).
Facilidad permanente de liquidez	FPL	Capítulo IV.II.1.1.- 1	
Facilidad permanente de depósito	FPD	Capítulo IV.B.8.8	Operación financiera <i>overnight</i> de contracción de liquidez. Consiste en la recepción, por parte del BCCh, de depósitos en pesos por los cuales se paga una tasa de interés al vencimiento de un día.

II. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto (OMA) son una valiosa herramienta en la ejecución de la política monetaria, debido a su alto grado de efectividad y flexibilidad. Las operaciones de mercado abierto son, entre otras, la compra y venta de títulos, la compra con pacto de retroventa (Repo), el depósito de liquidez (que reemplazó al anti-Repo) y los *swaps* de divisas.

Estas operaciones, que actúan en conjunto con las facilidades permanentes, tienen por finalidad absorber o proporcionar liquidez, a un día, a tasas de interés (que son dependientes de la TPM), estableciendo un canal de precios en el cual se realizan las transacciones de mercado interbancario a un día.

Las OMA se pueden clasificar en operaciones “de ajuste” y operaciones “estructurales”, según el alcance y tiempo que impacten a la base monetaria.

Operaciones de ajuste

El BCCh ejecuta las operaciones de ajuste con el fin de neutralizar las fluctuaciones transitorias de liquidez en el sistema financiero, las que puedan desviar la TIB respecto de la TPM. Estas operaciones se realizan a la tasa de política monetaria, tanto para proporcionar liquidez como para absorberla. En términos de plazo, estas son usualmente a un día (*overnight*).

El BCCh, a través del departamento Operaciones de Mercado Abierto (DOMA), realiza un monitoreo detallado de la posición de liquidez del sistema financiero, considerando las condiciones globales de este, así como la microestructura financiera de los agentes participantes del mercado interbancario, para lo cual establece comunicación permanente con los responsables de la administración de liquidez de las empresas bancarias.

Los distintos tipos de instrumentos que posee el BCCh para realizar ajustes a la liquidez del sistema (detallados en la tabla II.1) se utilizan tomando en cuenta, entre otras variables, las circunstancias en que se encuentra el sistema bancario, la disponibilidad de colaterales de los agentes participantes y el período que dure cada operación.

Estas operaciones se informan en horarios de preapertura de los mercados, de modo de no generar asimetrías de información respecto de las transacciones que se realizan en el mercado ese mismo día. El canal regular de comunicación es a través de conferencias telefónicas directas y el sitio web.

Tabla II.1

Resumen de operaciones de mercado abierto de ajuste

	Operación	Sigla	CNF ^{3/}	Descripción
Instrumentos de Inyección	Compra de títulos de crédito con pacto de retroventa	REPO	Capítulo IV.B.8.5-1	Corresponde a la compra, por parte del BCCCh, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente para el día de la operación, considerando resguardos de <i>haircut</i> ^{4/} y márgenes ^{5/} . En la misma operación, se pacta la obligación de la contraparte de realizar la operación inversa (retroventa) en un plazo determinado. El BCCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.
	Facilidad de liquidez a plazo ^{6/}	FLAP		
	Línea de crédito con garantía prendaria	LCGP	Capítulo II.B.1.1 – 1	Corresponde a la prenda ^{7/} a favor del BCCCh, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente para el día de la operación, considerando resguardos de <i>haircut</i> y márgenes. En la misma operación, se pacta la obligación de la contraparte de realizar la operación inversa (retroventa) en un plazo determinado. El BCCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.
Instrumentos de Drene	Venta de <i>swap</i> de divisas	V. <i>SWAP</i>	Capítulo IV.D.1 - IV.D.1.1	Operación financiera temporal de inyección de liquidez (en moneda nacional). Corresponde a una compra inicial de moneda extranjera por parte del BCCCh a una contraparte, a cambio de un monto en moneda nacional (pesos) determinado de acuerdo al tipo de cambio observado vigente para el día de inicio de la operación (<i>Spot</i>). En la misma operación, ambas partes acuerdan realizar la operación inversa en el plazo y precio futuro (<i>Forward</i>), determinado según las condiciones financieras de la operación.
	Compra de <i>swap</i> de divisas	C. <i>SWAP</i>	Capítulo IV.D.1-IV.D.1.2	Operación financiera temporal de contracción de liquidez (en moneda nacional). Corresponde a una compra inicial de moneda nacional (pesos) por parte del BCCCh a una contraparte, a cambio del monto en moneda extranjera determinado de acuerdo al tipo de cambio observado vigente para el día de inicio de la operación (<i>Spot</i>). En la misma operación, ambas partes acuerdan realizar la operación inversa en el plazo y precio futuro (<i>Forward</i>), determinado según las condiciones financieras de la operación.
	Depósito de liquidez	DL	Capítulo IV.B.8.8	Operación financiera temporal de contracción de liquidez. Consiste en la recepción, por parte del BCCCh, de depósitos en pesos por los cuales se paga una tasa de interés al vencimiento.

^{3/} CNF: *Compendio de Normas Financieras* del Banco Central de Chile.

^{4/} *Haircut*: Castigo en puntos base sobre la tasa de mercado.

^{5/} Márgenes: Porcentaje de descuento sobre el valor presente de los activos valorizados a la tasa mercado más el *haircut*.

^{6/} Operación no vigente, que se utilizó entre el 20 de julio de 2009 y el 14 de junio de 2010, para proveer liquidez a plazos de hasta 6 meses, a tasa fija, con el propósito de expandir el estímulo monetario cuando la TPM había llegado a su nivel mínimo.

^{7/} La prenda no contempla un traspaso efectivo de los activos, por lo que no constituye una compra de títulos, sino que los colaterales involucrados en la operación quedan “prendados” en la cuenta DCV (Depósito Central de Valores) de la contraparte a favor del BCCCh.

Tabla II.2**Características y condiciones financieras comunes a las OMA de ajuste**

Agentes autorizados a participar	- Empresas bancarias.
Requisitos para los agentes autorizados	- Mantener una cuenta corriente en el BCCh (Sistema LBTR). - Mantener una cuenta en el Depósito Central de Valores (DCV). - Contar con acceso a la plataforma electrónica designada por el BCCh.
Modo de ejecución	-Ventanilla o licitación.
Frecuencia	-Programada en calendario de operaciones y discrecional.
Plazos de emisión	-Desde un día (<i>overnight</i>) o más.
Tasa de interés afecta para operaciones ejecutadas por ventanilla	-TPM promedio durante la vigencia de la operación (tasa flotante), la que tiene cobro lineal y base anual de 360 días.
Tasa de interés afecta para operaciones ejecutadas por licitación	-Tasa de corte que resulte del proceso de adjudicación.
Garantías elegibles para las operaciones REPO y LCGP	- Títulos emitidos por el Banco Central de Chile. - Letras Hipotecarias emitidas por empresas bancarias en UF. - Títulos emitidos por la Tesorería General de la República (solo para operaciones LCGP).
Garantías elegibles para la operación <i>Swap</i>	- Dólar estadounidense. - Euro. - Yen.

Operaciones estructurales

Las operaciones estructurales son aquellas realizadas a través de cambios en el *stock* de pagarés (PDBC) y bonos (BCP, BCU y BCD). Los primeros, de plazos de emisión que van entre 28 hasta 360 días, permiten gestionar y regular el nivel de liquidez del sistema financiero dentro de un mismo mes o de un mes a otro. Los bonos, que tienen plazos de madurez iguales o superiores a 1 año^{8/}, se utilizan para regular la liquidez en períodos más prolongados (de un año a otro) y usualmente, su programa no es alterado, pues responde a factores estructurales y también tiene por objetivo secundario el desarrollo del mercado de capitales.

La programación de licitaciones de estos pagarés se presenta mensualmente, cuando se informa al público el calendario mensual de operaciones del BCCh^{9/}. La planificación de este programa considera las proyecciones de demanda de liquidez, vencimientos de emisiones de períodos anteriores, estrategias de cumplimiento del encaje exigido y los efectos estacionales que afecten la liquidez en el período.

Por su parte, la programación de emisiones de bonos se ejecuta de acuerdo con una programación anual, anunciada al mercado usualmente durante los primeros días del año. Este programa señala los instrumentos a emitir, detallando plazos, reajustes y montos totales a licitar^{10/}. La planificación de estas

^{8/} El BCCh administra hoy un *stock* de deuda significativamente más grande de lo común para cualquier otro banco central, monto que hoy excede lo necesario para sus fines de regulación monetaria. En efecto, una gran parte de la deuda del BCCh superior a un año, tiene su origen en el rescate de la banca producto de la crisis financiera de los años 80 y las intervenciones cambiarias de los 90. En ambos episodios, el BCCh compró activos por altos montos, los que en su mayoría están hoy invertidos en las reservas internacionales a tasas de interés más bajas que el rendimiento de los bonos colocados para su esterilización monetaria. Esta acción ha generado un déficit patrimonial que aún no se cierra.

^{9/} Coincide con el período de cumplimiento del encaje para las empresas bancarias, que va desde el día 9 de cada mes al día 8 del mes siguiente.

^{10/} Cada año, cuando se publica el calendario de deuda para los próximos doce meses, se deja expresa constancia en el comunicado que el programa de licitaciones podrá ser modificado. Si bien es inusual que el Banco cambie dicho calendario, a mediados del año 2009 se anunció un ajuste al programa inicial con el propósito de compensar el impacto en el mercado de renta fija que tendrían las emisiones de la Tesorería General de la República (emisor del Fisco de Chile) anunciadas en el mismo período.

operaciones toma en cuenta los principales flujos conocidos para el año y la proyección de demanda y crecimiento de la base monetaria, compatible con el entorno económico disponible y el curso de la política monetaria.

Si bien la ejecución de estas operaciones tiene como objetivo primario afectar la base monetaria por periodos extensos de tiempo, las tasas resultantes del proceso de licitación inciden directamente en los tipos de interés del mercado secundario a los distintos plazos, reflejando y consolidando las expectativas económicas y el curso de la política monetaria por parte de los agentes a horizontes de tiempo más largos. Es por ello, que estas operaciones constituyen un importante medio de transmisión y orientación de la política monetaria.

Tabla II.3

Resumen de operaciones de mercado abierto estructurales

Tipo	Descripción	CNF	Instrumentos afectos	Sigla
Venta de instrumentos	Operación financiera definitiva de contracción de liquidez. Consiste en la venta, por parte del BCCh, de activos financieros de su propia emisión, a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de adjudicación de la licitación. En esta operación el BCCh asume la obligación del pago de intereses o amortizaciones de acuerdo con la estructura financiera del instrumento.	Capítulo IV.B.6- IV.B.6.1- IV.B.6.2	Pagaré Descontable del Banco Central de Chile	PDBC
			Bono del Banco Central de Chile en pesos	BCP
			Bono del Banco Central de Chile en UF	BCU
			Bono del Banco Central de Chile en dólares	BCD
		Capítulo IV.B.7.1	Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile	PRBC
Compra de instrumentos	Operación financiera definitiva de inyección de liquidez. Consiste en la compra a término, por parte del BCCh, de activos financieros de su propia emisión, a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de adjudicación de la licitación o precios fijos de compra en el caso de ventanillas. En esta operación el BCCh extingue su obligación.	Capítulo IV.C.1	Cupones de Emisión Reajustables Opcionales	CERO
			Pagaré Reajustables del Banco Central de Chile con pago en cupones	PRC
			Bono del Banco Central de Chile en pesos.	BCP
			Bono del Banco Central de Chile en UF	BCU

Nota: El BCCh emite habitualmente los PDBC, BCP y BCU, mientras que los BCD y PRBC se emiten esporádicamente, con el fin de cumplir normas cuando los mercados en UF o en moneda extranjera están limitados por la tasa máxima legal. Las compras de instrumentos son esporádicas y pueden recaer en todos los títulos emitidos por el BCCh.

Tabla II.4

Características y condiciones financieras comunes a las OMA estructurales

Agentes autorizados a participar	- Empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones, agentes de valores, compañías de seguros, corredores de bolsa y fondos mutuos.
Requisitos para los agentes autorizados	- Las empresas bancarias deben mantener una cuenta corriente en el BCCh (Sistema LBTR), mientras que el resto opera bajo la cuenta de un banco. - Mantener una cuenta en el Depósito Central de Valores (DCV). - Contar con acceso a la plataforma electrónica designada por el BCCh (SOMA).
Modo de ejecución	- Licitación o ventanilla.
Frecuencia	- Programada en calendario de operaciones.
Tasa de interés afecta para operaciones ejecutadas por licitación	- Tasa de corte que resulte del proceso de adjudicación.

III. Deuda emitida por el Banco Central de Chile

Reseña histórica de la deuda emitida por el BCCh

Evolución de los instrumentos de crédito emitidos por el Banco Central de Chile

En la década de los 80 y comienzos de la de los 90, el BCCh emitía pagarés reajustables denominados en UF (PRBC a 90 días) y pagarés descontables (PDBC), ambos instrumentos del mercado monetario. Estos instrumentos contribuían a dar las señales de la tasa de política monetaria, así como de la inflación esperada para el corto plazo.

A partir del 29 de mayo de 1995, el BCCh cambió la tasa de política monetaria desde el PRBC a 90 días (venta de PRBC a 90 días por ventanilla) a una TPM en UF diaria, expresada por la tasa interbancaria a un día en términos reales, para operaciones expresadas en unidades de fomento.

Por otra parte, durante 1989 y con el fin de ampliar el universo de instrumentos y alargar la madurez de su deuda, el BCCh comenzó a emitir pagarés reajustables denominados en UF con pago en cupones (PRC)^{11/}. Este fue el primer instrumento de crédito a plazo mayor a 2 años, que contribuyó por añadidura a desarrollar el mercado de capitales, al permitir el alargamiento de la curva de rendimiento libre de riesgo o soberana. Adicionalmente, este título fue utilizado como instrumento de esterilización cambiaria debido a la acumulación de reservas acaecida en la década de los 90.

Bajo el esquema de bandas cambiarias, en 1998, y en un contexto en que el peso se depreciaba como resultado de la crisis asiática, el BCCh intervino el mercado cambiario vendiendo dólares y pagarés reajustables en dólares (PRD)^{12/}. Como se explicó en su oportunidad, estos títulos iban a contribuir al desarrollo de mecanismos de cobertura cambiaria a mediano y largo plazo^{13/}.

En 1999, el BCCh implementó el esquema de flotación cambiaria. Este sistema le entrega al mercado la determinación del precio de la divisa, pero el BCCh se reserva el derecho a intervenir el mercado cambiario en situaciones excepcionales. A mediados del año 2001, en un contexto de marcada inestabilidad en los mercados financieros internacionales, el BCCh aumentó la emisión de PRD.

^{11/} En cada cupón de pago se recibe amortización de capital más intereses.

^{12/} PRD: instrumentos negociados en pesos pero indexados al dólar.

^{13/} Comunicado Oficial del Consejo del 25 de junio de 1998.

Durante el 2000, con la finalidad de desarrollar una curva de rendimientos para el mercado de renta fija doméstico, se ofreció la sustitución de los instrumentos que amortizaban capital en cada cupón, tanto en dólares como en UF (PRD y PRC), por instrumentos CERO, descomponiendo de esta manera los cupones de los títulos originales. Estos instrumentos CERO pasaron a ser negociados como valores independientes.

En julio del 2001, el Banco Central de Chile informó que a partir del 9 de agosto del mismo año comenzaría a implementar la política monetaria con una tasa nominal. El Consejo estableció en 6,5% anual la tasa de interés nominal correspondiente a la tasa de UF más 3,5% anual que existía hasta esa fecha^{14/}.

El cambio de una TPM real a una nominal iba a permitir:

- Reducir la volatilidad de los retornos y precios de los activos financieros nominales y de los agregados monetarios más líquidos.
- Mejorar el funcionamiento de los mercados con tasas nominales de interés.
- Facilitar el proceso de integración financiera internacional, al homologar los títulos locales a los externos.

Por lo anterior, el programa de emisión de instrumentos de crédito del BCCh fue modificado en septiembre del 2002, suspendiendo la emisión de los PRC y CERO, y subastando no solo instrumentos indexados a la UF, sino que también instrumentos nominales (denominados en pesos). En virtud de esta modernización, y para adecuarse a los estándares internacionales, comenzó la emisión de nuevos títulos de deuda tipo *bullet*, que se caracterizan por pagar solo intereses en cada fecha cupón (semestral en este caso) y el capital al vencimiento.

De esta forma, en septiembre del 2002 se emitieron los primeros bonos del BCCh en pesos (BCP) a dos y cinco años plazo^{15/}, los cuales pasaron a reemplazar a los PDBC a dos años. Así también, los bonos del BCCh en unidades de fomento (BCU) a cinco, diez y veinte años plazo, reemplazaron a los PRC y CERO. Por último, en cuanto a los instrumentos reajustables en dólares, se emitieron los bonos del BCCh en dólares (BCD), en plazos de dos y cinco años, en sustitución de los PRD.

Durante el 2003, se ofreció un canje de instrumentos reajustables en dólares (BCD) por instrumentos pagaderos en dólares, emitiéndose pagarés del BCCh en dólares (PCX) y bonos del BCCh en dólares (BCX). Lo anterior, tuvo por objetivo disminuir las reservas internacionales.

Con la finalidad de estandarizar los títulos emitidos, en el último trimestre del 2010 el BCCh realizó una sustitución de PRC de plazos residuales por BCU-5.

De esta forma, desde el 2002 al 2011 los bonos emitidos en pesos han aumentado su participación en la deuda total, mientras que los bonos en UF han bajado levemente su participación y los emitidos en dólares estadounidenses han desaparecido. En efecto, del *stock* de instrumentos de créditos emitidos por el BCCh a diciembre del 2002, 56% fue emitido en UF (PRBC, PRC, CERO y BCU), 24% en CLP (PDBC y BCP) y 20% en US\$ (PRD y BCD); lo que contrasta con el *stock* mantenido a junio del 2011 donde 53% estaba emitido en UF (BCU, PRC y CERO) y 47% en CLP (PDBC y BCP). Para mayor detalle de la evolución del *stock* por tipo de instrumento emitido por el BCCh desde finales de los ochenta hasta junio del 2011, ver anexos 1 y 3.

^{14/} Como se indicó en el comunicado del 26 de julio de 2001 (www.bcentral.cl), dicha medida se enmarcaba en un proceso de modernización de las políticas del BCCh, el que ya incorporaba un esquema de metas de inflación, flotación cambiaria, eliminación de las restricciones al flujo de capitales y colocación gradual de pagarés en pesos en los mercados financieros.

^{15/} En julio del 2004 comenzó la emisión del bono nominal a 10 años (BCP-10).

Marco institucional y organización

i. Marco institucional

La emisión de instrumentos de crédito por parte del BCCh se rige por las normas establecidas en su Ley Orgánica Constitucional (LOC)^{16/} y las regulaciones contenidas en el *Compendio de Normas Financieras* (CNF)^{17/}. La LOC faculta explícitamente al BCCh para emitir deuda. En efecto, el artículo 34 N° 5 de esa Ley dispone que, con el objetivo de regular la cantidad de dinero en circulación y de crédito, el BCCh tendrá la facultad de: “emitir títulos, que deberán contener las condiciones de la respectiva emisión, como, asimismo, colocarlos y adquirirlos en el mercado abierto”.

Por su parte, el CNF contiene las regulaciones aplicables a las operaciones con instrumentos de deuda emitidos por el BCCh (Capítulo IV.B.8) y el reglamento de licitación de venta de bonos del BCCh (Capítulo IV.E.2).

El capítulo IV.B.8 del CNF regula el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por el BCCh (el “mercado primario”) y establece los criterios y condiciones generales aplicables para autorizar a las instituciones financieras y otros agentes para operar en el mismo. Asimismo, se refiere a las exigencias patrimoniales, operativas y de información que dichas entidades deben cumplir, junto con los demás requerimientos técnicos que deben satisfacer. Además, señala las causales que pueden dar lugar a la suspensión y revocación de la autorización para participar en el referido mercado.

El mercado primario opera exclusivamente mediante las licitaciones o ventas que realiza el BCCh para la colocación de los instrumentos que emite, y en las cuales solo pueden presentar ofertas las instituciones financieras y demás agentes autorizados para dicho fin, a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA).

El capítulo IV.E.2 del CNF se refiere a las condiciones aplicables a las licitaciones y ventas de bonos del BCCh, i.e., calendario y anuncio de estas; presentación, recepción y tipos de oferta; tipos de licitación; sistema de adjudicación; comunicación de resultados; determinación y pago del precio de adquisición de los bonos, incluyendo las opciones de pago disponibles para los distintos agentes, lo que se detalla en el acápite: descripción de mercado, del presente informe; entre otras.

ii. Organización interna

La gestión de deuda es administrada al interior del BCCh con separación de responsabilidades por distintos niveles jerárquicos, con el fin de permitir que la toma de decisiones y de evaluación de la administración dentro de la Institución esté bien definida. Lo anterior, a partir del mandato de la LOC y sobre la base de un conjunto de prácticas y políticas acordes con recomendaciones y estándares internacionales sobre la materia.

El primer nivel jerárquico corresponde al Consejo del Banco, que tiene la responsabilidad de definir los objetivos de la gestión de deuda y aprobar los respectivos programas anuales de colocación de instrumentos de crédito y las posibles modificaciones a las regulaciones y normativas asociadas a estas operaciones. El Consejo, también evalúa el desempeño de la gestión de deuda sobre la base de reportes trimestrales y anuales preparados por el BCCh.

El segundo nivel de responsabilidades recae sobre la Gerencia de División de Operaciones Financieras (GDOF), cuyo Gerente de División ha sido especialmente facultado por el Consejo para diseñar la reglamentación operativa y la adecuada ejecución de las operaciones descritas en este informe. Asimismo,

^{16/} <http://www.bcentral.cl/acerca/ley-organica/index.htm>

^{17/} <http://www.bcentral.cl/normativa/normas-financieras/index.htm>

esta División propone al Consejo el programa de emisión de deuda y la política global de administración de esta, además de coordinar y supervisar la implementación de la política.

La Gerencia de Mercados Nacionales (GMN), dependiente de la GDOF, tiene la responsabilidad directa de elaborar el programa de deuda y llevar a cabo su implementación, previa autorización de los niveles jerárquicos superiores. El DOMA, dependiente de la GMN, realiza las operaciones de colocación de los instrumentos de crédito del BCCh con los agentes autorizados para participar en dicho mercado. Al mismo nivel jerárquico, dependiendo de la GDOF, se encuentra la Gerencia de Servicios Financieros (GSF), la que registra, procesa y realiza la liquidación (*settlement*) de dichas operaciones.

El departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo, que depende administrativamente de la Gerencia General, realiza la evaluación *ex post* del cumplimiento del plan de deuda. Por otra parte, la Contraloría del Banco, que reporta directamente al Consejo, evalúa la eficacia y eficiencia del control interno, administración de riesgos y gobierno del proceso de administración de liquidez y de operaciones monetarias y de deuda. Complementariamente, los *Estados Financieros* del Banco, que por su nivel de materialidad incluyen la deuda del Banco y las operaciones monetarias, son auditados cada año por auditores externos. Por último, el Comité de Auditoría y Cumplimiento, que es un organismo externo asesor del Consejo, cumple, entre otras funciones, la de informar sobre la eficacia de los sistemas y procedimientos de control interno, que son utilizados en el proceso de administración de liquidez y de operaciones monetarias y de deuda, y evalúa la confiabilidad, integridad y oportunidad de entrega de información que forma parte de los estados financieros.

Objetivos y estrategias

El objetivo de la política de deuda del Banco se orienta principalmente, y en forma permanente, a la minimización de su costo de financiamiento, dentro de márgenes de riesgos acotados. Adicionalmente, se procura promover el desarrollo del mercado de capitales creando comparadores (*benchmarks*) de instrumentos de deuda de largo plazo, en el mercado de renta fija local.

Estos objetivos consideran un horizonte de largo plazo, donde se busca conciliar las ventajas de mantener un cierto grado de predictibilidad y flexibilidad de la gestión de deuda. Para esto, anualmente el BCCh elabora un programa de emisiones de instrumentos de deuda, que se comunica al mercado a inicios de cada año, con el fin de entregar información anticipada que facilite la toma de decisiones de los agentes, en un horizonte de tiempo estable y definido.

El establecimiento de estos objetivos le permite al BCCh tener claridad en su definición, transparencia y credibilidad.

El esquema de la política de deuda se realiza considerando su impacto en los resultados y riesgos financieros del balance del BCCh y las futuras condiciones de liquidez del mercado en moneda local.

El programa anual de emisión de instrumentos de crédito, que elabora el BCCh, es determinado tomando en cuenta los siguientes aspectos:

i. Proyecciones de liquidez

El monto de emisión de instrumentos de deuda es determinado considerando las condiciones futuras de liquidez estimada en las proyecciones del crecimiento de la base monetaria^{18/} (BM) y de los vencimientos futuros de los instrumentos de crédito del BCCh.

^{18/} Dichas proyecciones son elaboradas por la Gerencia de Estudios tomando como base la actividad e inflación esperadas y el curso futuro de la política monetaria implícito en los *Informes de Política Monetaria*.

ii. Nominalización de la deuda BCCh

Desde la introducción de los títulos *bullet* en el año 2002, el BCCh ha promovido una política de nominalización de su deuda. Sin embargo, desde el 2009 esta orientación se profundizó, emitiendo principal o exclusivamente títulos en pesos^{19/}.

Asimismo, la gestión de deuda del BCCh lleva a cabo el proceso de nominalización, velando por el costo financiero y el riesgo que le pueda significar al balance y por ende, al patrimonio del BCCh^{20/}.

iii. Factores de mercado y coyuntura económica

El diseño del programa de colocaciones del BCCh considera otros factores de mercado, tales como:

- Equilibrar *stocks* de instrumentos de crédito del BCCh por plazo *benchmark*, tanto de los bonos nominales como reales, con el fin de mitigar distorsiones entre distintos tramos de duración.
- Establecer la fecha de emisión de los nuevos instrumentos nominales y reales tomando en cuenta los plazos residuales que ya existen en el mercado, para evitar concentraciones de vencimientos en periodos determinados.
- Tomar en cuenta las recomendaciones internacionales de emitir montos mínimos de US\$300 millones para cada serie de *benchmark* emitido^{21/}, con la finalidad de fortalecer la profundidad y liquidez del mercado de bonos^{22/}. No obstante, en el último tiempo los organismos internacionales han elevado esta cifra mínima a US\$500 millones, para garantizar aún más el buen funcionamiento de los mercados.

Transparencia de la gestión de deuda del BCCh

En el marco de los estándares internacionales, señalados en el anexo 2, desde el año 2006 el BCCh comunica a comienzos de cada año su programa anual de colocaciones de instrumentos de deuda con el fin de entregar al público y al mercado información anticipada que les permita tomar decisiones en un horizonte de tiempo estable y definido^{23,24/}.

Actualmente, el Banco Central de Chile hace público los objetivos de la gestión de deuda en la sección de Gestión Financiera de su *Memoria Anual* (desde el año 2005). Adicionalmente, en su sitio web (www.bcentral.cl) se encuentra información respecto a:

- Evolución de los niveles de *stock* de los instrumentos emitidos.
- Resultado histórico de las licitaciones de cada instrumento, el que incluye: monto licitado, monto demandado, monto total adjudicado, monto adjudicado por los bancos y sociedades financieras, monto adjudicado por las administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros, y tasa de adjudicación.

^{19/} Para facilitar los ajustes de mercado y para no afectar significativamente la estructura de tasas, esta orientación a la nominalización se ha alterado cuando el BCCh ha implementado intervenciones esterilizadas de magnitud, emitiendo también títulos en UF.

^{20/} Para más detalles ver la reseña histórica de este documento.

^{21/}Requerimiento que no solo se aplica a los instrumentos de crédito del Banco Central de Chile, sino que también a los del Gobierno de Chile.

^{22/} Basado en las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional.

^{23/} Al respecto, Gardable (2007) señala que los costos de emisión asociados a un programa de emisión de instrumentos de deuda pública regular y predecible, son menores que los de uno sin previo anuncio, sobre la base de la experiencia del Tesoro de los EE.UU. en la emisión de instrumentos de deuda a partir de 1982.

^{24/} En su artículo "Chile: *Selected Issues*" (2006), el Fondo Monetario Internacional destaca la iniciativa llevada a cabo por el Banco Central de Chile sobre anunciar el calendario de deuda regularmente, ya que esto permite promover la transparencia en el mercado de deuda pública.

- Tasa de interés promedio mensual y anual de las licitaciones de los instrumentos de deuda del BCCh.
- Calendario mensual de las colocaciones y vencimientos de los instrumentos de deuda del BCCh.

Descripción del mercado primario de renta fija

Como se mencionó en el capítulo anterior, el mercado primario de renta fija se materializa vía las operaciones de emisión de instrumentos de crédito del BCCh con los agentes autorizados según el capítulo IV.B.8 anexo 1 del CNF^{25/}.

Los instrumentos que el BCCh emite en la actualidad se describen a continuación:

PDBC: Pagarés Descontables del Banco Central de Chile. Se trata de instrumentos emitidos en moneda local y a plazos de 30, 90, 180 y 360 días.

BCP: Bonos en Pesos del Banco Central de Chile. Instrumentos en moneda local, *bullet*, con pagos semestrales de intereses. Tradicionalmente estos se han emitido a plazos de 2, 5 y 10 años.

BCU: Bonos en Unidades de Fomento del Banco Central de Chile. Instrumentos denominados en UF, *bullet*, con pagos semestrales de intereses. Tradicionalmente el BCCh ha emitido estos instrumentos a plazos de 2, 5, 10 y 20 años.

Los instrumentos de deuda emitidos por el BCCh son licitados en el mercado primario a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA) y pueden ser adquiridos por los agentes autorizados para participar en dicho mercado, según se ha descrito. En la práctica, al segundo trimestre de 2011, los participantes del sistema son los veinticinco bancos establecidos en Chile, además de cuatro de las seis administradoras de fondos de pensiones existentes en el país, tres compañías de seguros y cuatro corredoras de bolsa.

En el marco de un programa anual de deuda, el BCCh informa el día 8 de cada mes su calendario de licitaciones para el mes de encaje^{26/} correspondiente, especificando las fechas y montos a licitar para cada instrumento. Adicionalmente, el día hábil bancario previo a la licitación, el BCCh anuncia a los agentes la licitación y la difusión de sus respectivas bases, donde se especifica si esta se realizará de modo tradicional o interactivo. Con esta información, el día de la licitación los agentes postulan detallando importes que desean adjudicar y precio como porcentaje del valor par o tasa de interés.

Las licitaciones que realiza el BCCh pueden ser bajo la modalidad interactiva o tradicional. En la primera, el BCCh acepta o rechaza la oferta en tiempo real, la que puede ser modificada de forma iterativa por el postulante, pudiendo llegar finalmente a una transacción efectiva. En el método tradicional, cada agente entrega tres ofertas alternativas al BCCh (conservadora, media y competitiva) cuyos resultados se conocen al cierre de la licitación. Para llevar a cabo la adjudicación, el BCCh ordena las ofertas de los postulantes según tasa de interés (o precio). De ahí escoge aquellas instituciones que presenten tasas menores a una tasa de corte de referencia (o un precio mayor) fijada por el BCCh y que a su vez acumulen una cantidad similar al monto subastado. En este contexto, queda abierta la posibilidad de declarar una licitación desierta, ya sea porque las tasas ofrecidas por los agentes están muy por encima de las tasas del mercado secundario o porque los montos demandados son insuficientes a la oferta total, pudiendo también adjudicar un monto diferente del programado, que en el caso de los bonos es de +/- 20% del monto a licitar. El modo de adjudicación puede ser a la holandesa o a la inglesa. En el primero de ellos, la tasa de corte es la tasa que registrará para la totalidad de los agentes, mientras que en la licitación a la inglesa cada agente seleccionado conserva la tasa original que ofreció.

^{25/} Empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros, administradora de fondos mutuos y corredoras de bolsa, y agentes de valores de que trata la Ley 18.405 de Mercado de Valores.

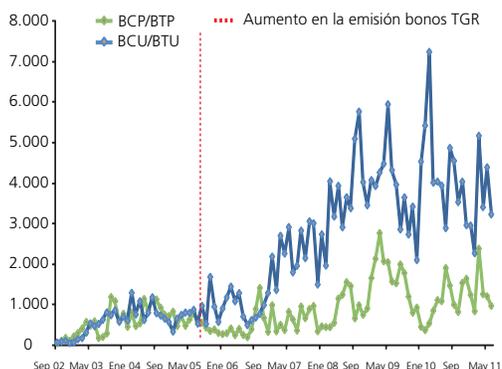
^{26/} Periodo de encaje: desde el 9 del mes correspondiente hasta el 8 del mes siguiente.

Con posterioridad a la licitación, los instrumentos continúan cotizándose a través de distintas plataformas como las bolsas de comercio, lo que se conoce como el mercado secundario. Allí puede participar cualquier tipo de agente, desde los ya aceptados en el mercado primario así como personas naturales u otras jurídicas.

Considerando las transacciones realizadas en el mercado secundario, a través de las plataformas de la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), el gráfico III.1 muestra la evolución de los volúmenes transados mensualmente, para BCP, BCU, BTP y BTU^{27/}.

Gráfico III.1

Volumen mensual transado en el mercado secundario (Millones de dólares)

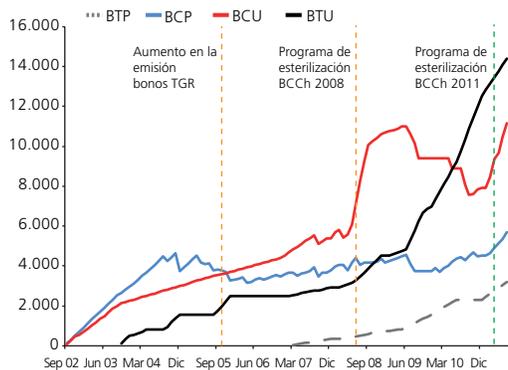


Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (BCS).

Se observa que hasta septiembre 2005 los montos transados de BCP y BCU se situaban en cifras promedio entre US\$600 y US\$700 millones para ambos instrumentos. Sin embargo, con posterioridad a la fecha señalada, la Tesorería General de la República (TGR) extendió la emisión de instrumentos en UF no solo a 20 años (BTU-20) sino que también a 5 y 10 años (BTU-5, BTU-10). Adicionalmente, el BCCh comenzó a aumentar los montos emitidos en instrumentos en UF respecto de los nominales (gráfico III.2), incremento de oferta de títulos que fue consecuencia de los dos programas de esterilización implementados con motivo de las compras de divisas del 2008 y 2011. Como consecuencia de estas dos expansiones ocurridas en el mercado primario, los volúmenes transados en el mercado secundario también se incrementaron. En efecto, en los últimos 6 años el monto promedio transado mensual subió a US\$2.988 millones para los denominados en UF y a US\$964 millones para los nominales.

Gráfico III.2

Evolución mensual del stock de instrumentos emitidos por BCCh y TGR (Millones de dólares)



Fuentes: BCCh y TGR.

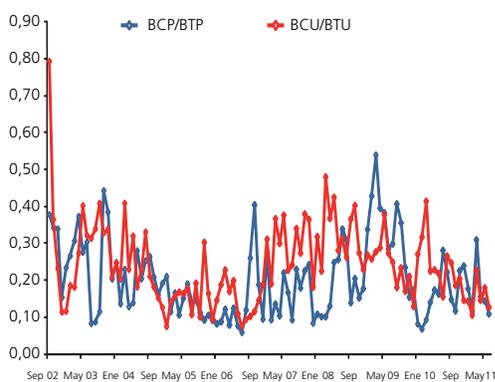
^{27/} Los bonos BTP y BTU son emitidos por el Fisco de Chile a través de la TGR.

Los volúmenes transados con niveles de *stock*, permiten crear un indicador de liquidez de mercado llamado *turnover*^{28/}, que se define como el cociente entre el volumen transado y el nivel de *stock* de un instrumento en un determinado período (diario, semanal, mensual, etc.), a mayor *turnover*, mayor liquidez de mercado. Durante el último año, el *turnover* mensual para los BCU fue de 0,24 veces y 0,16 veces para los BCP (gráfico III.3), es decir que lo transado de BCU mensualmente representa, en promedio, 24% del *stock* total de dicho instrumento, y lo transado de BCP equivale, en promedio, a 16% del *stock* total.

El indicador para Chile está notoriamente por debajo de lo observado en mercados desarrollados, lo que se explica, en parte, por la presencia de agentes “*buy & hold*” en el mercado local^{29/}.

Gráfico III.3

Turnover mensual BCP y BCU
(Veces)



Fuentes: BCS, TGR, y BCCh.

En abril del 2009, se realizó una modificación a la Ley sobre Impuesto a la Renta (LIR), incorporando una exención del impuesto a las ganancias de capital en instrumentos de deuda de oferta pública. La TGR y el BCCh acogieron a dicha disposición las emisiones de deuda realizadas desde el año 2010 y siguientes. A junio del 2011, estas categorías de instrumentos exentos representaban 53% del total de los BTP, 57% de los BCP, 52% de los BTU y 33% de los BCU.

IV. Gestión de OMA y deuda

Gestión de OMA

Como se mencionó previamente, a través de las OMA y otras operaciones el BCCh afecta los niveles de liquidez de las empresas bancarias. Al cierre del primer semestre de 2011, la base monetaria representaba una cantidad equivalente a 5,61% del PIB, compuesta por el circulante en manos del público (3,13% del PIB) y las reservas bancarias (2,48% del PIB)^{30/}. Las operaciones de mercado abierto estuvieron dirigidas a drenar liquidez, por lo que la suma de la FPD y DL (1,29% del PIB) fue mucho mayor que las operaciones de expansión, como los Repos y el FPL (0,10% del PIB).

^{28/} Bank for International Settlements: “Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications” (1999).

^{29/} La evidencia internacional señala que en países desarrollados como Estados Unidos y Canadá las cifras de *turnover* mensual se ubican en torno a 1,7 veces para instrumentos *benchmark*, niveles muy superiores respecto de los encontrados en el mercado local. Gravelle, “Liquidity of the Government of Canada securities market: stylized facts and some market microstructure comparisons to the United States treasury market”. Bank of Canada.

^{30/} Las reservas bancarias son la suma de la cuenta corriente mantenida por las empresas bancarias en el Banco Central y la caja de estas (billetes y monedas en bóvedas o cajeros automáticos).

A la misma fecha, la deuda del BCCh representó una cifra algo por encima del 11% del PIB, equivalente a 11.502 miles de millones de pesos, con una participación de pagarés (2,92% del PIB) y de bonos con madurez superior a un año (8,16% del PIB).

Tabla IV.1

Partidas del balance del BCCh: reservas bancarias, base monetaria, *stock* de deuda BCCh y operación de mercado abierto de expansión y drene de liquidez

(Miles de millones de pesos)

	ACTIVOS		BALANCE BCCh		PASIVOS	
	Monto (1)	% PIB (2)	Monto (1)	% PIB (2)	Monto (1)	% PIB (2)
RIN	16.599	16	Base monetaria	5.828	5,61	
			Reservas bancarias	2.577	2,48	
			Circulante	3.254	3,13	
REPO	40	0,04	FPD	1.259	1,21	
FPL	67	0,06	DL	81	0,08	
			PDBC	3.032	2,92	
			Bonos de largo plazo	8.470	8,16	

RIN: Reservas internacionales. Cifras promedio en el segundo trimestre del 2011.

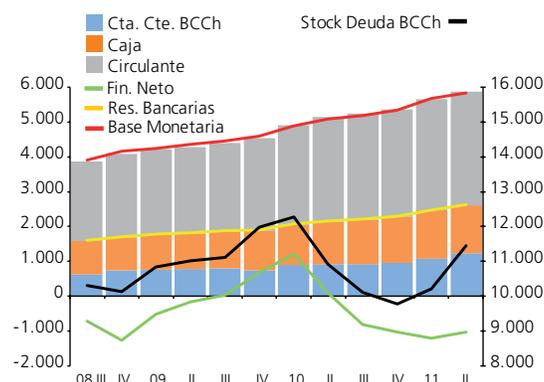
(1) Cifras en promedio período encaje segundo trimestre del 2011.

(2) PIB 2010, pesos corrientes año base 2003.

Gráfico IV.1

Base monetaria, *stock* de deuda BCCh, reservas bancarias y financiamiento neto

(Miles de millones de pesos)



Fuente: BCCh.

Respecto de las emisiones de instrumentos de corto plazo (PDBC), la tabla IV.2 muestra que, desde el año 2010, se ha subastado sobre el 100% de lo programado^{31/} y que la demanda por estos instrumentos ha sido, en promedio, 1,4 veces lo ofertado.

Tabla IV.2

Resumen de resultado de licitaciones de PDBC 2010

(Miles de millones de pesos)

Período encaje	Instrumento	Programa	Monto adjudicado	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)	
2010	I	PDBC	7.650	8.983	1,5	0,46
	II	PDBC	6.910	7.975	1,8	0,57
	III	PDBC	5.540	5.713	1,6	2,19
	IV	PDBC	4.565	4.238	1,4	2,92
2011	I	PDBC	7.150	6.680	1,2	3,75
	II	PDBC	7.950	6.802	1,1	5,16

Fuente: BCCh.

^{31/} La Gerencia de Mercados Nacionales tiene facultades para ajustar las subastas por encima o por debajo de lo programado inicialmente en el calendario mensual. Los porcentajes de ajuste son hasta $\pm 20\%$ en el caso de los bonos y hasta $\pm 50\%$ en el caso de los pagarés.

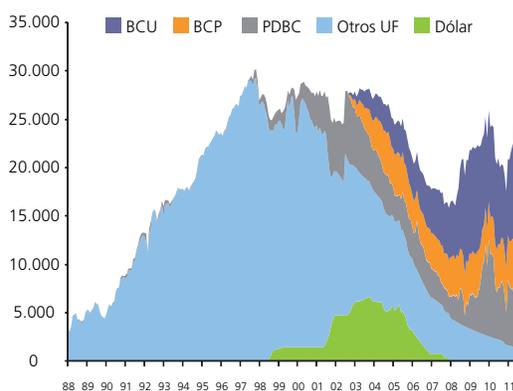
Gestión de deuda

Al segundo trimestre del 2011, el *stock* de instrumentos de crédito emitidos por el BCCh totalizó US\$25.214 millones, de los cuales 24% correspondió a PDBC (US\$6.140 millones, instrumentos de corto plazo) y 76% a bonos de largo plazo (US\$19.074 millones).

Del *stock* de bonos de largo plazo señalado, 63% corresponde a BCU, 29% a BCP y 8% a otros instrumentos denominados en UF (PRC y CERO). El gráfico IV.2 muestra la evolución de los *stocks* mensuales de la deuda total del BCCh (corto y largo plazo) desde enero de 1988 hasta junio del 2011.

Gráfico IV.2

Stock vigente de instrumentos emitidos por el BCCh
(Millones de dólares)



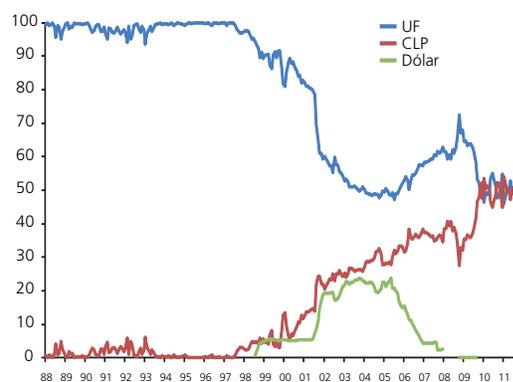
Nota: Otros en UF corresponden a CERO y PRC (cifras calculadas con valor UF de \$21.000 y dólar de \$500).

Fuente: BCCh.

La composición por monedas de la deuda total (corto y largo plazo) del BCCh, en los años 80 y 90 estaba centrada principalmente en instrumentos denominados en UF. Posteriormente, a partir del año 2000, la deuda del BCCh comenzó a diversificarse hacia otras monedas, como el peso y el dólar estadounidense, aunque en el 2007 vencieron los últimos instrumentos denominados en dólares. En los últimos tres años se ha mantenido una composición promedio de 44% de deuda denominada en pesos y 56% denominada en UF (gráfico IV.3).

Gráfico IV.3

Denominación de la deuda total emitida por el BCCh
(Porcentaje)



Fuente: BCCh.

Durante el año 2010 se subastaron solo instrumentos de crédito de largo plazo, denominados en pesos, a 2 y 5 años (BCP). En el 2011, producto de la esterilización del programa de compra de divisas, se agregaron los instrumentos nominales a 10 años. En el mismo lapso, el programa de bonos nominales fue cumplido en un 85% promedio, a excepción del último trimestre del 2010 cuando la adjudicación fue menor, porque la demanda de este tipo de instrumentos bajó (tabla IV.3).

Tabla IV.3

Resumen de resultado de licitaciones BCP durante 2010-2011
(Miles de millones de pesos)

Período Encaje	Instrumento	Programa	Monto adjudicado	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)
2010	I	BCP	334	2,0	4,44
	II	BCP	313	2,3	4,85
	III	BCP	347	2,2	5,33
	IV	BCP	292	1,6	5,38
2011	I	BCP	216	3,1	6,52
	II	BCP	408	2,1	6,24

Fuente: BCCh.

En el 2011, y debido al programa de esterilización, se reintrodujo la emisión de BCU, pero considerando plazos de 2, 5, 10, 20 y 30 años. Durante el primer trimestre, el programa se sobre cumplió en 10%, considerando que en dicho lapso hubo un mayor interés de mercado por instrumentos indexados a la inflación (tabla IV.4). Esta mayor oferta de títulos subastados compensó el relativo menor interés en instrumentos nominales indicado en el párrafo precedente.

Tabla IV.4

Resumen de resultado de licitaciones BCU durante 2011
(Miles de UF)

Período Encaje	Instrumento	Programa	Monto adjudicado	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)
2011	I	BCU	34.000	2,8	2,79
	II	BCU	48.000	2,6	2,67

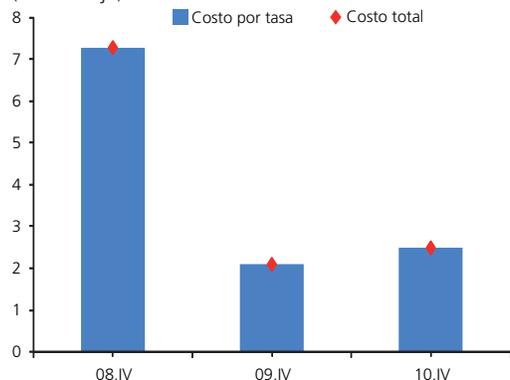
Fuente: BCCh.

En términos de costo, el efecto de mantener deuda corta (PDBC) es explicado, principalmente, por el efecto tasa de interés. Al cuarto trimestre del 2008, dicho costo fue de 7,3%, mientras que en igual periodo del 2010 fue 2,5% (gráfico IV.4), dicho comportamiento dispar está asociado al distinto nivel de la TPM en cada periodo (cuarto trimestre del 2008: 8,25% promedio, cuarto trimestre del 2010: 2,88% promedio).

Por su parte, el costo de la deuda larga es explicado por efecto tasa de interés y paridad de monedas (peso y UF). El costo total al cuarto trimestre del 2008 fue de 11,5%, desglosado en 7,3% por efecto paridad y 4,3% por tasa de interés, debido a una TPM más alta por los niveles inflacionarios del periodo. Para el cuarto trimestre del 2010, el costo total fue de 6,3% con 4,5% por tasa de interés y 1,8% por monedas (gráfico IV.5).

Gráfico IV.4

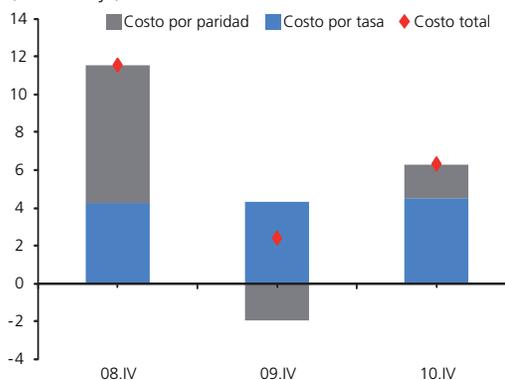
Costo total acumulado de la deuda de corto
plazo del BCCh
(Porcentaje)



Fuente: BCCh.

Gráfico IV.5

Costo total acumulado de la deuda de largo
plazo del BCCh
(Porcentaje)



Fuente: BCCh.

Referencias

Bank for International Settlements (BIS) (1999), “How should we design deep and liquid markets? The case of government securities”, Committee on the Global Financial System, Secretariat, 22 October.

Biblioteca del Congreso Nacional (2008). “Resumen de Ley N° 20.285 sobre acceso a la información pública”

Capítulos IV.B.8 y IV.E.2 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile.

Compendio de Normas Financieras (CNF) del Banco Central de Chile.

Comunicado Oficial del Banco Central de Chile del 25 de junio de 1998 (www.bcentral.cl).

Comunicado Oficial del Banco Central de Chile del 26 de julio de 2001 (www.bcentral.cl).

Danish Government Borrowing and Debt 2007.

De Gregorio, J. Presentación sobre “Transparencia y Comunicaciones en la Banca Central Moderna” en la X Asamblea de la Asociación de Periodistas de Economía y Finanzas (Aipef) Chile, 17 de julio de 2008.

Gardabe, K. “The Emergence of Regular and Predictable as a Treasury Debt Management Strategy”. FRBNY Economic Policy Review (2007).

International Monetary Fund (2006), “Chile: Selected Issues”, IMF Country Report N° 06/336, September.

International Monetary Fund and The World Bank (2001a), Developing Government Debt Markets. A Handbook.

International Monetary Fund and The World Bank (2001b), “Guidelines for Public Debt Management”, March 21.

International Monetary Fund and The World Bank (2001), “Directrices para la gestión de la deuda pública”.

International Monetary Fund and The World Bank (2002), “Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document”.

International Monetary Fund and The World Bank (2003a), “Amendments to the Guidelines for Public Debt Management”, November 25.

International Monetary Fund and The World Bank (2003b), “Guidelines for Public Debt Management” Amended on December 9.

International Monetary Fund and The World Bank (2007), “Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experiences and Issues Going Forward”, March 27.

Ize, A. (2005) “Capitalizing Central Banks: A Net Worth Approach”. Staff Papers, International Monetary Fund, 52(2): 289-310.

Ize, A. (2006) “Spending Seigniorage: Do Central Banks have a Governance Problem?: A Net Worth Approach”. IMF Working Paper 06/58, International Monetary Fund.

Ley 18.405 de Mercado de Valores.

Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.

Memoria Banco Central de Chile 2007.

Nota de Prensa del 4 de octubre de 2010 del Banco Central de Chile.

Restrepo, Salomó y Valdés, “Macroeconomía, política monetaria y patrimonio del Banco Central”. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 497, octubre 2008.

Stella, P. (1997) “Do Central Banks Need Capital?”, IMF Working Paper 97/83 International Monetary Fund.

Stella, P. (2005) “Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility”. Staff Papers, International Monetary Fund, 52(2):335-65.

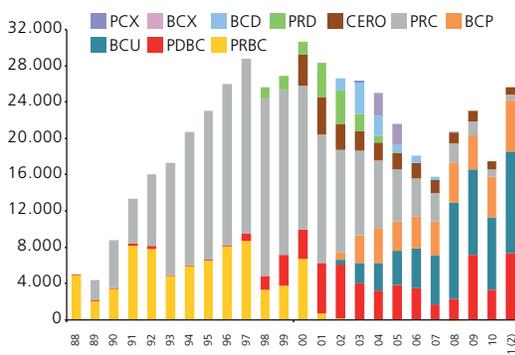
Stella, P. (2008) “Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation”. IMF Working Paper 08/09. International Monetary Fund.

World Bank (2007), “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”.

Anexos

1. Evolución del stock de deuda emitida por el BCCh (1)

(Millones de dólares a diciembre)



(1) Valores calculados con UF de \$21.000 y dólar de \$500.

(2) A junio.

Fuente: BCCh.

2. Estándares internacionales de la gestión de deuda

El Banco Mundial junto con el FMI han diseñado un conjunto de lineamientos y directrices para la gestión de deuda pública con el objetivo de colaborar con los gestores responsables de la política económica^{32/}, a considerar reformas que permitan un mejor manejo de la gestión de deuda pública, ya que esta permite disminuir la vulnerabilidad de los países, y en especial, de los emergentes y economías pequeñas^{33/}, frente a turbulencias financieras y económicas internacionales.

Estas directrices apuntan a establecer un esquema que abarca diversos aspectos, tales como:

- Transparencia y rendición de cuentas: determinación clara de las funciones, los cometidos y los objetivos de los gestores de la deuda, hacer pública la información relacionada con los objetivos de la deuda y su ejecución, así como la evolución de los *stocks* de los instrumentos, su composición por moneda, plazos y *benchmarks* vigentes, entre otros aspectos.
- Marco institucional: el que establecerá la competencia para contraer deudas y emitir nuevos instrumentos de deuda.
- Estrategia para la gestión de deuda, evaluación y control de los riesgos asociados a esta.
- Marco para la gestión de deuda: la capacidad de los gestores de deuda de identificar y sopesar los costos y beneficios sobre la cartera de instrumentos de deuda. Desarrollo y promoción de un mercado de valores público eficiente.

^{32/} IMF & World Bank (2001b), IMF & World Bank (2003a), IMF & World Bank (2003b).

^{33/} Estos países están menos diversificados que los desarrollados y el impacto de las turbulencias o *shock* puede ser mayor, por lo que una correcta gestión de deuda pública les permitiría estar mejor preparados para hacer frente a los *shock*. Directrices para la gestión de la deuda pública, IMF & World Bank (2001).

Objetivo de la gestión de deuda

“El objetivo principal de la gestión de deuda pública consiste en asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y el cumplimiento de sus obligaciones de pago se satisfagan, en el medio a largo plazo, al más bajo costo posible en forma compatible con un nivel prudente de riesgo^{34/}.”

Posteriormente, se agrega un objetivo secundario referido a “desarrollar y mantener un mercado de instrumentos de deuda eficiente y líquido^{35/}.”

Como se mencionó anteriormente, estas directrices están diseñadas para colaborar con los responsables de gestión de deuda pública en los distintos países. Algunos de ellos, como Alemania, Dinamarca e Inglaterra, tienen como único objetivo el relacionado a la minimización del costo de emisión. Otros, tales como Brasil, Canadá y Chile, además de tener el objetivo de costo, establecen también el promover el desarrollo del mercado de bonos locales.

3. Evolución del stock de deuda del BCCh por moneda y plazo

(Millones de dólares)

	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Mar 10	Jun 10	Sep 10	Dic 10	Jun 11
Deuda corta (menor a un año)													
Total PDDB	6.307	4.264	3.457	4.096	3.648	2.178	2.289	7.213	8.122	4.770	6.140	3.355	6.140
Deuda larga (mayor a un año)													
BCP	772	3.148	3.711	3.457	3.680	4.090	4.432	3.751	3.921	4.479	4.584	4.543	5.614
BCU	606	2.458	3.276	4.008	4.770	5.203	11.015	9.414	9.414	4.479	7.572	7.908	11.972
Otros UF	15.551	12.504	10.283	8.142	6.447	5.875	3.454	2.648	2.477	2.321	2.161	1.712	1.488
Dólar	5.868	6.270	5.519	3.288	790	435							
Total bonos	22.797	24.380	22.789	18.895	15.687	15.603	18.901	15.814	15.812	11.278	14.317	14.163	19.074
Deuda larga % CLP	3	13	16	18	23	26	23	24	25	40	32	32	29
Deuda larga % UF	71	61	59	64	72	71	77	76	75	60	68	68	71
Deuda larga % dólar	26	26	24	17	5	3							
DEUDA TOTAL BCCh	29.103	28.644	26.246	22.992	19.335	17.780	21.189	23.026	23.933	16.048	20.457	17.518	25.214
% Deuda corta	22	15	13	18	19	12	11	31	34	30	30	19	24
% Deuda larga	78	85	87	82	81	88	89	69	66	70	70	81	76
Total % CLP	24	26	27	33	38	35	32	48	50	58	52	45	47
Total % UF	56	52	52	53	58	62	68	52	50	42	48	55	53
Total % dólar	20	22	21	14	4	2							
Plazo residual (años)													
Deuda corta	0,35	0,17	0,09	0,10	0,10	0,08	0,24	0,10	0,06	0,13	0,18	0,22	0,08
Deuda larga	3,66	3,42	3,23	3,47	3,59	3,28	4,76	4,09	3,97	3,88	4,14	4,03	5,48
Deuda total BCCh	2,94	2,94	2,82	2,86	2,93	3,28	4,27	2,84	2,64	2,77	2,95	3,30	4,17

Cifras calculadas con dólar de \$500 y UF de \$21.000.

Fuente: BCCh.

^{34/} “Directrices para la gestión de la deuda pública”, IMF & World Bank (2001).

^{35/} “Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document”, IMF & World Bank (2002).

Glosario

Base monetaria	Corresponde a la suma de los billetes y monedas emitidos por el BCCh y los depósitos que mantienen los bancos en el Instituto Emisor.
BCD	Bonos del Banco Central de Chile expresados en dólares estadounidenses. Sus cupones se pagan en moneda corriente nacional, a la fecha del vencimiento y el pago se efectúa al valor del tipo de cambio a que se refiere el artículo 44 de la LOC.
BCP	Bonos del Banco Central de Chile en pesos. Sus cupones se pagan en moneda corriente nacional, a la fecha de su vencimiento.
BCU	Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento. Sus cupones se pagan en moneda corriente nacional, a la fecha de su vencimiento y el pago se efectúa al valor de la UF en la fecha indicada.
<i>Benchmark</i>	Se refiere a un instrumento financiero que se utiliza como “referente” con respecto a otros. En particular, en este documento los instrumentos de deuda de largo plazo emitidos por el Banco Central de Chile se emplean como <i>benchmark</i> (referentes del mercado de renta fija local).
Bono	Instrumento financiero, título de crédito que genera flujos futuros en un tiempo determinado.
Bono nominal	Se refiere a los bonos denominados en pesos.
Bono real	Se refiere a los bonos indexados de acuerdo con un determinado índice de inflación. En el mercado local se consideran los bonos denominados en UF.
<i>Bid/Cover</i>	Se define como el cociente entre la oferta y demanda de una licitación.
<i>Bullet</i>	Término utilizado para denominar los títulos de deuda que se caracterizan por pagar solo intereses, en cada fecha del cupón, y el capital al vencimiento.
<i>Buy & Hold</i>	Estrategia de inversión pasiva de largo plazo en la que un inversionista compra instrumentos y los mantiene durante un largo período, independientemente de las fluctuaciones del mercado.
CERO (Cupones de Emisión Reajustables Opcionales)	Pagarés expresados y reajustables de acuerdo con el valor de la UF o con el tipo de cambio (dólar), sin intereses. El valor a la fecha de liquidación es pagado en pesos.
Circulante	Dinero en poder del público que circula en la economía.
Colaterales	Corresponde a una garantía que entregan las empresas

	<p>bancarias al Banco Central de Chile para respaldar una operación o una transacción cuyo objetivo es obtener liquidez. Se aceptan como garantías los títulos emitidos por el Banco Central de Chile y las letras hipotecarias. Los títulos de la Tesorería General de la República los puede aceptar en prenda el BCCh.</p>
<i>Compendio de Normas Financieras (CNF)</i>	<p>Corresponde al texto actualizado y refundido sobre Normas Financieras del Banco Central de Chile, y que abarca, en su contenido, cuatro materias principales: i. Sistemas de Financiamiento; ii. Normas de operación, intermediación y control del sistema financiero y mercado de capitales; iii. Operaciones del Banco Central de Chile con Instrumentos Financieros, y iv. Operaciones de las empresas bancarias en moneda extranjera.</p>
Depósito Central de Valores (DCV)	<p>Es una sociedad anónima constituida de acuerdo con la Ley 18.876. El DCV está facultado para recibir en depósito, valores de oferta pública y facilitar así las operaciones de transferencia de dichos valores entre los depositantes, de acuerdo con los procedimientos contemplados en la citada Ley, (www.dcv.cl).</p>
Depósito de liquidez	<p>Operación financiera temporal de contracción de liquidez. Consiste en la recepción, por parte del Banco Central de Chile, de depósitos en pesos constituidos por las empresas bancarias, por los cuales, una vez transcurrido el plazo de vencimiento convenido, se paga una tasa de interés.</p>
Deuda corta	<p>Se refiere a los instrumentos de deuda emitidos con duración menor o igual a un año.</p>
Deuda larga	<p>Se refiere a los instrumentos de deuda emitidos con duración mayor a un año.</p>
Encaje	<p>Es un porcentaje de recursos, establecido por el BCCh, que las entidades financieras deben mantener en activos líquidos. Deberá estar constituido por billetes y monedas de curso legal en el país, que estén disponibles en la caja de las empresas bancarias, o depositados a la vista en el Banco Central de Chile.</p>
Facilidad de liquidez intradía	<p>Instrumento ofrecido por el Banco Central de Chile a las empresas bancarias, que se utiliza para inyectar liquidez al sistema dentro del día, y de esta forma administrar déficits de muy corto plazo.</p>
Facilidad permanente de depósito	<p>Corresponde a la operación financiera de contracción de liquidez, en la que el Banco Central de Chile recibe depósitos en pesos, por los cuales se paga una tasa de interés al vencimiento de un día.</p>
Facilidad permanente de liquidez	<p>Corresponde a la operación financiera de inyección de</p>

	liquidez. Consiste en la compra, por parte del Banco Central de Chile, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente, para el día de la operación, considerando resguardos de <i>haircut</i> y márgenes.
<i>Forward</i>	Corresponde a una operación financiera (compra o venta) en la cual se asegura un flujo futuro, determinado por el precio de hoy.
<i>Haircut</i>	Castigo aplicado a la tasa de mercado de los instrumentos elegibles cuando son usados como colaterales en operaciones de mercado abierto. Se mide en puntos base.
Licitación	Tipo de venta que realiza el Banco Central de Chile para colocar los instrumentos de crédito que emite.
Márgenes	Corresponde al porcentaje de descuento sobre el valor presente de los activos elegibles como colaterales, valorizados a la tasa mercado más el <i>haircut</i> .
Mercado líquido	Mercado en el cual los participantes pueden, en un breve lapso, comprar y/o vender grandes volúmenes de activos con el menor efecto en los precios.
Mercado primario	Se refiere al que opera exclusivamente mediante las licitaciones o ventas que realiza el Banco Central de Chile y está conformado por los agentes autorizados según el capítulo IV.B.8 anexo 1 del CNF. Actualmente corresponde a las empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros, administradora de fondos mutuos y corredoras de bolsa y agentes de valores de que trata la Ley 18.405 de Mercado de Valores.
Mercado secundario	Se refiere al mercado en el que se realizan transacciones posteriores de un activo transado en el mercado primario. Está conformado por cualquier tipo de agente, desde los ya aceptados en el mercado primario así como personas naturales u otras jurídicas no mencionadas. Funciona a través de distintas plataformas como las bolsas de comercio.
Monto adjudicado	Monto total de venta de un instrumento determinado, una vez finalizada la licitación.
<i>Overnight</i>	Corresponde a las operaciones realizadas entre empresas bancarias y/o el Banco Central de Chile, que tienen plazo un día.
PDBC	Pagarés Descontables del Banco Central de Chile. Se trata de instrumentos emitidos en moneda local y a plazos de 30, 90, 180 y 360 días.
Período de encaje	Períodos mensuales, que corresponden al lapso comprendido entre el día 9 de un mes y el día 8 del mes siguiente, ambos días inclusive.
Profundidad en el mercado de bonos	Se refiere al volumen de transacciones de dicho mercado.

	Un mercado es profundo cuanto mayor es el número de transacciones que existen para cada tipo de activo financiero.
Punto base	Corresponde a una centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio en la tasa de interés.
Repo	Son operaciones temporales de compra de activos financieros elegibles, con pacto de retroventa, a través de las cuales se entrega liquidez al mercado.
Reunión de Política Monetaria	Sesión ordinaria de Política Monetaria (PM) que se realiza una vez al mes. En esta reunión se deciden los cambios en la política monetaria y al término de cada sesión, se comunica al público el o los acuerdos adoptados en la respectiva sesión. Para este efecto, el Consejo aprueba el texto del comunicado que será difundido. El calendario de sesiones se anuncia con seis meses de antelación.
<i>Settlement</i>	Término en idioma inglés que se refiere a la liquidación de transferencias de fondos o de instrumentos financieros producto de una operación en el mercado financiero.
Sistema bancario	Corresponde al conjunto de empresas bancarias establecidas y que operan en Chile. Actualmente existen 19 bancos establecidos en Chile, 5 extranjeros y uno estatal, todos ellos sujetos a la supervisión de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras Chile, (www.sbif.cl).
Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	Sistema que, basado en medios electrónicos, permite transferir fondos de manera directa e inmediata, desde la cuenta de la parte obligada a la cuenta de la parte beneficiaria. El sistema LBTR fue implementado en abril del 2004, para reducir el riesgo de liquidación asociado a la liquidación diferida de los pagos interbancarios de alto valor y para promover la eficiencia y seguridad del sistema de pagos de alto valor.
Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA)	Plataforma tecnológica que apoya las operaciones de mercado abierto, que implementa actualmente el Banco Central de Chile en el mercado local.
<i>Spot</i>	Corresponde al valor “hoy” de un activo financiero.
<i>Stock</i> de instrumentos	Corresponde a la suma del valor total de los instrumentos vigentes o con fecha de vencimiento posterior a la fecha de referencia o de análisis.
<i>Swap</i> de divisas	Corresponde a una compra inicial de moneda extranjera por parte del Banco Central de Chile a una contraparte, a cambio de un monto en moneda nacional (pesos), determinado de acuerdo con el tipo de cambio observado, vigente el día de inicio de la operación.
Tasa de adjudicación	Tasa de venta de un instrumento que es determinada una

	vez finalizada la licitación. Se expresa en porcentaje.
Tasa de Interés Interbancaria (TIB)	Es la tasa de interés promedio a la cual las empresas bancarias se otorgan crédito entre ellas a un día. Para determinar su monto se calcula el valor promedio de las tasas de interés vigentes respecto de las operaciones de crédito informadas diariamente, al Banco Central de Chile.
Tasa de Política Monetaria (TPM)	Es la tasa de interés objetivo para las operaciones interbancarias que el Banco Central de Chile procura lograr mediante sus instrumentos de política monetaria: operaciones de mercado abierto, facilidades de liquidez y de depósito.
<i>Turnover</i>	Se define como el cociente entre el volumen transado en el mercado secundario y el nivel del <i>stock</i> de un instrumento en un determinado período (diario, semanal, mensual, etc.).

Juan Esteban Laval Z.

Representante legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Octubre 2011

ISBN: 978-956-7421-36-7

Registro de propiedad intelectual N° 210.357

Edición de 300 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Impresión: Andros Impresores.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE