

Gestión de Pasivos del Banco Central de Chile 2012



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Gestión de Pasivos del Banco Central Chile 2012



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Contenido	
Resumen Ejecutivo	5
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 del BCCh	16
Descripción del mercado primario de renta fija	17
IV. Gestión de OMA y deuda	20
Gestión de OMA	20
Gestión de deuda	21
Referencias	23
Anexo 1 Evolución del <i>stock</i> de deuda emitida por el Banco Central	25
Anexo 2 Estándares internacionales de la gestión de deuda	25
Anexo 3 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 ejecuta su política monetaria definiendo un objetivo para la tasa de interés interbancaria diaria, esto es, la tasa de interés a la cual las empresas bancarias se otorgan crédito entre ellas a un día plazo (*overnight*). Esta tasa objetivo es la tasa de política monetaria, la que el Consejo del Banco define en reuniones mensuales fijadas anticipadamente (Reuniones de Política Monetaria) y da a conocer 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 tasa de política monetaria, el Banco Central opera su política monetaria a través de tres tipos de instrumentos: las facilidades de inyección y retiro de liquidez, que fijan una banda de flotación para la tasa de interés interbancaria diaria; las operaciones de ajuste, y finalmente, las operaciones estructurales. Las primeras son permanentes y las otras dos esporádicas, es decir no se ofrecen a las empresas bancarias todos los días.

En primer término, el Banco Central fija diariamente una banda de flotación con un piso y un techo de ± 25 puntos base de la tasa de política monetaria, a través de facilidades permanentes, y a esas tasas, comprometiéndose a entregar toda la liquidez que las empresas bancarias necesiten, así como a recibir toda la liquidez sobrante del sistema financiero. Esta banda de 50 pb (desde su techo hasta su piso) permite que la tasa de interés interbancaria diaria fluctúe en torno a la tasa de política monetaria sin intervención del Banco Central. Bajo este mecanismo, diariamente el Banco Central ofrece facilidades permanentes de liquidez (a tasa de política monetaria + 25 puntos base) y de depósitos (a tasa de política monetaria - 25 puntos base), 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 Banco Central interviene en el mercado interbancario cuando la tasa de interés interbancaria diaria comienza a aproximarse a los extremos del corredor, o antes de eso, si proyecta que eso podría ocurrir en los días siguientes. En efecto, el Banco Central tiene un segundo mecanismo para influir directamente en la oferta de fondos, que son las operaciones de mercado abierto llamadas “de ajuste”^{1/}. Estas son principalmente las operaciones de compra con pacto de retroventa (repo) y el depósito de liquidez (depósito que reemplazó al PDBC a 1 día), las que son ofrecidas, a la tasa de política monetaria, cuando el Banco Central 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 consecuencia de la inflación, crecimiento económico y/o 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 operaciones “estructurales”.

Gestión de Pasivos del Banco Central de Chile

En este documento se describen los instrumentos, facilidades permanentes y operaciones que realiza el Banco Central de Chile (BCCh) para administrar la liquidez del mercado; se explican los objetivos de las operaciones de mercado abierto (OMA) y la deuda emitida por el BCCh; se señala el marco institucional bajo el cual estas se administran y se entregan algunas estadísticas sobre la deuda emitida por el BCCh^{2/}.

I. Facilidades permanentes

Diariamente y al final del día, el BCCh ofrece a las entidades financieras autorizadas^{3/}, facilidades permanentes de liquidez (FPL) y facilidades permanentes de depósito (FPD) 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 (tabla I.1). Con este mecanismo el BCCh fija, en cada momento, una banda de flotación con un piso y un techo de ± 25 puntos base (pb) de la tasa de política monetaria (TPM) y permite que la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) fluctúe en torno a la TPM sin intervención del instituto emisor. El BCCh remunera la FPD a $TPM - 25$ pb y cobra $TPM + 25$ pb por la FPL.

Tabla I.1
Facilidades permanentes

Operación	Sigla	CNMF ^{4/}	Descripción
Facilidad permanente de liquidez	FPL	Capítulo 2.1. II.	Operación financiera <i>overnight</i> de inyección de liquidez. Consiste 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) que se celebrará al día hábil bancario siguiente. El BCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.
Facilidad permanente de depósito	FPD	Capítulo 2.2	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.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{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.

^{3/} Las entidades financieras autorizadas y los requisitos que deben cumplir para ello están detallados en la tabla II.2

^{4/} CNMF: Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile.

Las FPL y FPD se ponen a disposición de las empresas bancarias al final de la jornada y para el caso de operaciones que inyectan liquidez al sistema (préstamos del BCCh), como la FPL, estas deben realizarse mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa.

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 garantizado que debe ser pagado durante el mismo día, sin costo de intereses para el banco comercial que recurre a esta facilidad. Si la operación no es pagada, esta se sustituye automáticamente por una FPL.

II. Operaciones de mercado abierto (OMA)

Las OMA son una valiosa herramienta para 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 PDBC a 1 día) y los *swaps* de divisas.

Conjuntamente con las operaciones descritas, actúan las facilidades permanentes, que 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 del mercado interbancario a un día. Las OMA se pueden clasificar en operaciones “de ajuste” y operaciones “estructurales”, según el alcance y tiempo en que impacten a la base monetaria.

El BCCh, a través del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto (DOMA), realiza un seguimiento 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 ello establece una comunicación permanente con los responsables de la administración de liquidez de las empresas bancarias. A base de lo anterior, realiza recomendaciones de ejecución de programas y de operaciones de ajuste a los niveles superiores jerárquicos.

Operaciones de ajuste

El BCCh ejecuta las operaciones de ajuste con el fin de neutralizar las fluctuaciones transitorias de liquidez en el sistema financiero que puedan desviar la TIB respecto de la TPM. Estas operaciones se realizan mayormente a TPM, tanto para proporcionar liquidez como para absorberla. En términos de plazo, estas son usualmente a un día (*overnight*). Los distintos tipos de instrumentos que posee el BCCh para realizar ajustes a la liquidez del sistema (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 plazo de la operación.

Estas operaciones se informan con anterioridad a la apertura 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 del Banco.

Tabla II.1

Operaciones de mercado abierto de ajuste

	Operación	Sigla	CNMF	Descripción
Instrumentos de Inyección	Compra de títulos de crédito con pacto de retroventa	REPO	Capítulo 2.1	Corresponde a 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 ^{5/} . En la misma operación, se pacta la obligación de la contraparte de realizar la operación inversa (retroventa) en un plazo determinado. El BCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.
	Línea de crédito con garantía prendaria	LCGP	Capítulo 2.3	Corresponde a la prenda a favor 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 ^{7/} . En la misma operación, se pacta la obligación de la contraparte de realizar la operación inversa (retroventa) en un plazo determinado. El BCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.
	Venta de <i>swap</i> de divisas	V. <i>SWAP</i>	Capítulo 2.4	Operación financiera temporal de inyección de liquidez (en moneda nacional). Corresponde a una compra inicial de moneda extranjera por parte del BCCh 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.
Instrumentos de Drene	Compra de <i>swap</i> de divisas	C. <i>SWAP</i>	Capítulo 2.4	Operación financiera temporal de contracción de liquidez (en moneda nacional). Corresponde a una compra inicial de moneda nacional (pesos) por parte del BCCh 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 2.2	Operación financiera temporal 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{5/} *Haircut*: Castigo en puntos base sobre la tasa de mercado.^{6/} Márgenes: Porcentaje de descuento sobre el valor presente de los activos valorizados a la tasa de mercado más el *haircut*.^{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 del Depósito Central de Valores (DCV) de la contraparte a favor del BCCh

Tabla II.2

Características y condiciones financieras comunes a las OMA de ajuste

Agentes autorizados para 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	-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 <i>repo</i> y LCGP	- Títulos emitidos por el BCCh. - 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

Operaciones estructurales

Las operaciones estructurales son aquellas realizadas a través de cambios en el *stock* de pagarés (PDBC) y bonos (BCP, BCY y BCD). Los primeros, de plazos de emisión que van desde 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. La programación de las licitaciones de estos pagarés se presenta mensualmente, cuando se informa al público el calendario para el mes de operaciones del BCCh^{8/}. La planificación de este programa considera las proyecciones de demanda por liquidez, vencimiento de emisiones de períodos anteriores, estrategias de cumplimiento del encaje exigido y factores estacionales que afecten la liquidez en el período.

Los bonos, que poseen plazos de madurez iguales o superiores a un año, tienen como función principal esterilizar de forma permanente la compra de dólares o el incremento de reservas internacionales. La programación de las emisiones de bonos se ejecuta de acuerdo con una programación anual, anunciada al mercado generalmente durante los primeros días del año. Este programa señala los instrumentos a emitir, detallando plazos, reajustes y montos totales a licitar^{9/}. La planificación de estas operaciones considera usualmente la renovación de los vencimientos del *stock* de deuda, sin embargo, el monto total

^{8/} 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.

^{9/} Al publicar el programa anual de deuda se deja expresa constancia en el comunicado que dicho programa podrá ser modificado. Si bien es inusual que el Banco lo cambie, a mediados del año 2009, se anunció un ajuste al programa inicial, para compensar el impacto en el mercado de renta fija, que tendrían las emisiones de la Tesorería General de la República anunciadas en el mismo período.

a emitir dependerá de la proyección de demanda y crecimiento de la base monetaria, compatible con el entorno económico y el curso de la política monetaria, además del desarrollo del mercado de capitales^{10/}

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

Operaciones de mercado abierto estructurales

Tipo	Descripción	CNMF	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 I.2	Pagaré Descontable del Banco Central de Chile	PDBC
			Bono del Banco Central de Chile en pesos	BGP
			Bono del Banco Central de Chile en UF	BCU
			Bono del Banco Central de Chile en dólares	BCD
			Pagaré Reajutable 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 I.2	Cupón de Emisión Reajutable Opcional	CERO
			Pagaré Reajutable del Banco Central de Chile con pago en cupones	PRC
			Bono del Banco Central de Chile en pesos	BGP
			Bono del Banco Central de Chile en UF	BCU

Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: El Banco Central emite habitualmente los PDBC, BGP y BCU, mientras que los BCD y PRBC se emiten ocasionalmente con el fin de cumplir normas cuando los mercados en UF o en moneda extranjera están limitados por la tasa máxima legal. La compra de instrumentos es esporádica y puede recaer en todos los títulos emitidos por el Banco Central.

^{10/} Si bien los bancos centrales han aumentado su hoja de balance, el BCCh administra un *stock* de deuda mayor a un año significativamente más grande que sus pares, monto que hoy excede lo necesario para sus fines de regulación monetaria. Una gran parte de la deuda del BCCh superior a un año, tiene su origen en el rescate de la banca durante la crisis financiera de los años 80 y las intervenciones cambiarias desde los años 90. En ambos episodios, el BCCh compró activos por altos montos, que en su mayoría están hoy invertidos en reservas internacionales a tasas de interés más bajas que el rendimiento de los bonos colocados para su esterilización monetaria. Esta acción le ha generado al Banco un déficit patrimonial que aún no se cierra.

Tabla II.4**Características y condiciones financieras comunes a las OMA estructurales**

Agentes autorizados a participar	- Empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones y cesantía, 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 comercial. - Mantener una cuenta en el Depósito Central de Valores (DCV). - Contar con acceso a la plataforma electrónica designada por el BCCh (Sistema de Operaciones de Mercado Abierto, 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

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 siguiente, 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 señales acerca de la tasa de política monetaria, así como sobre la inflación esperada para el corto plazo.

El 29 de mayo de 1995, el BCCh cambió la tasa de política monetaria desde el PRBC a 90 días (cuya venta se efectuaba 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, y con el fin de ampliar el universo de instrumentos y alargar la madurez de su deuda, durante 1989 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 dos años, que contribuyó además, 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 frente a la acumulación de reservas, acaecida en la década de los 90.

En 1998, bajo el esquema de bandas cambiarias 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 sistema de flotación cambiaria. Este 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 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, y con la finalidad de desarrollar una curva de rendimientos para el mercado interno de renta fija, 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^{14/}, 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^{15/}.

El cambio de una TPM real a una nominal se esperaba que permitiera:

- 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 de 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 que reemplazaron a los PDBC a dos años^{16/}. Del mismo modo, 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 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, en línea con el desarrollo de una política cambiaria neutral y coherente con el régimen de libre flotación de la moneda.

Con la finalidad de estandarizar los títulos emitidos, en el último trimestre del 2010 el BCCh realizó una sustitución de PRC por BCU-5^{17/}.

^{14/} El cupón CERO es un valor reajutable de acuerdo con la variación de la unidad de fomento o el dólar. Estos son rescatados y pagados a su vencimiento, al valor nominal de los títulos presentados a cobro.

^{15/} 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.

^{16/} En julio del 2004 comenzó la emisión del bono nominal a 10 años (BCP-10).

^{17/} Anunciado en Carta Circular del 21 de octubre de 2010.

Como resultado de todas estas modificaciones, desde el 2002 al 2012 los bonos emitidos en pesos y en UF han aumentado su participación en la deuda total, mientras que los bonos emitidos en dólares estadounidenses han desaparecido. En efecto, del *stock* de instrumentos de crédito emitidos por el BCCh a diciembre del 2002, 56% estaba expresado en UF (PRBC, PRC, CERO y BCU), 24% en pesos (PDBC y BCP) y 20% en dólares (PRD y BCD); lo que contrasta con el *stock* mantenido a diciembre del 2012 cuando 69% estaba denominado en UF (BCU, PRC y CERO) y 31% en CLP (PDBC y BCP)^{18/}.

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) y las regulaciones contenidas en el Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF)^{19/20/}. La LOC faculta explícitamente al BCCh para emitir títulos de deuda. En efecto, el artículo 34 N° 5 de dicha ley dispone que, con el objetivo de regular la cantidad de dinero en circulación y el 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 CNMF contiene las regulaciones aplicables a las operaciones con instrumentos de deuda emitidos por el BCCh y el reglamento de licitación de venta de bonos del BCCh (Sección Primera de la Primera Parte).

El capítulo 1.3 del CNMF 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^{21/}. 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 1.2 del CNMF 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.

^{18/} Para mayor detalle de la evolución del *stock* por tipo de instrumento emitido por el BCCh desde finales de los ochenta hasta diciembre del 2012, ver anexos 1 y 3.

^{19/} <http://www.bcentral.cl/acerca/ley-organica/index.htm>.

^{20/} <http://www.bcentral.cl/normativa/normas-financieras/index.htm>.

^{21/} El anexo 1 del capítulo 1.3 establece la familia de instituciones autorizadas para operar en el mercado primario del BCCh. Por su parte, el BCCh publica la nómina de participantes del mercado primario en el siguiente link: http://www.bcentral.cl/operaciones-financieras/mercado-abierto/anuncio-operaciones/pdf/instituciones_vigentes_SOMAS.pdf

ii. Organización interna

La gestión de deuda es administrada al interior del BCCh con separación de responsabilidades en 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 así como 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, esta División propone al Consejo el programa de emisión de deuda y la política global de administración de ésta, 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 Departamento de Operaciones de Mercado Abierto (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 que la GMN, dependiendo de la GDOF, se encuentra la Gerencia de Servicios Financieros (GSF), la que registra, procesa y realiza la liquidación (*settlement*) de dichas operaciones, además de administrar la infraestructura tecnológica en la cual aquellas se realizan.

La Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgo Financiero (GGERF), que depende administrativamente de la Gerencia General, realiza la evaluación y *compliance ex post* 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 (CAC), 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 esterilizar los incrementos de reservas internacionales efectuadas a través de la compra de dólares, en un marco de minimización del costo de financiamiento, dentro de márgenes de riesgos acotados. Adicionalmente, 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, el BCCh elabora anualmente 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 condiciones futuras 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:

- a. Proyecciones de liquidez:** El monto de emisión de instrumentos de deuda es determinado considerando las condiciones futuras de liquidez estimadas en las proyecciones del crecimiento de la base monetaria (BM) y de los vencimientos futuros de los instrumentos de crédito del BCCh^{22/}.
- b. 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, a pesar de que los títulos en UF tienen mercados más profundos. Sin embargo, desde el 2009 esta orientación se fortaleció, emitiendo principal o exclusivamente títulos en pesos^{23/}.

Asimismo, la gestión de deuda del BCCh facilita el proceso de nominalización, vela por el costo financiero y el riesgo que le pueda significar al balance, y por ende, al patrimonio del BCCh^{24/}.

- c. 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, considerando las emisiones de la Tesorería General de la República (TGR) y 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 considerando los plazos residuales que ya existen en el mercado, para evitar la concentración de vencimientos en períodos determinados.
- Tomar en cuenta las recomendaciones internacionales de emitir montos mínimos de US\$300 millones para cada serie de *benchmark* emitido, con la finalidad de fortalecer la profundidad y liquidez del mercado de bonos^{25/26/}. 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

Tomando en cuenta los estándares internacionales (anexo 2) desde el 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^{27/}.

^{22/} Dichas proyecciones son elaboradas por la Gerencia de Estudios tomando como base la actividad e inflación esperada y el curso futuro de la política monetaria implícito en los *Informes de Política Monetaria*.

^{23/} Para facilitar los ajustes de mercado y 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

^{24/} Para más detalles ver la reseña histórica de este documento.

^{25/} 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.

^{26/} Basado en las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI).

^{27/} 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. En su artículo "Chile: *Selected Issues*" (2006), el FMI destaca la iniciativa llevada a cabo por el Banco Central de Chile de anunciar el calendario de deuda regularmente, ya que esto permite promover la transparencia en el mercado de deuda pública.

Actualmente, el Banco Central de Chile hace públicos 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 de:

- Evolución de los *stocks* 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 no bancos^{28/}, y tasa de adjudicación.
- 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 1.3 anexo 1 del CNMF^{29/}.

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, 60, 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 interés. Tradicionalmente el BCCh ha emitido estos instrumentos a plazos de 2, 5, 10, 20 y 30 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 cierre del 2012, los participantes del SOMA son los veintitrés bancos, cuatro administradoras de fondos de pensiones, junto con la administradora de fondos de cesantía, tres compañías de seguros y cuatro corredoras de bolsa.

En el marco de su programa anual de deuda, el BCCh informa el día 8 de cada mes su calendario de licitaciones para el mes de encaje correspondiente, especificando las fechas y montos a licitar para cada instrumento^{30/}. 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.

^{28/} La categoría “no bancos” comprende: AFP, AFC, compañías de seguros, administradoras de fondos mutuos, corredoras de bolsa y agentes de valores. La razón por la que se incorporaron fue para darle más profundidad al mercado.

^{29/} Empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones y sociedad administradora de fondos de cesantía, compañías de seguros, administradoras de fondos mutuos y corredoras de bolsa, y agentes de valores de que trata la Ley 18.405 del Mercado de Valores.

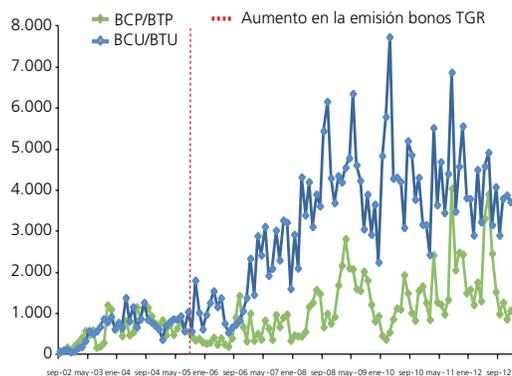
^{30/} Período de encaje: desde el 9 del mes correspondiente hasta el 8 del mes siguiente.

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) escogiendo 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 para la oferta total. También se puede adjudicar un monto diferente del programado, que en el caso de los bonos es de +/- 20% del monto a licitar. La modalidad de adjudicación puede ser holandesa o inglesa. En la primera, la tasa de corte es la tasa que regirá para la totalidad de los agentes, mientras que en la licitación a la inglesa cada agente seleccionado conserva la tasa original que ofreció.

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 (gráfico III.1). Allí puede participar cualquier tipo de agente, tanto los ya aceptados en el mercado primario como otras personas naturales o jurídicas.

Gráfico III.1.

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



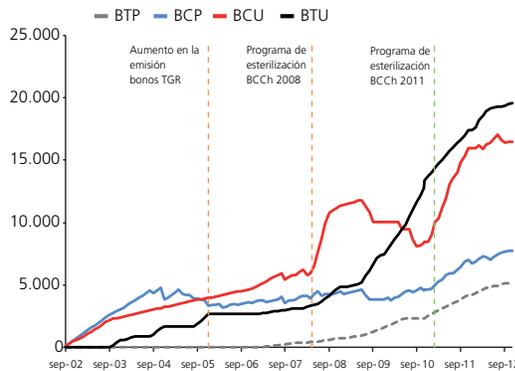
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Se observa que hasta septiembre del 2005, los montos transados de BCP y BCU se situaban en cifras promedio entre US\$600 y US\$700 millones, respectivamente. Sin embargo, con posterioridad a la fecha señalada, la Tesorería General de la República (TGR) extendió la emisión de instrumentos^{31/} 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 resultado de estas dos expansiones ocurridas en el mercado primario, los volúmenes transados en el mercado secundario también se incrementaron. En efecto, en los últimos siete años, el monto promedio transado mensual subió a US\$3.434 millones para los bonos denominados en UF y a US\$1.205 millones para los nominales.

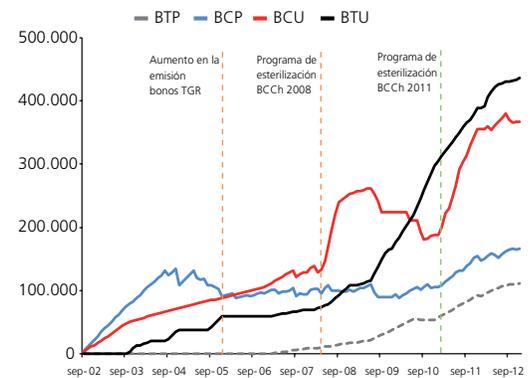
^{31/} Los bonos BTP y BTU son emitidos por el Fisco de Chile a través de la Tesorería General de la República.

Gráfico III.2.

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



(miles de UF)

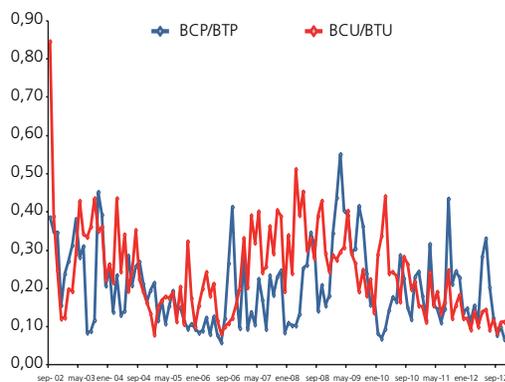


Fuentes: Tesorería General de la República y Banco Central de Chile.

Los volúmenes transados combinados con los *stocks* permiten crear un indicador de liquidez de mercado llamado *turnover*, que se define como el cociente entre el volumen transado y el *stock* de un instrumento en un determinado período (diario, semanal, mensual, etc.): a mayor *turnover*, mayor liquidez de mercado^{32/}. Durante el último año, el *turnover* mensual para los BCU fue de 0,11 veces y 0,15 veces para los BCP (gráfico III.3), es decir que lo transado mensualmente de BCU representa, en promedio, 11% del *stock* total de dicho instrumento, y lo transado de BCP equivale, en promedio, a 15% 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 que compran y conservan títulos por largo tiempo - “buy & hold”- en el mercado local^{33/}.

Gráfico III.3.

Turnover mensual BCP y BCU (veces)



Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago, Tesorería General de la República y Banco Central de Chile.

^{32/} Bank for International Settlements: “Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications” (1999).

^{33/} 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, T (1999) “Liquidity of the Government of Canada securities market: stylized facts and some market microstructure comparisons to the United States treasury market”. Working paper 99-11, Bank of Canada.

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 para instrumentos de deuda de oferta pública. La TGR y el BCCh acogieron a dicha disposición las emisiones de deuda realizadas desde el 2010. Al cierre del 2012, estas categorías de instrumentos exentos representaban 69% del total de los BTP, 77% de los BCP, 62% de los BTU y 64% de los BCU.

IV. Gestión de OMA y deuda

Gestión de OMA

Como se mencionó previamente, el BCCh afecta los niveles de liquidez de las empresas bancarias a través de las OMA y otras operaciones. Al cuarto trimestre del 2012, en promedio, la base monetaria representaba 5,96% del PIB, compuesta por el circulante en manos del público (3,40% del PIB) y las reservas bancarias (2,56% del PIB)³⁴. Las operaciones de mercado abierto y facilidades durante el último trimestre del 2012 han estado dirigidas a drenar liquidez, por lo que la suma de la FPD y DL (1,45% del PIB) en promedio es mucho mayor que las operaciones de expansión, como los *repos* y la FPL (0,40% del PIB).

Al mismo período, la deuda del BCCh representó una cifra promedio cercana al 12,2% del PIB, equivalente a \$14.689 miles de millones, compuesta por pagarés (1,99% del PIB) y bonos con madurez superior a un año (10,23% del PIB).

Tabla IV.1

Composición de balance del Banco Central

	ACTIVOS		BALANCE BCCh		PASIVOS	
	Mil Mill. \$ (*)	% PIB (**)			Mil Mill. \$ (*)	% PIB (**)
RIN	19.157	15,39	Base monetaria	7.170	5,96	
			Reservas bancarias	3.082	2,56	
			Circulante	4.087	3,40	
REPO	415	0,35	FPD	1.527	1,27	
FPL	57	0,05	DL	213	0,18	
			PDBC	2.389	1,99	
			Bonos de largo plazo	12.300	10,23	

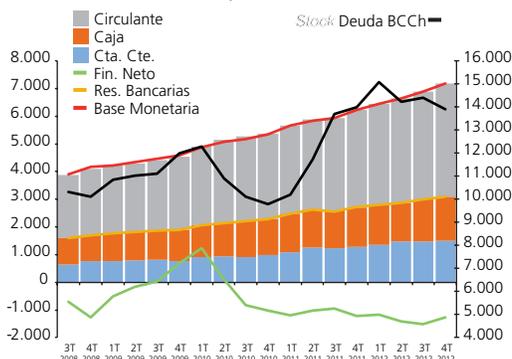
RIN: Reservas Internacionales. Promedio cuarto trimestre del 2012.

(*) Cifras promedio período encaje cuarto trimestre 2012

(**) PIB 2011, pesos corrientes año base 2008.

Gráfico IV.1

Base monetaria, *stock* de deuda BCCh, reservas bancarias y financiamiento neto
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

³⁴/ Las reservas bancarias corresponden a 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).

Respecto de las emisiones de instrumentos de corto plazo (PDBC), durante el 2012 se subastó 99% del monto programado y la demanda por estos instrumentos ha sido, en promedio, 1,5 veces lo ofertado (tabla IV.2)^{35/}.

Tabla IV.2

Licitaciones de PDBC 2011-2012

Periodo encaje	Instrumento	Programa (Mil Mill. \$)	Monto adjudicado (Mil Mill. \$)	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)
1T 2011	PDBC	7.150	6.680	1,2	3,75
2T 2011	PDBC	7.950	6.802	1,1	5,16
3T 2011	PDBC	9.085	9.358	1,5	5,31
4T 2011	PDBC	7.180	6.282	1,4	5,19
1T 2012	PDBC	9.370	9.777	1,4	5,00
2T 2012	PDBC	7.670	7.173	1,5	5,10
3T 2012	PDBC	7.900	8.310	1,8	4,90
4T 2012	PDBC	6.500	5.795	1,2	4,99

Fuente: Banco Central de Chile.

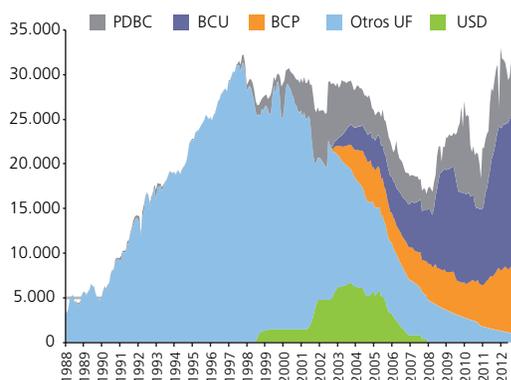
Gestión de deuda

Al cierre del 2012, el *stock* de instrumentos de crédito emitidos por el BCCh totalizó US\$25.157 millones, con 0% en PDBC^{36/}, por lo que el 100% corresponde a bonos de largo plazo.

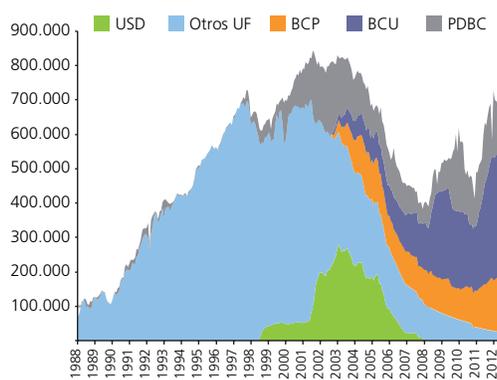
Del *stock* de bonos de largo plazo señalado, 65% corresponde a BCU, 31% a BCP y 4% a otros instrumentos denominados en UF (PRC y CERO). En el gráfico IV.2 se muestra la evolución de los *stocks* de deuda total del BCCh (corto y largo plazo) desde enero de 1988 hasta diciembre del 2012.

Gráfico IV.2

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



(miles de UF)



Nota: Otros UF corresponde a CERO y PRC (cifras calculadas con valor UF de \$22.000 y dólar de \$490).

Fuente: Banco Central de Chile.

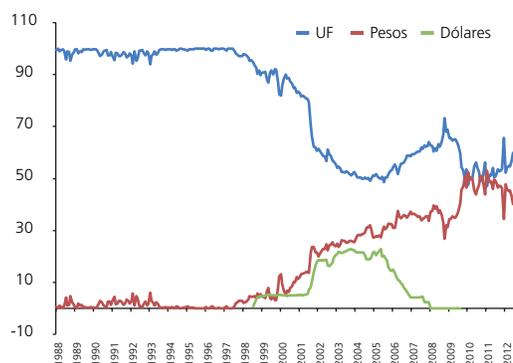
La composición por moneda de la deuda total (corto y largo plazo) del BCCh en los años 80 y 90 estaba centrada principalmente en instrumentos denominados en UF. Posteriormente, a partir del 2000, la deuda del BCCh comenzó a diversificarse hacia otras monedas, como el peso y el dólar estadounidense, aunque los últimos instrumentos denominados en dólares vencieron el 2007. En los últimos tres años la composición promedio se ha mantenido en 46% de deuda denominada en pesos y 54% en UF (gráfico IV.3).

^{35/} La GMN 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.

^{36/} El *stock* de PDBC al cierre del año 2012 fue cero.

Gráfico IV.3

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



Fuente: Banco Central de Chile.

En el 2011 se subastaron instrumentos de crédito de largo plazo denominados en pesos, a 2, 5 y 10 años (BCP), como parte de la esterilización del programa de compra de divisas. El programa de bonos nominales fue cumplido en un 100% en el año 2011. En el 2012 también se han subastado instrumentos nominales a 2, 5 y 10 años. Durante el 2012 se cumplió con el 100% del monto programado, registrando una demanda promedio de 3,4 veces (tabla IV.3).

Tabla IV.3

Licitaciones de BCP 2011–2012

Período encaje	Instrumento	Programa (Mil Mill. \$)	Monto adjudicado (Mil Mill. \$)	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)
1T 2011	BCP	216	219	3,1	6,52
2T 2011	BCP	408	382	2,1	6,24
3T 2011	BCP	401	405	3,2	5,34
4T 2011	BCP	337	355	3,4	5,11
1T 2012	BCP	244	227	3,5	5,38
2T 2012	BCP	346	346	4,0	5,43
3T 2012	BCP	298	298	3,2	5,23
4T 2012	BCP	79	79	2,9	5,40

Fuente: Banco Central de Chile.

En el 2011, debido al programa de esterilización, se reintrodujo la emisión de BCU considerando plazos de 2, 5, 10, 20 y 30 años. Al cierre de ese año, el programa se cumplió en su totalidad (tabla IV.4). En el 2012, la emisión de BCU se ha realizado en plazos de 5 y 10 años, en menor cuantía que en el 2011, debido a la finalización del programa de esterilización. El programa en el 2012 se cumplió en un 100%, con una demanda promedio de 2,5 veces lo programado.

Tabla IV.4

Licitaciones de BCU 2011–2012

Período encaje	Instrumento	Programa (Miles de UF)	Monto adjudicado (Miles de UF)	Bid/Cover	Tasa de adjudicación (%)
1T 2011	BCU	34.000	37.300	2,8	2,79
2T 2011	BCU	48.000	52.850	2,6	2,67
3T 2011	BCU	48.000	48.900	2,5	2,56
4T 2011	BCU	37.750	37.950	2,4	2,61
1T 2012	BCU	6.150	5.990	2,4	2,54
2T 2012	BCU	18.050	18.210	3,1	2,46
3T 2012	BCU	17.850	17.850	3,0	2,38
4T 2012	BCU	5.950	5.950	1,5	2,38

Fuente: Banco Central de Chile.

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”
- Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF) 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).
- Gravelle, T (1999) “Liquidity of the Government of Canada securities market: stylized facts and some market microstructure comparisons to the United States treasury market”. Working paper 99-11, Bank of Canada.
- 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.

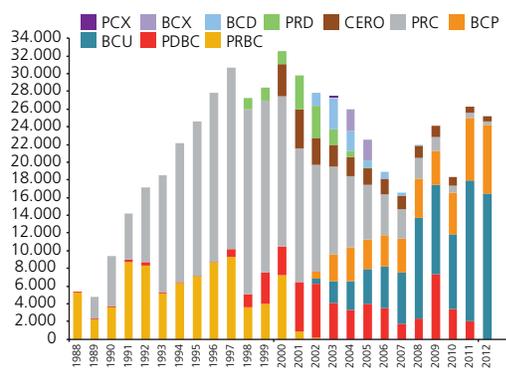
Stella, P. (2005) "Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility". Staff Papers, International Monetary Fund, 52(2):335-65.

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".

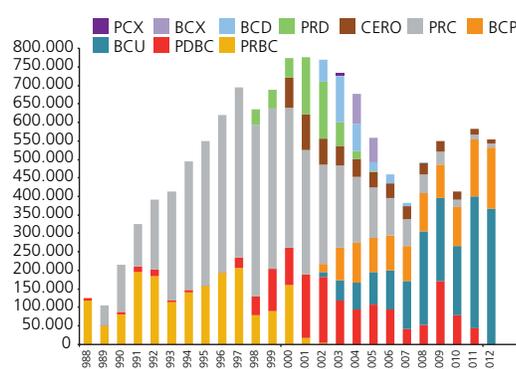
Anexos

1. Evolución del stock de deuda emitida por el Banco Central



Valores expresados en millones de US\$, calculados con UF de \$22.000 y dólar de \$490.

Fuente: Banco Central de Chile.



Valores expresados en miles de UF.

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, 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, frente a turbulencias financieras y económicas internacionales^{37/38/}.

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

- i) Transparencia y rendición de cuentas: determinación clara de funciones, cometidos y 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 instrumentos y su composición por moneda, plazo y *benchmark* vigentes, entre otros aspectos;
- ii) Marco institucional: el que establecerá la competencia para contraer deudas y emitir nuevos instrumentos de deuda;
- iii) Estrategia para la gestión de deuda, evaluación y control de los riesgos asociados a esta;
- iv) Marco para la gestión de deuda: la capacidad de los gestores de deuda para identificar y sopesar costos y beneficios sobre la cartera de instrumentos de deuda. Desarrollo y promoción de un mercado de valores de oferta pública eficiente.

^{37/} IMF & World Bank (2001b), IMF & World Bank (2003a), IMF & World Bank (2003b).

^{38/} Estos países están menos diversificados que los desarrollados y el impacto de las turbulencias o *shocks* puede ser mayor, por lo que una correcta gestión de la deuda pública les permitiría estar mejor preparados para hacerles frente. "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^{39/}”.

Posteriormente, se agrega un objetivo secundario referido a “desarrollar y mantener un mercado de instrumentos de deuda eficiente y líquido^{40/}”. 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 con la minimización del costo de emisión. Otros, tales como Brasil, Canadá y Chile, además de tener el objetivo de costo, establecen 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	Dic 10	Dic 11	Dic 12
Deuda corta (menor a un año)											
Total PDBC	6.088	4.116	3.337	3.954	3.521	1.739	2.335	7.360	3.423	2.020	0
Deuda larga (mayor a un año)											
BCP	745	3.039	3.817	3.337	3.552	3.850	4.459	3.828	4.636	7.013	7.713
BCU	598	2.428	3.236	3.959	4.712	5.766	11.341	10.064	8.453	15.951	16.470
Otros UF	15.364	12.350	10.157	8.038	6.368	4.858	3.697	2.836	1.830	1.320	974
USD	5.868	6.270	5.635	3.253	790	390					
Total Bonos	22.575	24.087	22.845	18.587	15.422	14.864	19.497	16.728	14.919	24.284	27.157
Deuda larga % CLP	3	13	17	18	23	26	23	23	31	29	31
Deuda larga % UF	71	61	59	65	72	71	77	77	69	71	69
Deuda larga % USD	26	26	25	18	5	3					
DEUDA TOTAL BCCh	28.663	28.204	26.182	22.541	18.943	16.603	21.832	24.088	18.343	26.304	25.157
% Deuda corta	21	15	13	18	19	10	11	31	19	8	0
% Deuda larga	79	85	87	82	81	90	89	69	81	92	100
Total % CLP	24	25	27	32	37	34	31	46	44	34	31
Total % UF	56	52	51	53	58	64	69	54	56	66	69
Total % USD	20	22	22	14	4	2					
Plazo residual (años)											
Deuda corta	0,35	0,17	0,09	0,10	0,10	0,08	0,24	0,10	0,22	0,11	0,00
Deuda Larga	3,66	3,42	3,23	3,47	3,59	3,28	4,76	4,09	4,03	6,26	6,27
Deuda Total BCCh	2,94	2,94	2,82	2,86	2,93	3,28	4,27	2,84	3,30	5,35	6,27

Cifras calculadas con dólar de \$490 y UF de \$22.000.

Fuente: BCCh.

^{39/} “Directrices para la gestión de la deuda pública”, IMF & World Bank (2001).

^{40/} “Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document”, IMF & World Bank (2002).

Glosario

Base monetaria:	Suma de los billetes y monedas emitidos por el Banco Central de Chile 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 Ley Orgánica Constitucional del Banco Central.
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 unidad de fomento en la fecha indicada.
<i>Benchmark:</i>	Instrumento financiero que se utiliza como “referente” respecto de 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:	Bono denominado en pesos.
Bono real:	Bono indexado de acuerdo con un determinado índice de inflación. En el mercado local se consideran los bonos denominados en unidades de fomento.
<i>Bid/Cover:</i>	Cociente entre la demanda y oferta 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:	Cupón de Emisión Reajutable Opcional. Pagará expresado y reajutable de acuerdo con el valor de la unidad de fomento 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:	Garantía que entregan las empresas 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 Banco Central.
Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF):	Texto actualizado y refundido sobre Normas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile y que abarca, en su contenido, cuatro materias principales: i) Operaciones de Mercado Abierto; ii) Operaciones para regular la liquidez de las empresas bancarias; iii) Encaje monetario y Reserva Técnica, y iv) Operaciones Especiales.
Depósito Central de Valores (DCV):	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).
Depósito de liquidez:	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 se paga una tasa de interés, una vez transcurrido el plazo de vencimiento convenido.
Deuda corta:	Instrumentos de deuda emitidos con duración menor o igual a un año.
Deuda larga:	Instrumentos de deuda emitidos con duración mayor a un año.
Encaje:	Porcentaje de recursos, establecido por el Banco Central de Chile, que las entidades financieras deben mantener en activos líquidos. Debe 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.
Facilidad permanente de depósito:	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.
Facilidad permanente de liquidez:	Operación financiera de inyección de 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.
Financiamiento neto:	Diferencia entre las operaciones de inyección y drenaje de liquidez.

<i>Forward:</i>	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:	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:	Mercado que opera exclusivamente mediante licitaciones o ventas que realiza el Banco Central de Chile y que está conformado por los agentes autorizados según el capítulo 1.3 anexo 1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras. Actualmente corresponde a las empresas bancarias, administradoras de fondos de pensiones y sociedad administradora de fondos de cesantía, compañías de seguros, administradoras de fondos mutuos y corredoras de bolsa, y agentes de valores de que trata la Ley 18.405 de Mercado de Valores.
Mercado secundario:	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>	Operaciones realizadas entre empresas bancarias y/o el Banco Central de Chile, que tienen plazo de 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 del mercado de bonos:	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:	Centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio de la tasa de interés.

<i>Repos:</i>	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 que se realiza una vez al mes. En esta reunión se deciden los cambios de 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:	Conjunto de empresas bancarias establecidas y que operan en Chile. Actualmente existen 24 bancos establecidos en Chile, entre los cuales se encuentran cinco extranjeros y uno estatal, todos ellos sujetos a la supervisión de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de 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>	Valor “hoy” de un activo financiero.
<i>Stock</i> de instrumentos:	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:	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):	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 para las operaciones de crédito informadas diariamente al Banco Central de Chile.
Tasa de Política Monetaria (TPM):	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> :	Cociente entre el volumen transado en el mercado secundario y el <i>stock</i> de un instrumento en un determinado período (diario, semanal, mensual, etc.).

Alejandro Zurbuchen S.

Representante legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Marzo 2013

ISBN: 978-956-7421-36-7

Registro de propiedad intelectual N° 210.357

Edición de 250 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-2670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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