BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 1070E

19 de junio de 2003

Rendimiento de activos en divisas
correspondiente al mes de abril de 2003.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 1070E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 19 de junio de 2003

En Santiago de Chile, a 19 de junio de 2003, siendo las 12,30 horas, se reúne en sesión extraordinaria el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente Inversiones Internacionales, don Cristián Salinas Cerda;
Jefe Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo, don Iván Montoya Lara;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

Inicia la sesión el Presidente cediendo la palabra al Jefe del Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo, don Iván Montoya, para que dé a conocer el Informe de Rendimiento de los Activos en Divisas, correspondiente al mes de abril de 2003.

El Informe del señor Montoya es el siguiente:

Durante el año móvil finalizado en abril recién pasado, la cartera total de inversiones registró en términos contables un 3,69% de retorno canasta. A precios de mercado, el retorno anual para los bonos a tasa nominal fue de un 9,68%.

Para propósitos de evaluación de gestión, el retorno económico de la cartera mantenida (corto plazo contable y bonos nominales a precios de mercado) fue equivalente a un 4,47% y superó en 31 puntos base canasta al referente total del mercado, obteniéndose un índice de gestión anual de 1,07. En la administración de la composición de monedas, por su parte, el resultado anual favoreció por vigésimo sexto período consecutivo al Banco, por un margen que en esta oportunidad fue equivalente a 64 puntos base. En términos de tendencia, el índice de gestión global continuó siendo liderado por el desempeño del corto plazo, como se ilustra en la siguiente tabla:

Evolución Retornos Incrementales Anuales (canasta de monedas)

	Año 2001	Año 2002	Abr. 2002 – Marzo 2003	Mayo 2002 – Abr. 2003
Corto Plazo Contable	1,44%	0,55%	0,54%	0,55%
Bonos Económico	-0,13%	-0,31%	-0,12%	-0,18%
Global	0,94%	0,32%	0,31%	0,31%
Indice Gestión	1,21	1,08	1,07	1,07

Nota: En los últimos 12 meses las utilidades contables por ventas de bonos totalizaron US$ 128,14 millones (US$ 104,99 millones el periodo previo)

En abril se efectuaron inversiones por US$ 1.855,66 millones equivalentes, incluyendo US$ 538 millones en la cartera de bonos. En lo sustancial, durante el mes comenzó a implementarse la estrategia del segundo trimestre, que en su fase inicial contempló una reducción en la duración de los bonos en dólares y en euros así como en la participación del largo plazo, ante la expectativa de un aumento transitorio en los rendimientos, especialmente en dólares, por un efecto de euforia inicial en los mercados asociada a un pronto término del conflicto bélico en Irak. En términos cambiarios, se privilegió en abril una leve reducción en la sobrexposición mantenida en euros a favor del dólar. El escenario central de la estrategia para el resto del trimestre, por su parte, privilegia alargues de duración en los bonos así como una mayor participación del largo plazo, ante expectativas de reducciones leves en los rendimientos producto de la trayectoria esperada en los fundamentos económicos de las principales economías.

Durante el mes la cartera de bonos registró un egreso neto de US$ 264 millones equivalentes, principalmente en el tramo 7 - 10 años. En los bonos indizados, por su parte, se tendió a un posicionamiento próximo al de referencia, disminuyendo el sesgo hacia el tramo 10+ años.

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables abril de 2003)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario Corto Plazo	7,21%	6,72%	-2,57%	1,83%	13,19%
Soberano Corto Plazo	-7,50%	-4,85%	0,53%	-1,26%	-13,08%
Bancario Largo Plazo	---	0,24%	---	---	0,24%
Soberano Largo Plazo	-0,39%	0,01%	0,05%	-0,01%	-0,35%
Total	-0,69%	2,11%	-1,99%	0,57%	0,00%
Total (*)	-0,36%	1,96%	-1,99%	0,39%	0,00%

Nota: Excluye caja independiente, administradores externos, posición en el FMI y Bonos Indizados. Estructura referencial considera riesgo bancario 40%, riesgo soberano de corto plazo 30% y bonos 30%. (*) Incluye operaciones forward.

Consistente con la estrategia, en abril se concluyó el mes con una duración total de la cartera de 16,62 meses, excluidos los bonos indizados, reflejando una disminución de 0,6 meses respecto de fines de marzo. Esto se explica por el largo plazo, que presentó una disminución de 1,75 meses entre ambas fechas. En términos de valores en riesgo, en la cartera de bonos se observó una reducción en los riesgos relativos asumidos, manteniéndose en todo caso el área euro como aquella que presentó la mayor contribución al riesgo incremental, producto esencialmente de una sobrexposición en el segmento 7-10 años en esa divisa.

Los resultados de gestión para el mes de abril favorecieron en términos contables a la cartera mantenida en sus principales componentes (corto y largo plazo y riesgo bancario), mientras que en las evaluaciones a precios de mercado para los bonos se observó lo contrario. En los instrumentos a tasa nominal, el retorno mensual favoreció al referente del mercado por un margen de 1,4 puntos base y en los bonos indizados el retorno favoreció al comparador por un margen de 3,3 puntos base.

En los principales mercados de bonos a tasa nominal, durante abril se observó un aumento en el nivel de volatilidad, impulsando al alza el valor en riesgo de la estructura de referencia (6 puntos base en promedio diario para el largo plazo). Esta tendencia fue liderada por los instrumentos en dólares, producto de la efervescencia asociada al término de la guerra, así como a un mayor nivel de incertidumbre sobre el nivel de actividad económica y preocupaciones por el financiamiento del conflicto bélico. En Europa, por su parte, los mercados estuvieron influenciados por lo observado en los Estados Unidos y aumentaron las expectativas de una nueva reducción de tasas por parte del Banco Central Europeo y en menor grado por parte del Bank of England, asociado a la evolución de las economías. En Japón, por último, no se presentaron cambios significativos sobre la trayectoria esperada de la economía y los retornos de renta fija en yenes continuaron presentando un bajo nivel de correlación con los

rendimientos en dólares y en euros. Durante abril los principales bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política.

Respecto de la gestión comparativa con los administradores externos de cartera, los resultados para el año móvil finalizado en abril de 2003 favorecieron a J.P Morgan en términos económicos (bonos valorados a precios de mercado), mientras que a F.F.T.&W en términos contables y a la administración interna en el ámbito cambiario.

Desempeño Contable y Cambiario. Año móvil finalizado en abril 2003

		Desempeño Contable		Acumulado(*)	Diferencial
Ranking	Institución	Ret. Efectivo	Comparador	Ret. Incremental	Cambiario (**)
1°	F F T & W	8,192 %	3,219 %	4,973 %	0,124 %
2°	J.P. Morgan	7,925 %	3,219 %	4,705 %	0,243 %
3°	Banco Central	7,066 %	3,219 %	3,847 %	0,252 %

(*): En los administradores externos considera el 100% de los recursos bajo administración, incluyendo saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Excluye el resultado de los forex de monedas. La cartera del Banco así como el comparador referencial corresponden exclusivamente al rendimiento canasta de bonos. (**) Sobre composición neutral de monedas.

Desempeño Económico Bonos. Año móvil finalizado en abril 2003

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental	Indice Gestión
1°	J.P. Morgan	9,936 %	9,862 %	0,074 %	1,008
2°	Banco Central	9,679 %	9,862 %	-0,183 %	0,981
3°	F F T & W	9,393 %	9,862 %	-0,469 %	0,952

Nota: Tasas de retorno exclusivamente para los bonos valorados a precios de mercado.

Al comparar los niveles de riesgo asumidos durante abril por el Banco y los gestores externos en la administración de los bonos, se concluye que el Banco presentó la estrategia más conservadora, al desviarse en menor proporción de la estructura de referencia y registrar, en promedio, un punto base del valor en riesgo relativo. En el otro extremo se situó JP Morgan, que asumió la posición más agresiva con una alta preferencia por el área euro y desviaciones acentuadas en los tramos de madurez 1-3 y 7-10 años, que neutralizó en parte con operaciones forward de monedas, reduciendo el riesgo incremental a 3 puntos base diarios en promedio. La relación entre el nivel de riesgo asumido por los distintos gestores de cartera y el diferencial de retorno mensual obtenido durante el mes, se presenta en la siguiente tabla:

Bonos. Desempeño Económico Mensual y VaR Relativo Promedio
(Abril 2003)

	Retorno Incremental	VaR Relativo(*)	
Institución	Mensual	sin Forwards	con Forwards
J.P. Morgan	-0,010%	0,11%	0,03%
Banco Central	-0,014%	0,01%	0,01%
F F T & W	-0,066%	0,03%	0,03%

(*): Proyeccciones diarias con el método paramétrico, 95% de nivel de confianza y 0,94 de factor de decaimiento.

Producto de lo anterior, se concluye que en abril el Banco fue el más eficiente en la administración de la relación riesgo / retorno al registrar un rendimiento similar al de JP Morgan pero con un nivel de riesgo menor.

El valor en riesgo absoluto de la cartera de bonos benchmark, por su parte, registró un aumento del 11,11% respecto al mes anterior situándose en 60 puntos base. Para el 100% de los activos en divisas, el valor en riesgo absoluto del benchmark fue equivalente a 35 puntos base, presentando un alza de 5 puntos respecto del promedio del mes previo.

La Consejera señora Ovalle, en relación con la afirmación del informe que señala: "en abril se efectuó un número reducido de operaciones forward", consulta cuántas operaciones se realizaron en abril 2003 y por qué monto.

Aunque no tiene el detalle exacto, el Gerente de Inversiones Internacionales, señor Salinas, manifiesta que con las operaciones forward se efectuó una reducción marginal en la posición de euros durante el mes, desde un 19,5% al momento de iniciar el período, a un 19,23% al final del período. Señala que, en general, las operaciones forward se realizan cuando hay alguna necesidad estratégica de ajustar un posicionamiento en monedas y no se tiene la moneda disponible. En este caso, se realizan operaciones forward con activos subyacentes a muy corto plazo, generalmente a menos de un mes.

Interviene el Jefe de Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo, don Iván Montoya, señalando que el impacto de los forwards en la composición de monedas del Banco puede verse en la segunda tabla de la primera página del Resumen Ejecutivo. Excluyendo las operaciones forward, en dicha tabla se indica que, en promedio, durante abril se mantuvo un 2,11% de sobrexposición en el área euro. Al incluir los forwards, la sobrexposición promedio en euros se redujo a un 1,96%, es decir, el impacto de las operaciones forward en el área euro fue de 15 puntos base en promedio.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, agrega que durante el mes de abril se produjo una depreciación importante del dólar respecto a las otras monedas, lo que llevó a hacer un ajuste consistente en disminuir la posición en euros que estaba aumentando fuertemente. Lo que se hizo fue tomar la ganancia a través de estas operaciones forward y de volver a un nivel más cercano al benchmark y, como comentaba el señor Salinas, es más fácil hacerlo a través de operaciones forward que a través de liquidar las posiciones directamente.

El Consejero señor Desormeaux hace presente que la cartera del Banco en relación con la cartera de los administradores externos no son, estrictamente, comparables. Señala que la del Banco tiene menos duración y muchos más activos de corto plazo, por lo tanto, en rigor, estas comparaciones no son legítimas en el buen sentido de la palabra.

Agrega el señor Montoya que mientras el Banco administra una cartera global con aproximadamente un 70% de corto plazo y un 30% de bonos, los administradores externos disponen de un mandato concentrado en el largo plazo, al estar obligados a mantener como mínimo un 93% de las inversiones en bonos. En virtud de lo anterior, en los informes de gestión se compara el desempeño atribuible a la cartera de largo plazo del Banco con los resultados de los administradores externos. Para estos últimos se determinan los resultados totales en términos contables y cambiarios (para el 100% de la cartera mantenida) y, además, los resultados que corresponden exclusivamente a los bonos valorados a precios de mercado. Indica el señor Montoya que la gestión económica de los bonos del Banco y los administradores externos son bastante comparables, porque en ambos casos se consideran sólo bonos. En términos contables y cambiarios, sin embargo, existe un sesgo en la comparación, porque la gestión de los administradores externos incluye los forwad y saldos de corto plazo, que pueden representar hasta un 7%, mientras que la gestión contable y cambiaria del largo plazo del Banco, por su parte, no incluye estos conceptos.

Conceptualmente, indica el señor Montoya, existen diferencias de objetivos de optimización global entre la cartera total que administra el Banco y los gestores externos de portafolio, que de alguna manera podrían enturbiar las comparaciones. Esto lo provoca el 70% de corto plazo que administra el Banco, que tiende a producir un perfil de riesgo global que es distinto a los administradores externos que se concentran en administrar bonos. De ahí que lo que se intenta para evaluar el proceso de externalización en su integridad, por lo menos cada dos años, cuando es necesario ver si conviene rotar a un administrador externo, es generar un informe de evaluación adicional -complementario a la gestión habitual- donde se incorporan distintos indicadores que den una mejor sintonía de lo que puede ser la relación riesgo-retorno de los distintos gestores de cartera. Mes a mes, sin embargo, las comparaciones tienden a ser mejores en la medida que los administradores externos reducen sus inversiones de corto plazo. Esto se ha visto como tendencia en los últimos años.

El Gerente de Inversiones Internacionales, señor Salinas, en referencia a las diferencias de objetivos de optimización que enfrentan los distintos gestores de cartera, precisa que al optimizar las distintas composiciones, por ejemplo de monedas, se busca mejorar el resultado global y, por lo tanto, las asignaciones de monedas entre corto y largo plazo. Ahora, si solamente se estuviese optimizando una cartera de largo plazo, la composición de monedas que mejor retorno va a generar en el largo plazo puede ser distinta a la optimización global y en ese sentido la composición de monedas que el gestor interno asigna a la cartera de largo plazo, no es necesariamente la mejor desde el punto de vista de la cartera global. Por ello, concluye el señor Salinas, que los resultados de los administradores externos no son perfectamente comparables con los de la administración interna. Una forma de facilitar la comparación, agrega, sería independizar 150 millones en la administración interna e invertirlos en iguales condiciones que los gestores externos de cartera.

El Presidente señala que, de las explicaciones anteriores, fluye que, en un caso, se optimiza la cartera entera en la cual se están tomando otras decisiones y que, por otro lado, existe un mandato que solamente considera una cartera a largo plazo. Para mayor entendimiento, sería mejor evitar comparar cosas distintas. Hay dos opciones, señala en referencia al comentario del señor Salinas: una es la división de portafolio, tener un fondo separado. La otra puede ser usar como comparador de los administradores externos el rendimiento de fondos externos con características similares.

Interviene el señor Jadresic citando que lo segundo sirve para evaluar a los administradores externos pero no para utilizarlos como un comparador relativo para el manejo de la cartera de bonos del Banco Central. Plantea que se quiere hacer ambas cosas.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, consulta por qué los administradores externos no tienen las mismas posibilidades que la cartera interna, si se les exige el mismo benchmark nuestro. Contesta el señor Salinas indicando que el benchmark que se le exige al administrador externo es solamente el de largo plazo. Efectivamente se ocupan índices de la industria de largo plazo para comparar tanto el desempeño de los bonos que mantiene el Banco como el desempeño de los administradores externos, que son los índices de bonos de JPMorgan. Para la cartera de corto plazo del Banco se utilizan otros índices benchmark.

Interviene el señor Jadresic indicando que, de hecho, se hizo la evaluación hace algunos años, previo a su llegada al Banco en el sentido que el mayor aporte de los administradores externos correspondía a su manejo de la cartera a largo plazo. En lo que se refiere al manejo de la cartera de corto plazo, no se apreciaron o detectaron ganancias respecto a la administración interna. En cambio, en el caso de la administración de los bonos, era un tema de mayor discusión y por eso se decidió continuar con el manejo por administrador externo pero acotado solamente a la cartera de largo plazo.

Agrega el señor Salinas que en el primer programa de administración externa el mandato fue idéntico, en corto y largo plazo, a las reglas de la administración interna, considerando también los mismos comparadores de referencia para propósitos de gestión. Como dice el señor Jadresic, la evaluación del Consejo al término del primer período de dos

años fue que el valor agregado de los administradores externos era más perceptible en el área de bonos que en la parte de corto plazo, que básicamente son decisiones de caja, de depósito, etc., donde no se apreciaba un gran aporte.

El señor Valdés manifiesta que tiene la impresión que los administradores externos esencialmente cumplen un rol importante como benchmark activo para nosotros, porque en términos de valor agregado la contribución monetaria es limitada al existir pocos recursos bajo administración externa.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, indica que es en el largo plazo donde puede hacerse más estrategia, porque en el corto plazo se observa muy poca variabilidad de precio.

El Vicepresidente señor Marshall señala que en la historia, al principio nuestra comparación también estaba distorsionada porque a pesar de que se contaba con los mismos porcentajes de corto y largo plazo, había muchos fondos en caja, lo que ellos no necesitaban tener. Se comparaban todas las reservas del Banco Central con los administradores externos pero por razones de prudencia en el manejo diario había que tener una caja muy alta y eso jugaba contra nosotros. Gradualmente eso se ha ido corrigiendo y cree que el sesgo aquí hoy es más bien menor, incluso, no es claro hacia dónde se inclina. Si se hace un test, el sesgo probablemente puede ir para cualquier lado, o sea, no se puede decir que esta comparación que se está haciendo ahora perjudique o beneficie al Banco Central, por lo tanto, es neutral desde ese punto de vista. Ahora, si hay alguna diferencia se puede decir "mire, tengamos cuidado, detectémosla" y siempre la comparación es con el benchmark. Hoy, al menos el 90% de la comparación del rendimiento es con un portafolio ideal, teórico, que proviene de la estructura del benchmark y de los rendimientos del mercado. Esto representa aproximadamente el 98% de la comparación actual y existía incluso desde antes de incorporar a los administradores externos. Con el programa de administración externa de cartera se quiso agregar un 2% extra para evaluar la adición de conocimiento, de manejo y estrategia o nuevos productos, o sea, es aprendizaje y al mismo tiempo tener una certeza respecto de las capacidades de gestión internas y de lo adecuado del benchmark. Manifiesta el señor Marshall que es cierto lo que se ha planteado con anterioridad, pero cree que, en general, lo que existe hoy es razonable respecto a lo que se ha tenido en los últimos cinco años.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que tiene dos observaciones. La primera es que suscribe plenamente lo que estaba diciendo el señor Marshall y por eso subraya lo que mencionó antes el señor Montoya, que cada cierto tiempo se hace una evaluación más completa y detallada de la administración externa y la comparación con la administración interna que trata de tomar en cuenta este tipo de factores. Lo segundo, que desde el punto de vista del programa de administradores externos, el propósito del programa, como se ha planteado, no sólo tiene que ver con tener un benchmark activo y real para evaluar el desempeño del manejo de los bonos internos, sino que también existe un propósito de transferencia tecnológica de aprendizaje y contacto directo con profesionales administradores externos del sector privado, de lo cual surgen beneficios, y que así ha sido el caso en el pasado y por eso se mantiene.

El señor Marshall acota que el programa de administración externa es carísimo y, consecuentemente, la transferencia de conocimientos tiene un costo alto.

Responde el señor Jadresic citando que en parte se paga. Eso es parte también de la evaluación que se hace cada cierto tiempo que es incluir no sólo la rentabilidad de los administradores externos sino que también el costo. Cree que eso es importante subrayarlo, no está incluido el costo de estos programas en este benchmark que aparece en esta presentación de gestión mensual. Sí se incluye en la evaluación completa que se hace cada cierto tiempo y ahí se incorpora ese elemento y ahí es cuando se decide si el programa se continúa, se concluye o si se modifica.

Por último, el Presidente consulta cuándo se hará la próxima evaluación global del proceso de administración externa de cartera. Contesta el señor Montoya señalando que al menos falta un año para esa actividad.

El Consejo toma nota de todo lo anterior. Se levanta la Sesión a las 12,55 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

Incl.: Rendimiento de los activos a abril 2003: Informe (11 hojas)
Anexo N° 1 Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (abril 2003).
Anexo N° 2 Portafolio de Bonos Valorado a Precios de Mercado - Retorno Total abril 2003.
Evolución de Curvas Referenciales de Rendimiento. (2 hojas)
Cuadro N° 3-A Retornos Incrementales Mensuales, BCCH versus Administradores Externos
Cuadro N° 3-B Retornos Incrementales Acumulados, BCCH versus Administradores Externos
Cuadro N° 3-C Duración (meses)
Anexo N° 4 Administración Interna - Resultados Contables para el Corto Plazo- Retornos mensuales por área monetaria.
Anexo N° 5 Spread Libid mayo 2002 - abril 2003 (promedios mensuales)
Anexo N° 6 Cartera de bonos bajo administración interna. Evolución mensual de retornos incrementales y duración incremental.
Anexo N° 7 Duración Modificada del Portafolio mayo 2002 a abril 2003.

Rendimiento de los activos en divisas a abril del 2003
Resumen Ejecutivo

Durante el año móvil finalizado en abril recién pasado, la cartera total de inversiones registró en términos contables un 3,69% de retorno canasta. A precios de mercado, el retorno anual para los bonos a tasa nominal fue de un 9,68%.

Para propósitos de evaluación de gestión, el retorno económico de la cartera mantenida (corto plazo contable y bonos nominales a precios de mercado) fue equivalente a un 4,47% y superó en 31 puntos base canasta al referente total del mercado, obteniéndose un índice de gestión anual de 1,07. En la administración de la composición de monedas, por su parte, el resultado anual favoreció por vigésimo sexto periodo consecutivo al Banco, por un margen que en esta oportunidad fue equivalente a 64 puntos base. En términos de tendencia, el índice de gestión global continuó siendo liderado por el desempeño del corto plazo, como se ilustra en la siguiente tabla.

Evolución Retornos Incrementales Anuales (canasta de monedas)

	Año 2001	Año 2002	**Abr. 2002 – Mar. 2003**	**May. 2002 – Abr. 2003**
Corto Plazo Contable	1,44%	0,55%	**0,54%**	**0,55%**
Bonos Económico	-0,13%	-0,31%	**-0,12%**	**-0,18%**
Global	0,94%	0,32%	**0,31%**	**0,31%**
Indice Gestión	1,21	1,08	1,07	**1,07**

Nota: En los últimos 12 meses las utilidades contables por ventas de bonos totalizaron US$ 128,14 millones (US$ 104,99 millones el periodo previo)

En abril se efectuaron inversiones por US$ 1.855,66 millones equivalentes, incluyendo US$ 538 millones en la cartera de bonos. En lo sustancial, durante el mes comenzó a implementarse la estrategia del segundo trimestre, que en su fase inicial contempló una reducción en la duración de los bonos en dólares y en euros así como en la participación del largo plazo, ante la expectativa de un aumento transitorio en los rendimientos, especialmente en dólares, por un efecto de euforia inicial en los mercados asociado a un pronto término del conflicto bélico en Irak. En términos cambiarios, se privilegió en abril una leve reducción en la sobrexposición mantenida en euros a favor del dólar. El escenario central de la estrategia para el resto del trimestre, por su parte, privilegia alargues de duración en los bonos así como una mayor participación del largo plazo, ante expectativas de reducciones leves en los rendimientos producto de la trayectoria esperada en los fundamentos económicos de las principales economías.

Durante el mes la cartera de bonos registró un egreso neto de US$ 264 millones equivalentes, principalmente en el tramo 7 - 10 años. En los bonos indizados, por su parte, se tendió a un posicionamiento próximo al de referencia, disminuyendo el sesgo hacia el tramo 10+ años.

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables abril del 2003)

Tipo de Riesgo	Areas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario Corto Plazo	**7,21%**	**6,72%**	**-2,57%**	**1,83%**	**13,19%**
Soberano Corto Plazo	**-7,50%**	**-4,85%**	**0,53%**	**-1,26%**	**-13,08%**
Bancario Largo Plazo	---	**0,24%**	---	---	**0,24%**
Soberano Largo Plazo	**-0,39%**	**0,01%**	**0,05%**	**-0,01%**	**-0,35%**
Total	**-0,69%**	**2,11%**	**-1,99%**	**0,57%**	**0,00%**
Total (*)	**-0,36%**	**1,96%**	**-1,99%**	**0,39%**	**0,00%**

Nota: Excluye caja independiente, administradores externos, posición en el FMI y Bonos Indizados. Estructura referencial considera riesgo bancario 40%, riesgo soberano de corto plazo 30% y bonos 30%. (*) Incluye operaciones forward.

Consistente con la estrategia, en abril se concluyó el mes con una duración total de 16,62 meses, excluidos los bonos indizados, reflejando una disminución de 0,6 meses respecto de fines de marzo. Esto se explica por el largo plazo, que presentó una disminución de 1,75 meses entre ambas fechas. En términos de valores en riesgo, en la cartera de bonos se observó una reducción en los riesgos relativos asumidos, manteniéndose en todo caso el área euro como aquella que presentó la mayor contribución al riesgo incremental, producto esencialmente de una sobrexposición en el segmento 7-10 años en esa divisa.

Los resultados de gestión para el mes de abril favorecieron en términos contables a la cartera mantenida en sus principales componentes (corto y largo plazo y riesgo bancario), mientras que en las evaluaciones a precios de mercado para los bonos se observó lo contrario. En los instrumentos a tasa nominal, el retorno mensual favoreció al referente del mercado por un margen de 1,4 puntos base y en los bonos indizados el retorno favoreció al comparador por un margen de 3,3 puntos base.

En los principales mercados de bonos a tasa nominal, durante abril se observó un aumento en el nivel de volatilidad, impulsando al alza el valor en riesgo de la estructura de referencia (6 puntos base en promedio diario para el largo plazo). Esta tendencia fue liderada por los instrumentos en dólares, producto de la efervescencia asociada al término de la guerra, así como a un mayor nivel de incertidumbre sobre el nivel de actividad económica y preocupaciones por el financiamiento del conflicto bélico. En Europa, por su parte, los mercados estuvieron influenciados por lo observado en los Estados Unidos y aumentaron las expectativas de una nueva reducción de tasas por parte del ECB y en menor grado por parte del Bank of England, asociado a la evolución de las economías. En Japón, por último, no se presentaron cambios significativos sobre la trayectoria esperada de la economía y los retornos de renta fija en yenes continuaron presentando un bajo nivel de correlación con los rendimientos en dólares y en euros. Durante abril los principales bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política.

Respecto de la gestión comparativa con los administradores externos de cartera, los resultados para el año móvil finalizado en abril del 2003 favorecieron a J.P Morgan en términos económicos (bonos valorados a precios de mercado), mientras que a F.F.T.&W en términos contables y a la administración interna en el ámbito cambiario.

Desempeño Contable y Cambiario. Año móvil finalizado en abril 2003

		Desempeño	Contable	Acumulado(*)	Diferencial
Ranking	Institución	Ret. Efectivo	Comparador	Ret. Incremental	Cambiario (**)
1°	F F T & W	8,192 %	3,219 %	4,973 %	0,124 %
2°	J.P. Morgan	7,925 %	3,219 %	4,705 %	0,243 %
3°	Banco Central	7,066 %	3,219 %	3,847 %	0,252 %

(*): En los administradores externos considera el 100% de los recursos bajo administración, incluyendo saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Excluye el resultado de los forex de monedas. La cartera del Banco así como el comparador referencial corresponden exclusivamente al rendimiento canasta de bonos. (**) Sobre composición neutral de monedas.

Desempeño Económico Bonos. Año móvil finalizado en abril 2003

		Retorno	Comparador	Retorno	Indice
Ranking	Institución	Acumulado	Referencial	Incremental	Gestión
1°	J.P. Morgan	9,936 %	9,862 %	0,074 %	1,008
2°	Banco Central	9,679 %	9,862 %	-0,183 %	0,981
3°	F F T & W	9,393 %	9,862 %	-0,469 %	0,952

Nota: Tasas de retorno exclusivamente para los bonos valorados a precios de mercado.

Al comparar los niveles de riesgo asumidos durante abril por el Banco y los gestores externos en la administración de los bonos, se concluye que el Banco presentó la estrategia más conservadora, al desviarse en menor proporción de la estructura de referencia y registrar, en promedio, 1 punto base de VaR Relativo. En el otro extremo se situó JP Morgan, que asumió la posición más agresiva con una alta preferencia por el área euro y desviaciones acentuadas en los tramos de madurez 1-3 y 7-10 años, que neutralizó en parte con operaciones forward de monedas, reduciendo el riesgo incremental a 3 puntos base diarios en promedio. La relación entre el nivel de riesgo asumido por los distintos gestores de cartera y el diferencial de retorno mensual obtenido durante el mes, se presenta en la siguiente tabla.

Bonos. Desempeño Económico Mensual y VaR Relativo Promedio (Abril 2003)

	Retorno Incremental	VaR Relativo(*)	
Institución	Mensual	sin Forwards	con Forwards
J.P. Morgan	-0,010%	0,11%	0,03%
Banco Central	-0,014%	0,01%	0,01%
F F T & W	-0,066%	0,03%	0,03%

(*): Proyecciones diarias con el método paramétrico, 95% de nivel de confianza y 0,94 de factor de decaimiento.

Producto de lo anterior, se concluye que en abril el Banco fue el más eficiente en la administración de la relación riesgo / retorno al registrar un rendimiento similar al de JP Morgan pero con un nivel de riesgo menor.

El VaR absoluto de la cartera de bonos benchmark, por su parte, registró un aumento del 11,11% respecto al mes anterior situándose en 60 puntos base. Para el 100% de los activos en divisas, el VaR absoluto del benchmark fue equivalente a 35 puntos base, presentando un alza de 5 puntos respecto del promedio del mes previo.

Rendimiento de los activos en divisas a abril del 2003: Informe de la Gerencia de División Internacional

Como es tradicional, se presentan a continuación los retornos contables del portafolio de divisas para los últimos 12 meses y los resultados mensuales correspondientes a abril del 2003. Adicionalmente, se incluyen los retornos económicos para los bonos valorados a precios de mercado ("mark to market") y los retornos contables atribuibles a la caja independiente en moneda extranjera. Se incluyen además, los resultados de la gestión de la Gerencia de Inversiones Internacionales comparados con aquellos atribuibles a los administradores externos de cartera.

Los resultados obtenidos por la cartera mantenida se comparan con indicadores referenciales del mercado aprobados por el Consejo. Los retornos económicos corresponden a cálculos independientes efectuados por el Depto. Evaluación de Gestión y Riesgo[1]. En consecuencia, constituyen un esfuerzo interno y deben entenderse como cifras provisorias. Los resultados contables, por su parte, provienen de los registros oficiales del Banco.

1. RESULTADOS CONTABLES

RESULTADO ACUMULADO

Para el año móvil finalizado en abril 2003 el portafolio de divisas registró ingresos contables equivalentes a US$ 502,78 millones, provenientes en un 74,29% (US$ 373,52 millones) de intereses percibidos y devengados y en un 25,71% (US$ 129,26 millones) de ganancias de capital por venta de instrumentos.

Los ingresos totales equivalen a un 3,69% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio, resultado que es superior en 152.4 puntos base al rendimiento referencial. El rendimiento global (3,69%) se compone de un 2,26% de retorno para el corto plazo y un 7,07% de retorno para el largo plazo, siendo la evolución reciente de los resultados la siguiente:

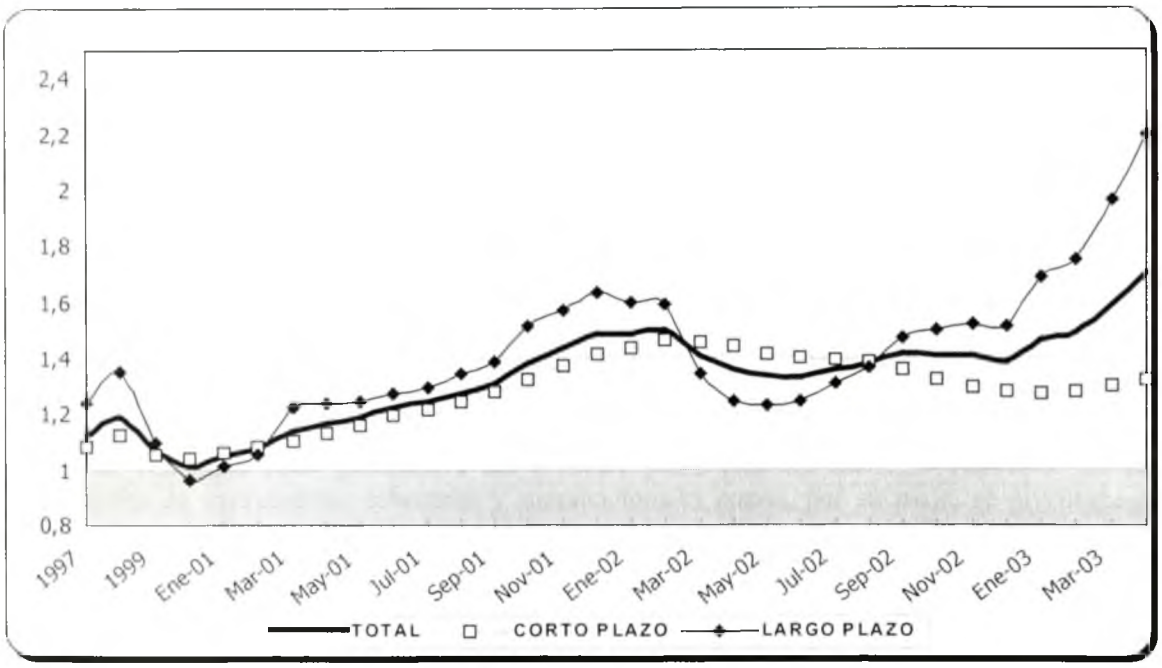
Performance contable. Resultados acumulados

Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Año 2000	5,817%	5,732%	**0,085%**
Año 2001	5,528%	3,726%	**1,802%**
Año 2002	3,431%	2,473%	**0,958%**
Febrero 2002 – Enero 2003	3,535%	2,416%	**1,119%**
Marzo 2002 – Febrero 2003	3,502%	2,347%	**1,155%**
Abril 2002 – Marzo 2003	3,585%	2,254%	**1,331%**
Mayo 2002 – Abril 2003	3,691%	2,167%	**1,524%**

El índice de desempeño para el período asciende a 1,703.- compuesto por un índice de 1,319 para el corto plazo y de un valor de 2,195 para el largo plazo. El resultado global es superior al registrado durante el período anterior, como se aprecia en el siguiente gráfico:

[1] Los bonos se valoran diariamente con Bloomberg.

Índices de Performance: 1997 - 2000 y años móviles hasta abril del 2003



RESULTADO MENSUAL ABRIL DEL 2003

El rendimiento del portafolio total excluidos los bonos indizados[2] superó -en términos anualizados- en 135,1 puntos básicos al rendimiento referencial, obteniéndose un índice de desempeño agregado de 1,75 (2,25 en marzo). Este se desglosa en un índice de 1,33 para el corto plazo y un índice de 2,25 para el largo plazo (ver Anexo N° 1).

El índice de desempeño total para el mes de abril fue inferior al obtenido en el mes anterior, explicándose en lo medular por una disminución en las utilidades por ventas de bonos.

Durante el mes comenzó a implementarse la estrategia del segundo trimestre, que en su fase inicial contempló una reducción en la duración de los bonos en dólares y en euros así como en la participación del largo plazo a un valor por debajo de su valor central (30%), ante la expectativa de un aumento transitorio en los rendimientos, especialmente en dólares, por un efecto de euforia inicial en los mercados asociado a un pronto término del conflicto bélico en Irak. En términos cambiarios, se privilegió en abril una leve reducción en la sobrexposición mantenida en euros a favor del dólar. Adicionalmente, durante el mes se efectuaron ajustes tácticos de acuerdo a las condiciones del mercado. Las inversiones realizadas totalizaron US$ 1.855,66 millones equivalentes (US$ 1.317,66 millones en el corto plazo y US$ 538 millones en la cartera de bonos).

En términos globales, la estructura promedio del portafolio continuó evidenciando un uso intensivo del riesgo bancario compensado con una marcada subexposición en el riesgo soberano de corto plazo. La participación de la cartera de bonos a tasa nominal fue de un 29,89%, manteniéndose en torno al valor referencial (30%). En términos cambiarios, se continuó con una sobrexposición global en euros y libras, así como con una posición corta en yenes. El área dólar, por su parte, reflejó una leve disminución en la subexposición. Los bonos indizados, por su parte, presentaron una considerable disminución en la sobrexposición en el tramo 10+ años al pasar de 4,30% en marzo a un 0,62% en abril.

[2] Su gestión se evalúa en forma independiente de los instrumentos a tasa nominal.

CORTO PLAZO

El desempeño de corto plazo experimentó la siguiente evolución durante el último trimestre:

	ÍNDICE PERFORMANCE CORTO PLAZO		
PERÍODO	TOTAL	BANCARIO	SOB. + SUP.
Febrero 2003	1,44	1,53	1,08
Marzo 2003	1,39	1,50	1,00
Abril 2003	1,33	1,44	0,91

La preferencia dentro del corto plazo por el riesgo bancario, se ha basado en evaluaciones de riesgo-retorno. En esta oportunidad, la estrategia privilegia depósitos en las áreas dólar, euro y libra entre los 6 y 9 meses y en menor medida a 12 meses en el área dólar. En el área yen, inversiones en monedas secundarias en plazos no superiores a los 6 meses. La estructura referencial considera como benchmark los 6 meses plazo para las monedas centrales. En las renovaciones de instrumentos soberanos y supranacionales cortos, por su parte, se privilegia el arbitraje de inversiones según las coyunturas de los mercados.

Durante abril el 60,16% de las inversiones de corto plazo realizadas correspondieron a riesgo bancario y el restante 39,84% a riesgo soberano y supranacional.

Riesgo bancario. En abril esta cartera presentó inversiones por US$ 792,66 millones equivalentes. El plazo promedio ponderado en dólares de los Estados Unidos fue de 7,36 meses (6,93 meses en marzo) y en el área euro éste ascendió a 6,10 meses. En las áreas libra y yen no se efectuaron inversiones.

Riesgo soberano y supranacional. En abril las inversiones realizadas totalizaron US$ 525 millones. En su totalidad correspondieron al área dólar distribuidas en letras y notas a descuento de agencias (US$ 140 millones) y letras del tesoro de los Estados Unidos (US$ 385 millones).

En el Anexo N° 4 se presentan los retornos absolutos e incrementales por área monetaria para el riesgo bancario y el riesgo soberano de corto plazo, correspondientes a los meses de marzo y abril del año 2003. En el Anexo N° 5 se presenta la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

BONOS

En abril el retorno contable de la cartera de bonos fue un 6,38%, reflejando una disminución respecto del valor registrado en el mes previo (9,17%). Esto se explica principalmente por una disminución en las utilidades por ventas de bonos[3].

Durante el mes se efectuaron inversiones en bonos a tasa nominal por US$ 538 millones equivalentes y se registró un egreso neto de US$ 263,85 millones. La participación relativa promedio de esta cartera se ubicó en 29,89% del portafolio total, excluidos los bonos indizados (29,53% en marzo).

En términos sectoriales, las áreas dólar y euro registraron egresos netos por US$ 190 millones y US$ 73,85 millones equivalentes respectivamente, el área libras presentó un switch de inversiones por US$ 7,4 millones equivalentes, mientras que el área yen no registró operaciones.

[3] En abril las utilidades por ventas totalizaron US$ 9,63 millones, mientras que en marzo se registraron utilidades por US$ 18,79 millones.

2. RESULTADOS ECONÓMICOS PORTAFOLIO DE BONOS

RESULTADOS ACUMULADOS

En el año móvil finalizado en abril del 2003 los bonos registraron un 9,679% de retorno global canasta. Este resultado fue inferior al rendimiento referencial (9,862%), obteniéndose un índice de desempeño agregado equivalente a 0,981. - La evolución de los resultados ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Acumulados cartera de bonos

Periodo	Retorno acumulado BCCH (a)	Retorno acumulado Comparador (b)	Retorno Incremental (a-b)	Índice Performance Económico (a/b)
Año 1999	-1,221%	-1,455%	0,234%	1,16
Año 2000	10,271%	10,373%	-0,102%	0,99
Año 2001	6,663%	6,790%	-0,126%	0,981
Año 2002	9,520%	9,836%	-0,316%	0,968
Febrero 2002 – Enero 2003	9,150%	9,348%	-0,198%	0,979
Marzo 2002 – Febrero 2003	9,857%	10,017%	-0,160%	0,984
Abril 2002 – Marzo 2003	11,492%	11,619%	-0,126%	0,989
Mayo 2002 – Abril 2003	**9,679%**	**9,862%**	**-0,183%**[4]	**0,981**

Al combinar, referencialmente, los resultados "contables" de corto plazo con el retorno "económico" de la cartera de bonos valorada a precios de mercado, se observó para el año móvil finalizado en abril del 2003 un índice de desempeño agregado de 1,07. - La siguiente tabla ilustra sobre la trayectoria que ha experimentado dicho indicador:

Performance Global Compuesto. Índices Acumulados y Retorno Incremental

Periodo (año movil)	Performance Contable Corto Plazo	Performance Económico Bonos	Performance Global Compuesto	Retorno Incremental Global
Año 1999	1,056	1,16	1,07	0,20%
Año 2000	1,040	0,99	1,03	0,24%
Año 2001	1,417	0,98	1,21	0,94%
Año 2002	1,280	0,97	1,08	0,32%
Febrero 2002 – Enero 2003	1,274	0,98	1,08	0,33%
Marzo 2002 – Febrero 2003	1,282	0,98	1,07	0,32%
Abril 2002 – Marzo 2003	1,300	0,99	1,07	0,31%
Mayo 2002 – Abril 2003	**1,319**	**0,98**	**1,07**	**0,31%**

RESULTADO MENSUAL ABRIL

En abril del 2003 la cartera de bonos a tasa nominal registró un 0,163% de retorno canasta, levemente inferior al referente total del mercado (0,177%). Diferencias de composición entre ambas carteras -en todas las áreas monetarias- explican este resultado. El valor económico promedio de la cartera mantenida fue de US$ 4.481 millones equivalentes, registrándose utilidades económicas por US$ 7,47 millones equivalentes (ver Anexo N° 2).

En el mercado de bonos a tasa nominal de los Estados Unidos predominaron durante abril los retornos totales positivos[5]. El nivel de volatilidad fue alto y se explicó por un conjunto de factores: una efervescencia inicial asociada al término de la guerra, un mayor nivel de incertidumbre sobre

[4] El retorno incremental disminuyó en 5,7 puntos base el año móvil finalizado en abril 2003, comparado con el ejercicio anterior. El efecto del mes que sale versus el mes que ingresa implicó una disminución de 11 puntos base en el retorno acumulado, mientras que por ajuste en el tamaño de las carteras se observa un efecto positivo equivalente a 5,3 puntos base.

[5] El retorno total por tramo de madurez del índice de bonos de JP Morgan en dólares, registró la siguiente evolución: 1-3 años 0,196%; 3-5 años 0,267%; 5-7 años 0,203%; 7-10 años 0,200% y 10+ años 1,046%.

el nivel de actividad económica y preocupaciones por el financiamiento del conflicto bélico. En el mercado accionario, por su parte, se observó una recuperación en el nivel de actividad y rentabilidad producto del reconocimiento de mejores resultados por parte de algunas empresas. Los mercados de bonos de Europa continental e Inglaterra, estuvieron influenciados en parte por lo acontecido en los Estados Unidos, así como por las expectativas de una eventual disminución en las tasas de política. En Japón, por último, continuó la incertidumbre sobre la posibilidad de una pronta recuperación de la economía, siendo los bonos la mejor alternativa de inversión. Durante abril los principales bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política.

La cartera de bonos indizados, por su parte, registró en abril un valor económico promedio de US$ 450,41 millones y pérdidas económicas por US$ 1,05 millones. Se logró una tasa de retorno equivalente a un -0,243% en términos nominales, inferior en 3,3 puntos base al comparador referencial (-0,210%). Diferencias de composición con relación al benchmark explican este resultado, particularmente las diferentes participaciones relativas de los bonos individuales en la cartera mantenida.

La evolución de los resultados mensuales de ambas carteras ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Mensuales. Cartera de Bonos Nominales

Mes	Retorno Total BCCH (*) (a)	Retorno Total Comparador (*) (b)	Retorno Incremental (a-b)
Mayo 2002	0,566 %	0,570 %	-0,004 %
Junio 2002	1,323 %	1,368 %	-0,045 %
Julio 2002	1,829 %	1,961 %	-0,133 %
Agosto 2002	1,239 %	1,391 %	-0,152 %
Septiembre 2002	2,106 %	2,215 %	-0,109 %
Octubre 2002	-0,392 %	-0,542 %	0,150 %
Noviembre 2002	-0,797 %	-0,761 %	-0,036 %
Diciembre 2002	2,122 %	2,042 %	0,080 %
Enero 2003	0,142 %	-0,005 %	0,148 %
Febrero 2003	1,358 %	1,321 %	0,037 %
Marzo 2003	-0,183 %	-0,228 %	0,045 %
Abril 2003	0,163 %	0,177 %	-0,014 %

Resultados Económicos Mensuales. Cartera de Bonos Indizados

Mes	Retorno Total BCCH (*) (a)	Retorno Total Comparador (*) (b)	Retorno Incremental (a-b)
Mayo 2002	1,544 %	1,625 %	-0,081 %
Junio 2002	1,239 %	1,272 %	-0,032 %
Julio 2002	1,774 %	1,761 %	0,014 %
Agosto 2002	3,648 %	3,604 %	0,045 %
Septiembre 2002	2,431 %	2,419 %	0,012 %
Octubre 2002	-2,676 %	-2,528 %	-0,149 %
Noviembre 2002	-0,074 %	-0,097 %	0,023 %
Diciembre 2002	3,661 %	3,473 %	0,188 %
Enero 2003	0,503 %	0,670 %	-0,167 %
Febrero 2003	3,754 %	3,706 %	0,048 %
Marzo 2003	-1,846 %	-1,605 %	-0,196 %
Abril 2003	-0,243 %	-0,210 %	-0,033 %

(*): Tasas mensuales en términos nominales equivalentes.

En términos globales, la cartera de bonos nominales registró en abril una duración promedio ponderada de 4,21 años, marginalmente inferior al valor referencial (4,29 años en promedio).

En el área dólar durante abril continuó privilegiándose una composición de cartera concentrada en los tramos benchmark 1-3 y 7-10 años y se efectuaron ajustes de inversiones ocasionando un egreso neto de US$ 190 millones. Se privilegiaron ventas netas en el tramo 7-10 años y por ello la duración promedio del área bajó en 1,32 meses, situándose levemente por debajo del valor de referencia de 4,29 años. La exposición al riesgo de crédito se redujo al abandonarse algunas inversiones mantenidas en emisores distintos al tesoro de los Estados Unidos y observarse una reducción en la participación promedio de los bonos de agencias, comparado con el mes de marzo. En términos de desempeño, en esta oportunidad el retorno total mensual fue inferior en 4,8 puntos base al registrado por el comparador de referencia, lo que se atribuye esencialmente al segmento 7-

10 años de los bonos nominales. Este último generó un retorno por debajo del referente y se explica principalmente por haberse mantenido más bonos en dicho segmento cuando los retornos diarios fueron negativos[6].

En el área euro, durante abril se efectuó un egreso neto de US$ 73,85 millones equivalentes. Se realizaron ajustes de inversiones que permitieron atenuar parte del riesgo relativo mantenido en dicha área, que continuó presentando la desviación más significativa al explicar en un 78,6%[7] el riesgo relativo del largo plazo (92% en marzo). Durante el mes de abril se vendieron las inversiones mantenidas en Jumbo Public Pfandbriefes[8] en los segmentos intermedios no cubiertos por el benchmark y se atenuó el riesgo en el tramo 7-10 años. La duración promedio de los bonos del área euro fue 4,14 años mientras que el comparador reflejó 4,24 años. En términos de desempeño mensual, esta área registró un resultado que fue superior en 6,7 puntos base al comparador. Esto se explica esencialmente por la administración de la oportunidad en que se efectuaron los ajustes en la cartera mantenida, en particular en el segmento 7-10 años.

En abril el área libra presentó un ajuste de inversiones por US$ 7,39 millones equivalentes, que permitió aumentar en un 2,8% la participación del tramo benchmark 7-10 años y alcanzar un 46,91%, reduciendo con ello parte de la subexposición mantenida en este tramo. El retorno fue superior en 6,1 puntos base al registrado por el comparador, debido a que la subexposición en el segmento 7-10 años resultó beneficiosa en un contexto en que se observaron retornos negativos sobre los 7 años de plazo hasta la madurez. La duración de esta área monetaria fue de 4,04 años, mientras que el comparador consideró en promedio 4,19 años.

El área yen no registró transacciones. Durante el mes el retorno canasta de la cartera mantenida fue superior en 15,3 puntos base al valor referencial, dado el buen desempeño de monedas secundarias. La cartera mantenida registró una duración promedio de 4,08 años, mientras que el comparador referencial consideró 5,05 años.

En el Anexo N° 3 se presenta la evolución -en una perspectiva histórica- de los retornos incrementales mensuales para la cartera de bonos y la desviación en duración.

3. DURACIÓN CARTERA ADMINISTRADA POR EL BANCO CENTRAL[9]

En abril se concluyó el mes con una duración total de 16,62 meses para el portafolio total - excluidos los bonos indizados - evidenciando una disminución de 0,6 meses respecto de fines de marzo. De esta forma, la duración total para el portafolio de instrumentos a tasa nominal, se situó por debajo del valor de referencia de 17 meses. El corto y el largo plazo reflejaron una duración de cierre mensual por debajo de sus valores de referencia.

En el Anexo N° 7 se presentan antecedentes complementarios sobre la evolución de la duración total, incluyendo a los instrumentos indizados.

---

6 Al igual que en meses previos, los bonos de agencias contribuyeron positivamente al diferencial de retorno respecto del benchmark.

7 Al interior del área, alrededor del 85,59% del valor en riesgo relativo se atribuyó al segmento 7-10 años.

8 En esta oportunidad, los Jumbo Public Pfandbriefes no contribuyeron positivamente al diferencial de retorno del área.

9 Se excluyen administradores externos. Se utiliza siempre y como es habitual, el concepto de Duración Modificada, no obstante que, siguiendo la convención de los administradores de inversiones, se le llama simplemente "duración".

4. MONEDAS

La composición de monedas presentó la siguiente evolución durante el último trimestre, incluyendo las operaciones forward:

Portafolio Total. Evolución de la Composición Efectiva de Monedas
(% a fines de cada mes)

Área Monetaria	Febrero 2003	Marzo 2003	Abril 2003	Estructura Vigente (rangos)
Dólar	71,40%	72,11%	72,57%	66% - 78%
Euro	19,96%	19,47%	19,23%	15% - 21%
Libra	5,64%	5,42%	5,21%	3% - 7%
Yen	2,99%	3,01%	2,99%	0% - 7%

Nota: Excluye caja independiente, administradores externos y posición en el FMI.

Los valores centrales de referencia para cada una de las áreas monetarias que conforman el portafolio de divisas, son los siguientes: dólar americano 72%, euro 18%, libra esterlina 5% y yen japonés 5%.

5. OPERACIONES FORWARD DE MONEDAS

Durante abril se efectuó un número reducido de operaciones forward. Se vendieron euros y se compraron dólares. Las operaciones realizadas se encuentran dentro de los límites establecidos conforme lo señalan las pautas de inversión.

6. RIESGO BANCARIO

En promedio el uso del riesgo bancario en abril fue un 50,24%, medido sobre activos totales excluidos los administradores externos y la caja independiente. La estructura referencial contempla un 40% como valor central.

7. RESULTADOS COMPARATIVOS ADMINISTRADORES EXTERNOS DE CARTERA

Para el año móvil finalizado en Abril del 2003, los resultados favorecieron en términos económicos (bonos valorados a precios de mercado) a JP Morgan, mientras que a FFT&W en términos contables y a la administración interna en el ámbito cambiario[10].

Desempeño Contable. Año móvil finalizado en Abril 2003

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**F F T & W**	8,192 %	3,219 %	4,973 %
2°	**J.P. Morgan**	7,925 %	3,219 %	4,705 %
3°	**Banco Central**	7,066 %	3,219 %	3,847 %

Nota: En los administradores externos considera el 100% de los recursos bajo administración, incluyendo saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Excluye el resultado de los Forex de monedas. La cartera del Banco así como el comparador referencial corresponden exclusivamente al rendimiento canasta de bonos.

Desempeño Económico. Año móvil finalizado en Abril 2003

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**J.P. Morgan**	9,936 %	9,862 %	0,074 %
2°	**Banco Central**	9,679 %	9,862 %	-0,183 %
3°	**F F T & W**	9,393 %	9,862 %	-0,469 %

Nota: Tasas de retorno exclusivamente para bonos valorados a precios de mercado. (1) Resultados corresponden al mes de abril exclusivamente.

[10] No se incorporan antecedentes de State Street Global Advisors, debido a que inició sus transacciones como administrador externo el 7 de abril.

Desempeño Cambiario. Año móvil finalizado en Abril 2003

Ranking	Institución	Resultado Cartera Mantenida	Resultado Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	5,794 %	5,542 %	0,252 %
2°	**J.P. Morgan**	5,785 %	5,542 %	0,243 %
3°	**F F T & W**	5,666 %	5,542 %	0,124 %

Nota: Exclusivamente sobre cartera de bonos en el caso del BCCH y para el 100% de los recursos bajo administración en los administradores externos. Resultado cambiario sobre la estructura referencial medida en dólares equivalentes.

En términos de retornos contables acumulados, FFT&W se mantuvo en el primer lugar con un diferencial de rendimiento de 26,7 puntos base respecto a JP Morgan, que se encuentra en el segundo lugar. El mejor retorno obtenido por FFT&W continuó siendo explicado por una mayor acumulación de utilidades por ventas de instrumentos en un contexto anual[11]. En el ámbito de las valoraciones a precios de mercado para los bonos, por su parte, destacó una vez más JP Morgan al continuar liderando la estadística. En términos de tendencia, dicho administrador ha presentado un desempeño favorable en el área dólar, donde ha privilegiado una duración larga en períodos en que los retornos han sido positivos y una duración más corta –incluso menor al benchmark– cuando los mercados han presentado una trayectoria menos favorable[12].

En términos cambiarios y en un contexto anual donde continuó predominando un debilitamiento del dólar[13], las diferencias en los resultados acumulados para el año móvil finalizado en abril del 2003 continúan explicándose en gran medida por las áreas euro y yen. En los bonos el Banco mantuvo una posición larga en euros y libras, que junto con las tenencias de monedas secundarias le permitieron beneficiarse en mayor proporción. En el otro extremo, FFT&W presenta desviaciones menos acentuadas tendiendo a la neutralidad.

En términos mensuales, durante abril destacan los movimientos efectuados por FFT&W quien disminuyó las tenencias de bonos en el área euro y aumentó aquellas correspondientes al área dólar tendiendo hacia valores más cercanos al benchmark. JP Morgan, por su parte, no efectuó cambios significativos en sus posicionamientos. Sin perjuicio de lo anterior, se mantiene como el administrador con las mayores desviaciones relativas en términos cambiarios en las áreas monetarias dólar y euro, con subexposiciones de 8,01% y sobreexposiciones 10,50% respectivamente. Estas desviaciones son reducidas con el uso de operaciones forward.

En términos de duración promedio de largo plazo, durante el mes de abril tanto el FFT&W como el Banco Central presentaron las mayores variaciones respecto del mes anterior con una disminución promedio de 2,1 meses, situándose ambas instituciones por debajo del comparador, mientras que JP Morgan disminuyó marginalmente su duración en 0,20 meses manteniéndose con una posición por sobre el benchmark.

La evolución que han experimentado los retornos incrementales en los últimos años móviles, así como antecedentes complementarios sobre la duración, se ilustran en los anexos 3-A, 3-B y 3-C.

8. VALORES EN RIESGO (VaR)

VaR Relativo

El VaR relativo permite evaluar el riesgo potencial atribuible a las desviaciones que presentan las carteras con relación a la estructura benchmark, tomando en cuenta las volatilidades y correlaciones entre las posiciones asumidas y las referenciales, incluyendo la dimensión cambiaria.

---

11 Para el período de 12 meses finalizado en abril del 2003 FFT&W acumula utilidades por ventas de instrumentos de US$ 7,8 millones, mientras JP. Morgan reconoce utilidades por venta de instrumentos por US$ 6,75 millones.-

12 El período mayo – septiembre 2002, en general, registra retornos mayores en los plazos más largos mientras que el período octubre 2002 – abril 2003 registra retornos mayores en los tramos cortos.

13 El debilitamiento del dólar norteamericano durante el año móvil finalizado en abril del 2003 queda de manifiesto por el fortalecimiento correspondiente al euro, libra y yen que ascienden a 23,849%; 9,672% y 7,664% respectivamente.

Si las carteras mantenidas presentan la misma estructura y composición de instrumentos que el benchmark, entonces el VaR Relativo es cero y sólo se asume el riesgo propio de la estructura referencial. Esto es, el VaR Absoluto del benchmark.

Respecto de los valores en riesgo para la cartera de bonos nominales administrados por el Banco y las carteras totales manejadas por los administradores externos, en abril el Banco fue el administrador más conservador en el manejo del riesgo relativo, al registrar en promedio un 0,01% de VaR Relativo. Por su parte, FFT%W y JP Morgan registraron un VaR Relativo de 0,04% y 0,03%, respectivamente. La siguiente tabla ilustra sobre la composición relativa de los riesgos asumidos durante el mes.

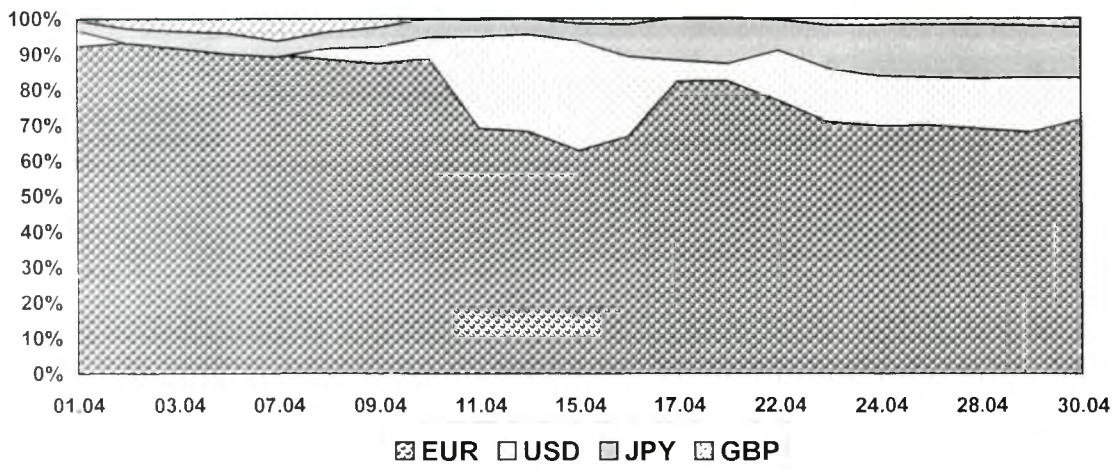
VaR Absoluto y Relativo. Bonos BCCH y Carteras Totales Administradores Externos
Promedios Mensuales Abril 2003

	BENCHMARK	BCCH	FFTW	JPM
Var Absoluto Total	0,60%	0,60%	0,57%	0,60%
VaR Relativo Total		0,01%	0,04%	0,03%
Relativo Tasa Interés		0,01%	0,03%	0,03%
Relativo T. Cambio		0,01%	0,01%	0,01%

Nota: Parametric 95%; 1 day; 0,94 Decay; US$; Present value scaling. La cartera de los administradores externos incluye cuenta corriente y forwards de monedas.

Al atribuir durante abril el riesgo relativo de la cartera de bonos nominales administrada por el Banco, se observó una reducción gradual en los riesgos relativos que es consistente con lo expresado en la estrategia. El VaR Relativo promedio disminuyó desde 3 puntos base en marzo a 1 punto base en abril. Adicionalmente, la incidencia del riesgo relativo del área euro bajó en promedio desde un 92% en marzo a un 78,6%. En el siguiente gráfico se observa la evolución diaria de la contribución al riesgo de cada área durante el mes de abril

Atribución de Riesgo Diario por Área Monetaria
Abril 2003



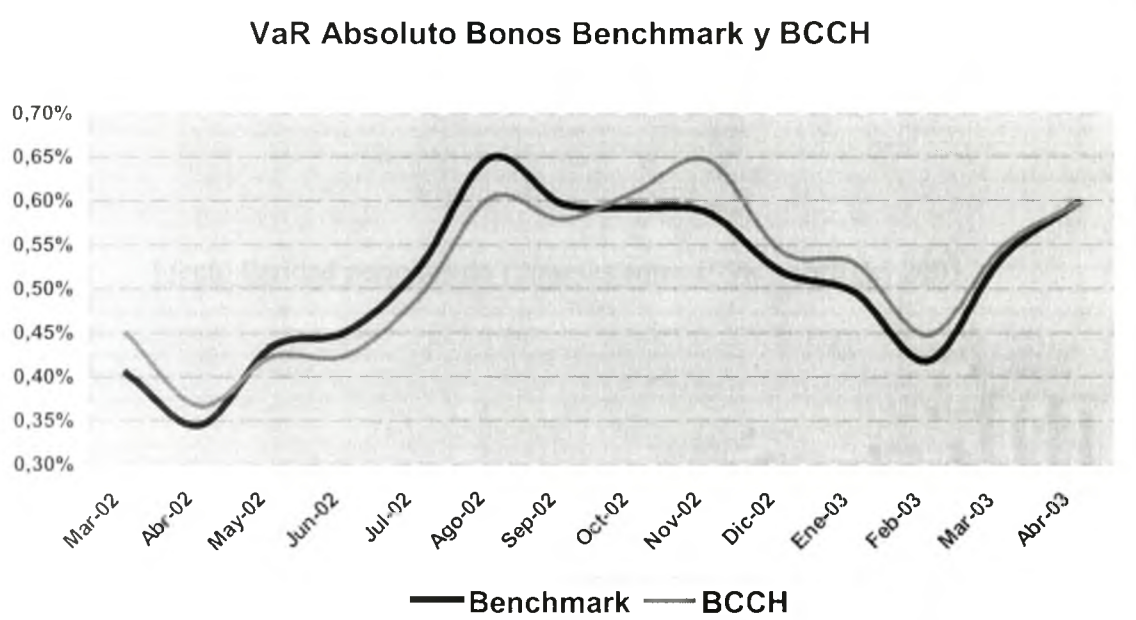
Por otra parte, al comparar durante abril el Banco con los administradores externos, se observa que FFT&W y en especial JP Morgan, utilizaron forwards de monedas para disminuir la exposición al riesgo cambiario mantenido en los bonos. Esto se ilustra en la siguiente tabla.

Administradores Externos Abril 2003

		Var Relativo por Cartera		
		Bonos	Bonos + Forward	Cartera Total
VaR Relativo Total	FFTW	0,03%	0,03%	0,04%
	JPM	0,11%	0,03%	0,03%
Contribución Riesgo Cambiario	FFTW	0,02%	0,01%	0,01%
	JPM	0,09%	0,02%	0,01%
Contribución Riesgo Tasa Interés	FFTW	0,03%	0,03%	0,03%
	JPM	0,03%	0,03%	0,03%

Nota: Parametric 95%; 1 day; 0,94 Decay; US$; Present value scaling

El nivel de riesgo asumido por el Banco en la administración de los bonos ha cambiado a través del tiempo. Lo anterior se observa en el siguiente gráfico, que destaca la convergencia reciente hacia una estructura más próxima a la del benchmark.



Nota: BCCH Excluye bonos indizados.

El VaR absoluto de la cartera de bonos benchmark, por su parte, registró en abril un promedio mensual equivalente a 60 puntos base, evidenciando un alza de 6 puntos base respecto del promedio del mes anterior. La estructura benchmark para el 100% de los activos en divisas, por su parte, presentó un valor en riesgo promedio equivalente a 35 puntos base-

VaR Absoluto y Relativo Cartera Nominal Total: Promedios Mensuales Abril 2003

	BENCHMARK	BCCH
Var Absoluto Total	0,35%	0,35%
Var Relativo Total		0,02%

	BCCH	
VaR por Tipo de Riesgo	Relativo	Absoluto
Riesgo Tasa	0,01%	0,12%
Riesgo TC	0,02%	0,25%

Nota: Parametric 95%; 1 day; 0,94 Decay; US$; Present value scaling.

9. CAJA

La caja en moneda extranjera independiente del portafolio generó durante abril ingresos nominales por US$ 0,48 millones, provenientes de operaciones over-night y week-end. Dichos ingresos representaron un retorno nominal anualizado de 1,26% similar al registrado en el mes previo, el que comparado con la tasa referencial determina un índice de gestión para el mes de abril de 1,03.

El saldo promedio mantenido en caja durante el mes fue equivalente a US$ 446,77 millones.

10. EFECTO PARIDAD CARTERA TOTAL

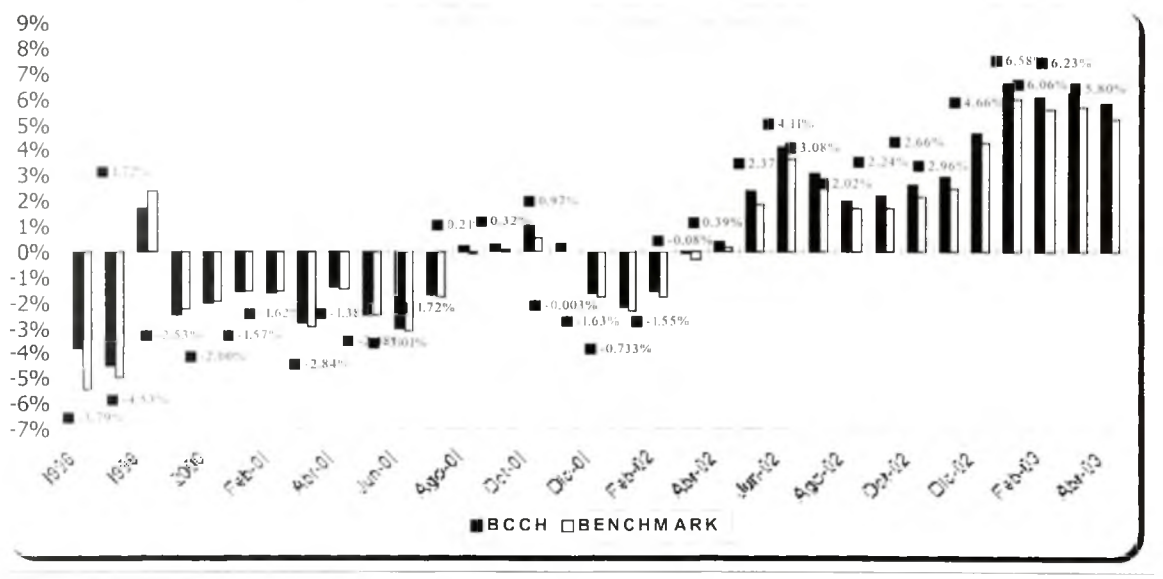
En el año móvil finalizado en abril del 2003, el efecto paridad respecto del dólar de los Estados Unidos favoreció a la cartera mantenida por sobre la estructura referencial en 64 puntos base.

En un contexto anual donde se ha mantenido la tendencia de privilegiar una subexposición cambiaria en las áreas dólar y yen a nivel del portafolio total, el resultado favorable se explica principalmente por las tenencias mantenidas en el área euro y en menor medida por las áreas libra y yen. Específicamente, en el área euro se mantuvo una sobrexposición anual que resultó beneficiosa ante la apreciación de dicha divisa (23,849%), potenciado con las posiciones mantenidas en monedas secundarias (coronas danesas) que presentaron apreciaciones respecto del dólar. En el área libra la mantención de una posición larga también resultó beneficiosa ante la apreciación de dicha divisa (9,672%). En el área yen, por su parte, la mantención de monedas

secundarias (dólar neozelandés y dólar australiano) compensaron la posición corta mantenida en el área.

Durante el mes de abril la mayoría de las divisas con la excepción de aquellas pertenecientes a la región de Asia - Oceanía mostraron un fortalecimiento relativo respecto del dólar. El euro registró una apreciación de un 2,273% finalizando el mes en 1,116 dólares por euros. La libra se apreció en un 1,113% cotizándose en 1,60 dólares por libra. El yen, por su parte, se depreció en un 0,57% situándose a fines de mes en 119,28 unidades por dólar. El siguiente gráfico ilustra sobre la evolución del efecto paridad:

Efecto Paridad períodos de 12 meses entre 1996 y abril del 2003



Nota: Efecto paridad respecto del dólar. Excluye a los administradores externos de cartera.

En el área yen, se ha mantenido la visión de privilegiar una posición corta[14], ante la expectativa de reinvertir estos recursos en otras áreas monetarias en condiciones más atractivas.

[14] Junto con un intensivo uso de monedas secundarias.

ANEXO N° 1

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Abril 2003)

ESTRUCTURA PROMEDIO ACTIVOS EN DIVISAS		INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (US$ EQUIV.) (a)			RETORNO NOMINAL
ITEM \ CONCEPTO:	PORCENTAJE	INTERESES GANADOS (b)	GANANCIAS DE CAPITAL NETAS POR VENTAS (c)	TOTAL NOMINAL	TASA ANUALIZADA (%) (1)
AREAS MONETARIAS					
DOLAR	71,312%	16.289.769	5.731.520	22.021.289	2,648%
EURO	20,112%	7.808.846	3.868.041	11.676.888	5,032%
YENS	3,009%	123.934	0	123.934	0,350%
LIBRAS	5,567%	2.726.432	114.404	2.840.835	4,411%
TOTAL	100,00%	26.948.981	9.713.965	36.662.946	3,151%
INSTRUMENTOS					
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	70,109%	14.711.948	85.099	14.797.047	1,803%
BONOS	29,891%	12.237.033	9.628.866	21.865.899	6,378%
TOTAL	100,00%	26.948.981	9.713.965	36.662.946	3,151%
Promedio activos en divisas US$ (a)	14.160.924.570				

TASAS BENCHMARK ANUALIZADAS			PERFORMANCE ANUALIZADO	RETORNO INCREMENTAL
CORTO PLAZO (d) LIBID + FIXBIS	LARGO PLAZO (e) RENDIMIENTO DE INDICE DE BONOS	TASA PROMEDIO PONDERADA (f) (2)	RETORNO NOMINAL / TASA BENCHMARK PONDERADA	(1) - (2)
1,140%	2,645%	1,592%	1,664	1,057%
2,280%	3,318%	2,592%	1,942	2,441%
0,000%	0,318%	0,095%	3,668	0,254%
3,379%	3,989%	3,562%	1,238	0,849%
1,358%	2,831%	1,800%	1,751	1,351%
1,358%			1,327	0,445%
	2,831%		2,253	3,548%
		1,800%	1,751	1,351%

(*) Excluye caja independiente y bonos indizados. Incluye nuevos instrumentos: Bonos, Letras y Notas de Agencias en área dólar y Bonos Pfandbrief, correspondientes a riesgo bancario, en área euro. Dólares equivalentes según tipo de cambio promedio del período.
(Fuente: Informativo del Depto. de Publicaciones del BCCH)

(a) Fuente: Saldos de los registros contables del BCCH.
(b) Intereses devengados contablemente en el período, incluyendo amortización de premios (pérdidas) y capitalización de descuentos (ganancias). Incluye US$ 115.177,13 de intereses por operaciones de Securities Lending.
(c) Corresponde a ganancias netas realizadas (utilidades menos pérdidas), producto de ventas de instrumentos en el período. Esto es, valor de venta menos valor contable de las mismas.
(d) Promedio de tasas Libid para Riesgo Bancario y tasas Fixbis para Riesgo Soberano y Supranacional de corto plazo. En ambos casos el plazo considerado es 6 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 57,14 % tasas Libid y en un 42,86 % tasas Fixbis Composición de monedas: Dólar (72,14%); DM (17,14%); Yen (6,42%) y LE (4,28%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 71,67%; 20%;1,67% y 6,67% respectivamente. Se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y 7 - 10 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 70% y Bonos 30%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

ANEXO N° 2

PORTAFOLIO DE BONOS VALORADO A PRECIOS DE MERCADO - RETORNO TOTAL ABRIL 2003 CONSOLIDADO

RETORNO TOTAL EFECTIVO VERSUS BENCHMARK

ESTRUCTURA PROMEDIO BONOS

MONEDAS	Paridades Promedio (a)	PORCENTAJE (b)	Valor Promedio Cartera (c) (moneda de origen)	Retorno Total Mensual (%) (d)	Monto Retorno Total (moneda de origen) (e)	RETORNO REFERENCIAL MENSUAL J.P. Morgan (f)	RETORNO INCREMENTAL RET. TOT. BCCH - RET. REF.	
DOLARES AMERICANOS		71,14%	3.188.264.717	0,152%	4.979.402	0,200%	-0,048%	
EURO	0,921	20,51%	846.450.324	0,163%	1.405.362	0,095%	0,067%	(*)
YENES JAPONESES	119,754	1,25%	6.696.820.834	0,387%	25.886.385	0,339%	0,153%	(*)
LIBRAS ESTERLINAS	0,635	6,60%	187.694.718	0,194%	368.842	0,133%	0,061%	
DÓLAR AUSTRALIANO	1,641	0,00%	0	0,000%	0			
DÓLAR NEOZELANDES	1,814	0,51%	41.170.771	0,752%	308.655			
TOTAL		100,00%	US Dollars 4.481.590.753	0,163%	US Dollars Equivalentes 7.472.530	0,177%	-0,014%	
VALOR PROMEDIO CARTERA BONOS (US$)		4.481.590.753						
DURACION PROMEDIO MENSUAL (AÑOS)		4,212				4,286		

Duración en Años: BCCH versus Benchmark (Promedios Mensuales) (**)

	US Dollar		*D. Mark*		*YENS*		*Libras Esterlinas*		*EURO*	*Coronas Noruegas*	*Coronas Danesas*	*Dólar Neozelandés*	*Dólar Australiano*
	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH
May-02	3,758	4,046		4,025	4,068	4,849	3,586	4,247	4,301			3,604	0,408
Jun-02	3,598	4,132		4,059	4,011	4,839	3,581	4,315	4,221			3,535	0,327
Jul-02	3,601	4,083		4,120	3,494	4,911	3,666	4,265	3,909			3,495	0,246
Ago-02	3,716	4,122		4,204	3,361	4,883	3,771	4,204	3,808			3,483	0,161
Sep-02	4,057	4,310		4,250	3,373	4,833	3,841	4,189	4,020			4,569	0,081
Oct-02	4,283	4,249		4,166	3,226	4,948	3,754	4,105	4,330			5,052	0,024
Nov-02	4,481	4,195		4,173	3,208	4,902	3,789	4,036	4,627			5,058	0,000
Dic-02	4,291	4,258		4,168	3,327	4,924	4,013	4,115	4,619			4,981	0,000
Ene-03	4,391	4,196		4,290	3,753	4,987	4,080	4,379	4,811			4,986	0,000
Feb-03	4,415	4,201		4,294	5,083	4,940	4,026	4,318	4,891			2,924	0,000
Mar-03	4,361	4,356		4,307	5,071	4,920	4,018	4,273	4,594			1,780	0,000
Abr-03	4,250	4,290		4,243	5,049	5,052	4,037	4,188	4,144			1,699	0,000

a: Corresponde al promedio de las paridades utilizadas en el mes de abril 2003. Fuente: Bloomberg.

b: Participación promedio de cada moneda respecto a la cartera total de bonos, durante abril 2003.

c: Valor de Mercado promedio de cada cartera en moneda de origen.

d: Corresponde a la composición de los retornos diarios registrados durante abril 2003. La fórmula genérica es: Retorno Total (%) = [Valor Cartera (t) / Valor Cartera (t - 1)] - 1

e: Corresponde a la suma de los montos diarios de ganancias (pérdidas) registradas durante abril 2003.

f: Promedio Ponderado de los Retornos Totales de los Indices JP Morgan. Se utilizan los indices de entre 1- 3 y 7-10 años en todos las áreas. En el caso del Dólar Americano, son ponderados en un 51,16% y 48,84% respectivamente. Para Yens, Marcos, y Libras los indices son ponderados en un 50,00% y 50,00% respectivamente.

El Retorno Benchmark Total utiliza los siguientes ponderadores por moneda: US$ (71,66667%); DEM(20%); YEN(1,66667%); GBP (6,66667%).

(*) : El área Marco incluye: Marco Alemán, EURO, Franco Frances, Franco Suizo, Lira Italiana, Florin Holandés, Lira Italiana, Corona Danesa y otras monedas.

(**) : El comparador para la duración del EURO, Franco Frances, Franco Suizo, Lira Italiana, Florin Holandés, Lira Italiana, Corona Danesa, etc es la duración del JP Morgan para el Marco Alemán.

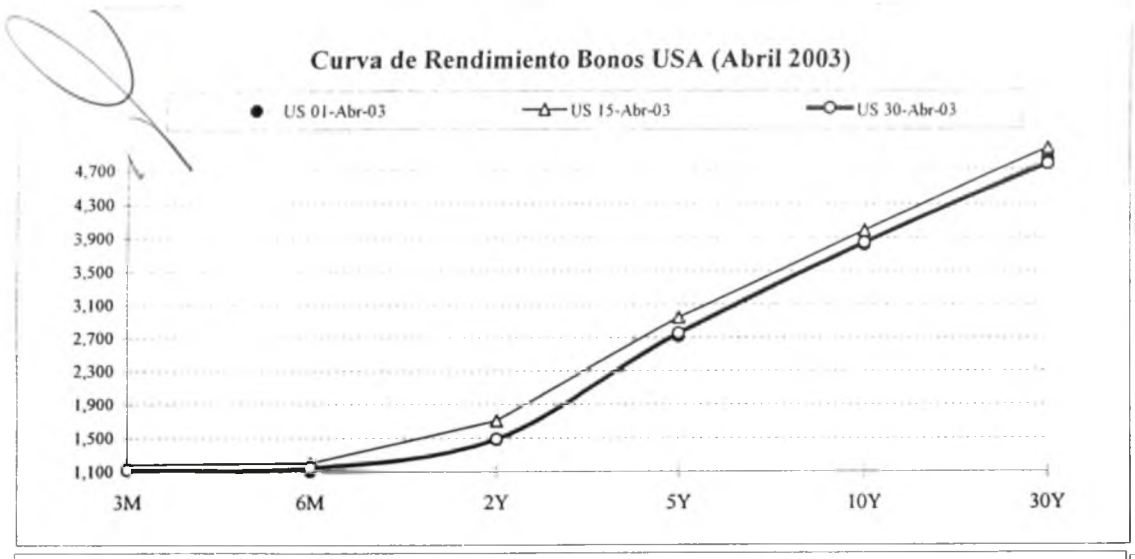
(**): El comparador para la duración del Dólar Australiano y el Dólar Neozelandés es la duración del JP Morgan para el Yen Japonés.

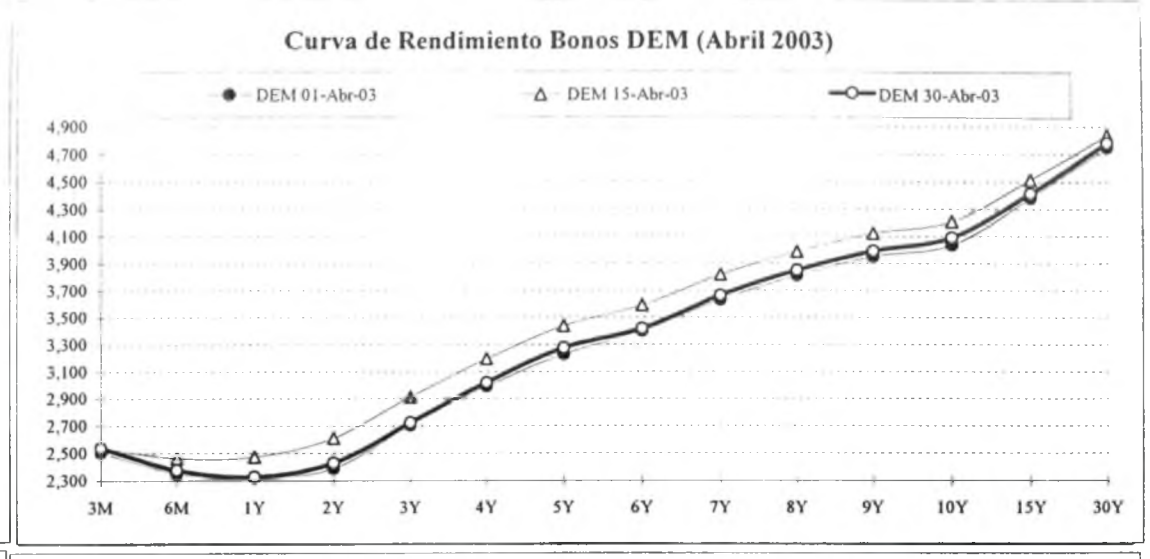
(**): El comparador para la duración de la Corona Sueca es la duración del JP Morgan para la Libra Esterlina.

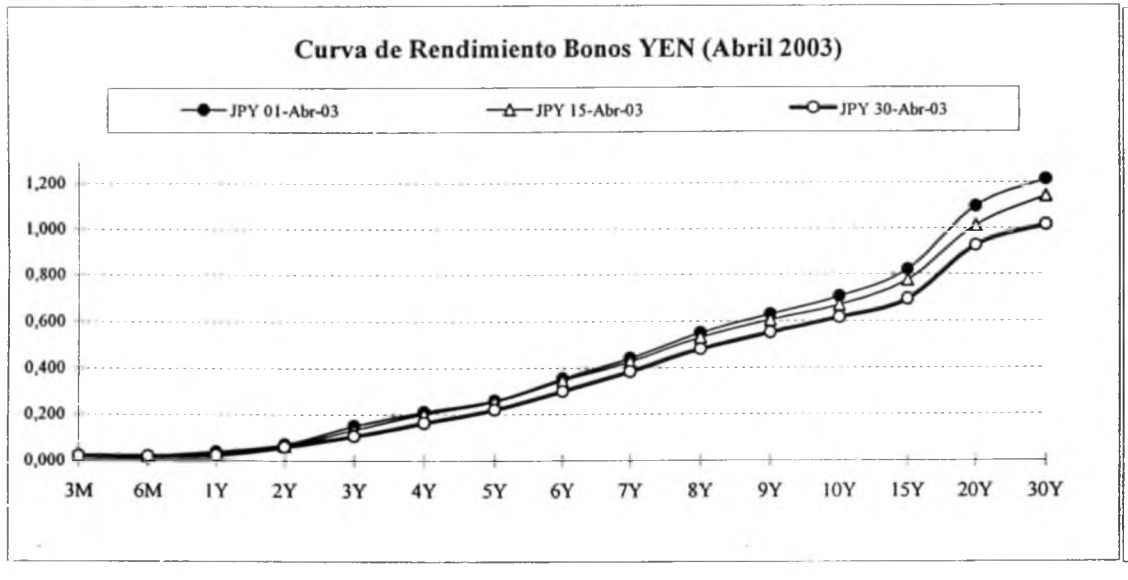
GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo
W/I/ Rend2002/Curvas

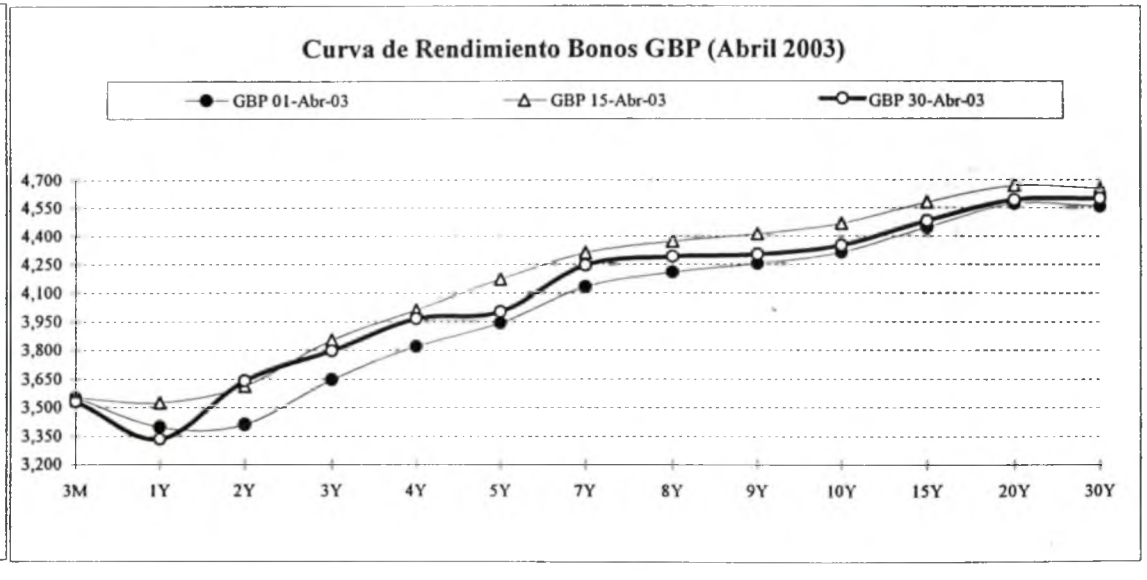
EVOLUCIÓN DE CURVAS REFERENCIALES DE RENDIMIENTO
(Complemento Anexo N° 2)

RVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
ABRIL 2003

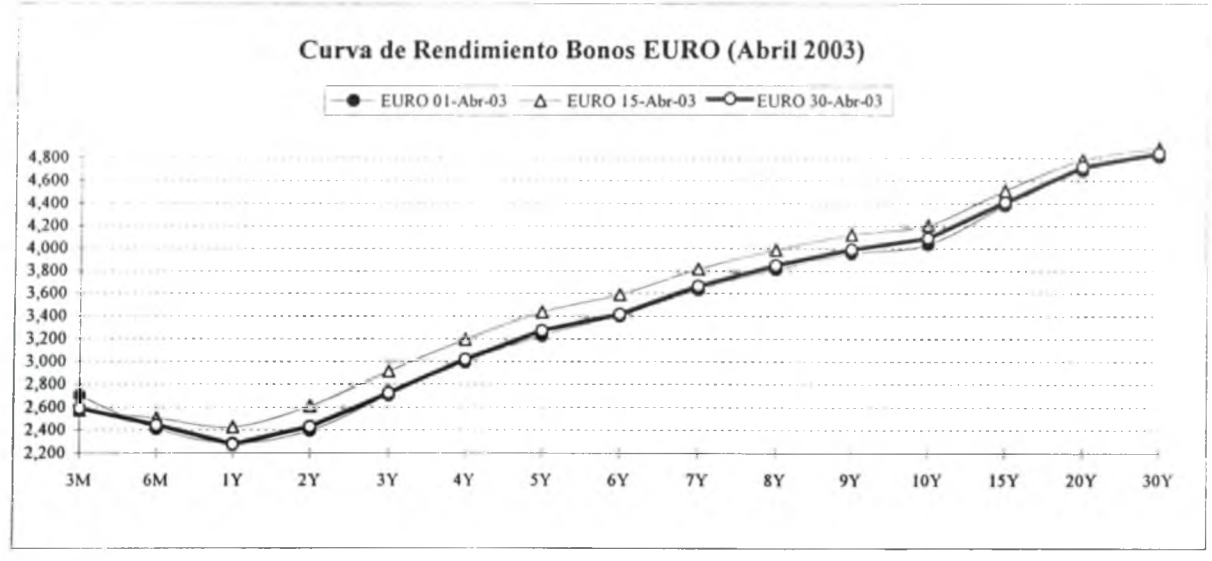








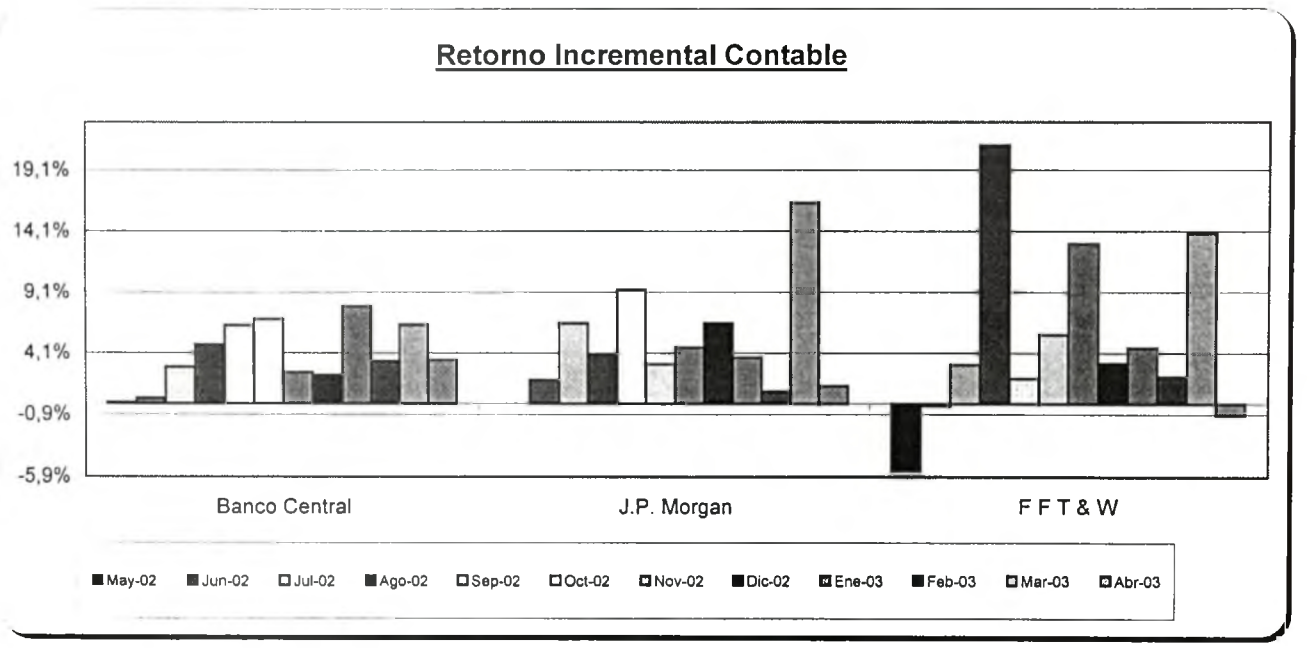
URVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
ABRIL 2003

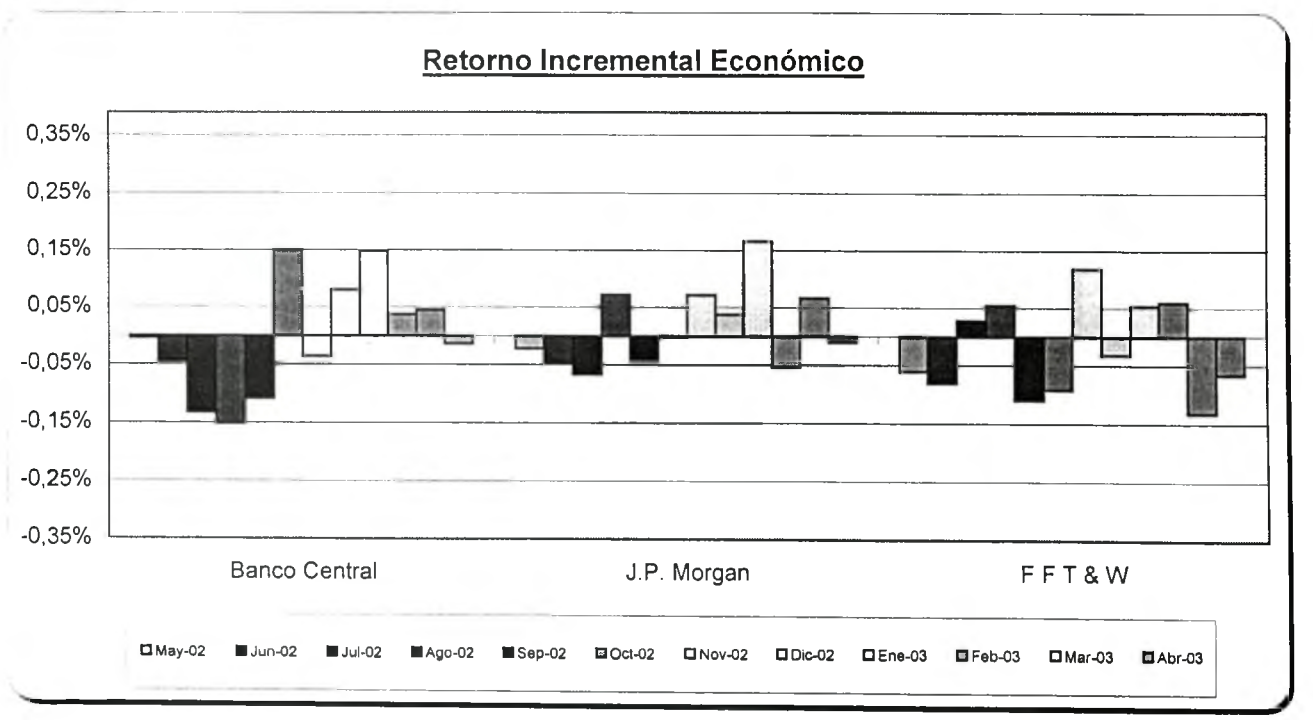


GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo
CLV 12-06-2003

ANEXO N° 3-A

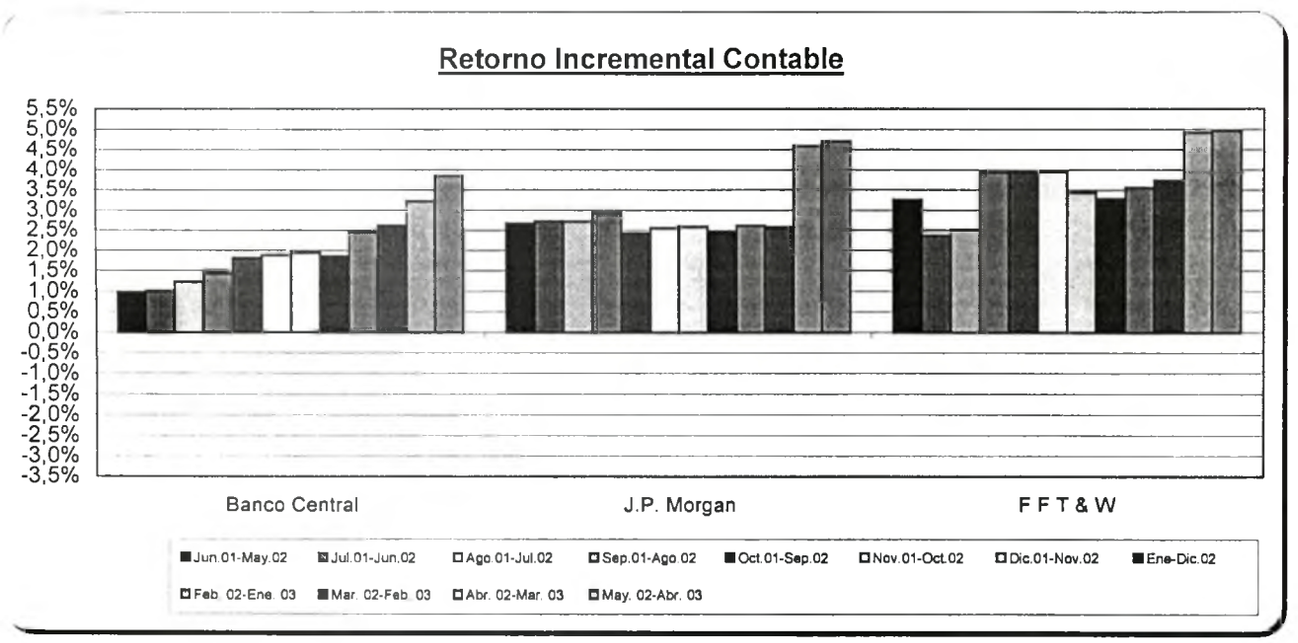
RETORNOS INCREMENTALES MENSUALES
BCCH VERSUS ADMINISTRADORES EXTERNOS

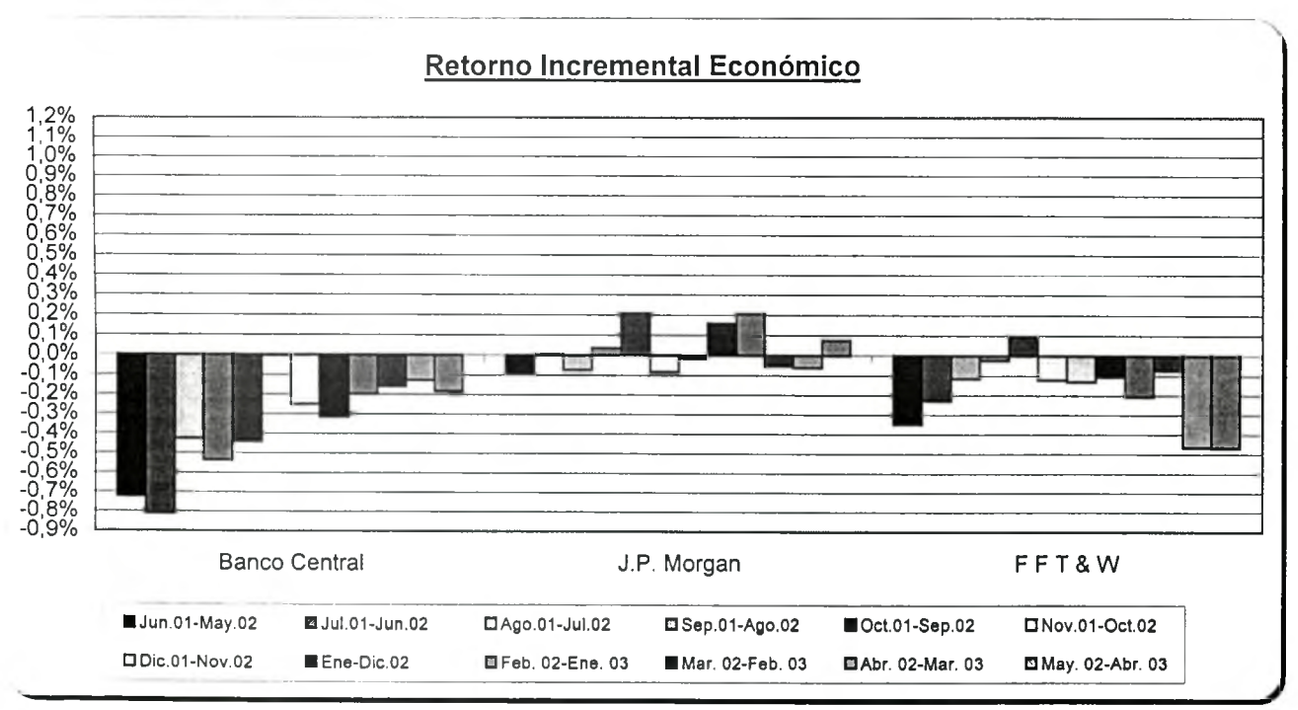




ANEXO N° 3-B

RETORNOS INCREMENTALES ACUMULADOS
BCCH VERSUS ADMINISTRADORES EXTERNOS

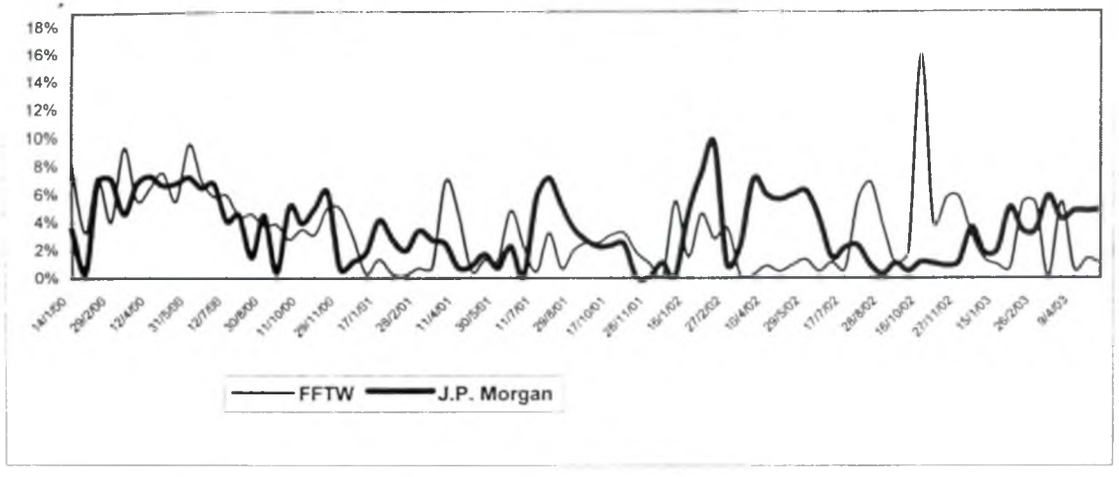




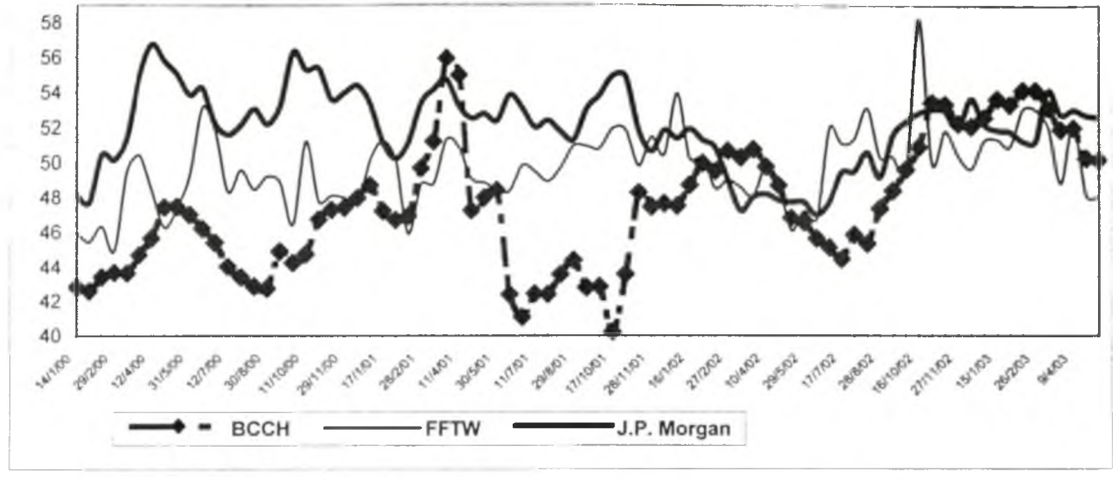
ANEXO 3-C

DURACIÓN (meses)

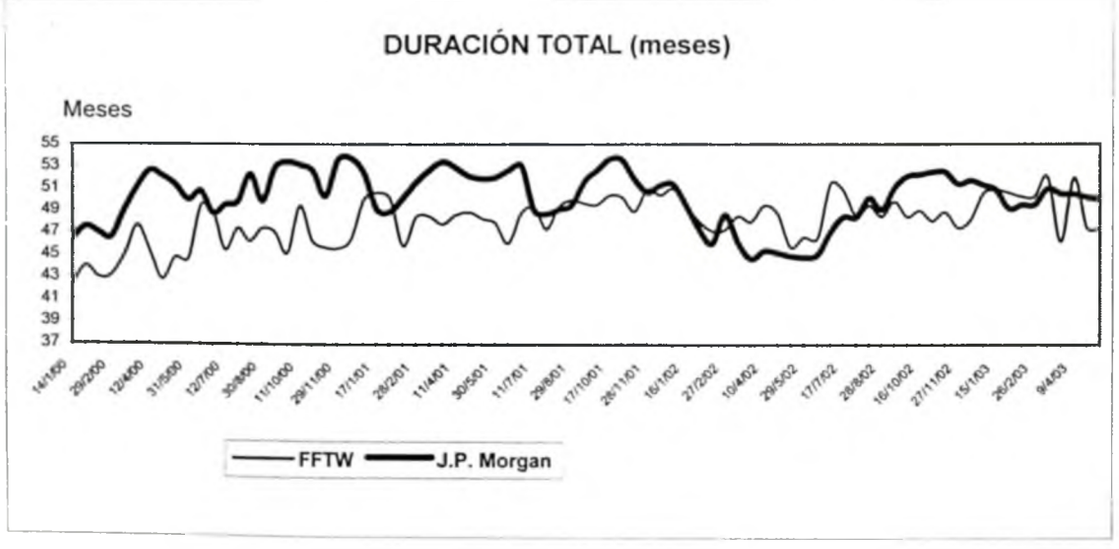
PARTICIPACIÓN DE CORTO PLAZO



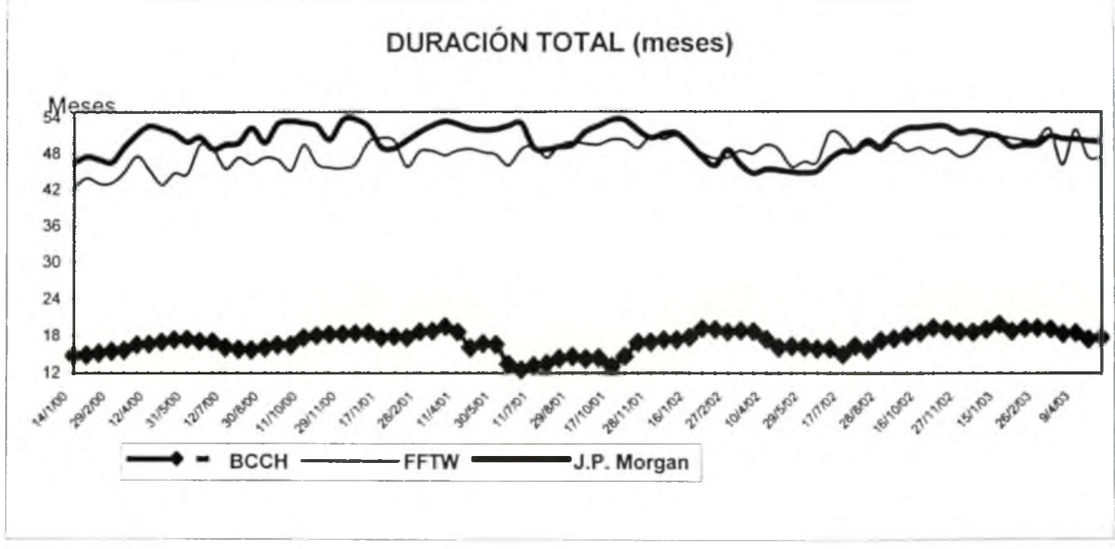
DURACIÓN BONOS (meses)



DURACIÓN TOTAL (meses)



DURACIÓN TOTAL (meses)



Nota: Dado que State Street Global Advisors mantuvo una cartera activa en bonos sólo a partir del 07/04/2003, no se presentan sus valores en los gráficos.

Sin embargo, a modo de referencia, sus valores a fin de mes en duración de largo plazo y total fueron de 51,42 y 51,29 meses, respectivamente.

ANEXO N° 4

ADMINISTRACIÓN INTERNA

RESULTADOS CONTABLES PARA EL CORTO PLAZO

Retornos mensuales por área monetaria

Riesgo Bancario

Area Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Marzo 2003	Abril 2003	Marzo 2003	Abril 2003	Marzo 2003	Abril 2003
Dólar	1,411%	1,370%	1,145%	1,154%	0,266%	0,216%
Euro	3,160%	3,146%	2,324%	2,343%	0,836%	0,804%
Libra	3,967%	3,972%	3,466%	3,462%	0,501%	0,510%
Yen	5,359%	0,000%	0,000%	0,000%	5,359%	0,000%
Total	2,063%	1,993%	1,373%	1,382%	0,691%	0,610%

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

Riesgo Soberano y Supranacional

Area Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Marzo 2003	Abril 2003	Marzo 2003	Abril 2003	Marzo 2003	Abril 2003
Dólar	1,473%	1,403%	1,105%	1,123%	0,368%	0,280%
Euro	3,809%	1,960%	2,188%	2,197%	1,622%	-0,237%
Libra	3,154%	2,950%	3,280%	3,270%	-0,126%	-0,320%
Yen	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
Total	1,313%	1,210%	1,313%	1,327%	0,000%	-0,117%

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

ANEXO N° 5

SPREAD LIBID MAYO 2002 - ABRIL 2003
(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
360 - 180	Mayo 2002	0,55	0,45	0,34	0,40	0,34	0,00	0,34
	Junio 2002	0,40	0,38	0,27	0,40	0,27	0,00	0,27
	Julio 2002	0,23	0,28	0,16	0,25	0,16	0,00	0,16
	Agosto 2002	0,11	0,13	0,06	0,18	0,06	0,00	0,06
	Sept. 2002	0,09	0,07	-0,04	0,13	-0,04	0,00	-0,04
	Oct. 2002	0,07	0,07	-0,04	0,11	-0,04	0,00	-0,04
	Nov. 2002	0,17	0,11	-0,02	0,12	-0,02	0,00	-0,02
	Dic. 2002	0,15	0,09	-0,03	0,10	-0,03	0,00	-0,03
	En. 2003	0,11	0,01	-0,06	0,09	-0,06	0,00	-0,06
	Feb. 2003	0,07	-0,07	-0,09	0,03	-0,09	0,00	-0,09
	Mar. 2003	0,06	-0,02	-0,04	0,09	-0,04	0,00	-0,04
	Abr. 2003	0,08	0,01	-0,02	0,16	-0,02	0,00	-0,02
180 - 90	Mayo 2002	0,19	0,21	0,15	0,12	0,15	0,00	0,15
	Junio 2002	0,13	0,21	0,13	0,15	0,13	0,00	0,13
	Julio 2002	0,06	0,13	0,08	0,07	0,08	0,00	0,08
	Agosto 2002	-0,01	0,03	0,03	0,07	0,03	0,00	0,03
	Sept. 2002	-0,02	0,01	-0,04	0,03	-0,04	0,00	-0,04
	Oct. 2002	-0,05	0,00	-0,09	0,02	-0,09	0,00	-0,09
	Nov. 2002	0,00	0,02	-0,08	0,02	-0,08	0,00	-0,08
	Dic. 2002	0,02	0,02	-0,05	0,02	-0,05	0,00	-0,05
	En. 2003	0,01	-0,01	-0,07	0,02	-0,07	0,00	-0,07
	Feb. 2003	0,00	-0,05	-0,11	0,00	-0,11	0,00	-0,11
	Mar. 2003	-0,02	-0,07	-0,08	0,03	-0,08	0,00	-0,08
	Abr. 2003	-0,02	-0,06	-0,06	0,05	-0,06	0,00	-0,06
90 - 30	Mayo 2002	0,07	0,15	0,09	0,03	0,09	0,00	0,09
	Junio 2002	0,04	0,19	0,08	0,06	0,08	0,00	0,08
	Julio 2002	0,02	0,15	0,04	0,05	0,04	0,00	0,04
	Agosto 2002	-0,02	0,02	0,02	0,04	0,02	0,00	0,02
	Sept. 2002	-0,01	0,00	0,00	0,03	-0,01	0,00	-0,01
	Oct. 2002	-0,02	0,00	-0,04	0,05	-0,04	0,00	-0,04
	Nov. 2002	0,02	0,03	-0,10	0,04	-0,10	0,00	-0,10
	Dic. 2002	-0,01	0,01	-0,04	0,01	-0,04	0,00	-0,04
	En. 2003	0,00	0,01	-0,02	0,01	-0,02	0,00	-0,02
	Feb. 2003	0,00	-0,02	-0,08	0,00	-0,08	0,00	-0,08
	Mar. 2003	-0,02	-0,04	-0,08	0,01	-0,08	0,00	-0,08
	Abr. 2003	-0,01	-0,04	-0,05	0,03	-0,05	0,00	-0,05

LIBID MAYO 2002- ABRIL 2003
(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
LIBID 90	Mayo 2002	1,78	4,03	3,33	1,17	3,33	0,00	3,33
	Junio 2002	1,76	4,05	3,34	1,13	3,34	0,00	3,34
	Julio 2002	1,73	3,94	3,28	1,01	3,28	0,00	3,28
	Agosto 2002	1,65	3,86	3,23	0,66	3,23	0,00	3,23
	Sept. 2002	1,68	3,87	3,19	0,61	3,19	0,00	3,19
	Oct. 2002	1,66	3,84	3,14	0,64	3,14	0,00	3,14
	Nov. 2002	1,33	3,84	3,00	0,59	3,00	0,00	3,00
	Dic. 2002	1,29	3,89	2,83	0,57	2,83	0,00	2,83
	En. 2003	1,24	3,86	2,71	0,49	2,71	0,00	2,71
	Feb. 2003	1,22	3,64	2,57	0,47	2,57	0,00	2,57
	Mar. 2003	1,16	3,53	2,40	0,25	2,40	0,00	2,40
	Abr. 2003	1,17	3,52	2,41	0,18	2,41	0,00	2,41
LIBID 180	Mayo 2002	1,98	4,23	3,49	1,29	3,49	0,00	3,49
	Junio 2002	1,89	4,27	3,47	1,27	3,47	0,00	3,47
	Julio 2002	1,78	4,07	3,36	1,08	3,36	0,00	3,36
	Agosto 2002	1,65	3,89	3,26	0,73	3,26	0,00	3,26
	Sept. 2002	1,66	3,88	3,15	0,64	3,15	0,00	3,15
	Oct. 2002	1,62	3,84	3,04	0,66	3,04	0,00	3,04
	Nov. 2002	1,34	3,86	2,91	0,61	2,91	0,00	2,91
	Dic. 2002	1,30	3,91	2,77	0,59	2,77	0,00	2,77
	En. 2003	1,25	3,85	2,63	0,51	2,63	0,00	2,63
	Feb. 2003	1,22	3,59	2,46	0,47	2,46	0,00	2,46
	Mar. 2003	1,14	3,47	2,32	0,28	2,32	0,00	2,32
	Abr. 2003	1,15	3,46	2,34	0,23	2,34	0,00	2,34
LIBID 360	Mayo 2002	2,52	4,69	3,83	1,69	3,83	0,00	3,83
	Junio 2002	2,29	4,65	3,74	1,67	3,74	0,00	3,74
	Julio 2002	2,02	4,35	3,52	1,32	3,52	0,00	3,52
	Agosto 2002	1,76	4,02	3,31	0,91	3,31	0,00	3,31
	Sept. 2002	1,75	3,94	3,11	0,77	3,11	0,00	3,11
	Oct. 2002	1,69	3,91	3,00	0,77	3,00	0,00	3,00
	Nov. 2002	1,50	3,97	2,89	0,72	2,89	0,00	2,89
	Dic. 2002	1,45	4,00	2,74	0,69	2,74	0,00	2,74
	En. 2003	1,36	3,85	2,57	0,61	2,57	0,00	2,57
	Feb. 2003	1,29	3,52	2,38	0,50	2,38	0,00	2,38
	Mar. 2003	1,21	3,45	2,28	0,36	2,28	0,00	2,28
	Abr. 2003	1,24	3,47	2,32	0,39	2,32	0,00	2,32

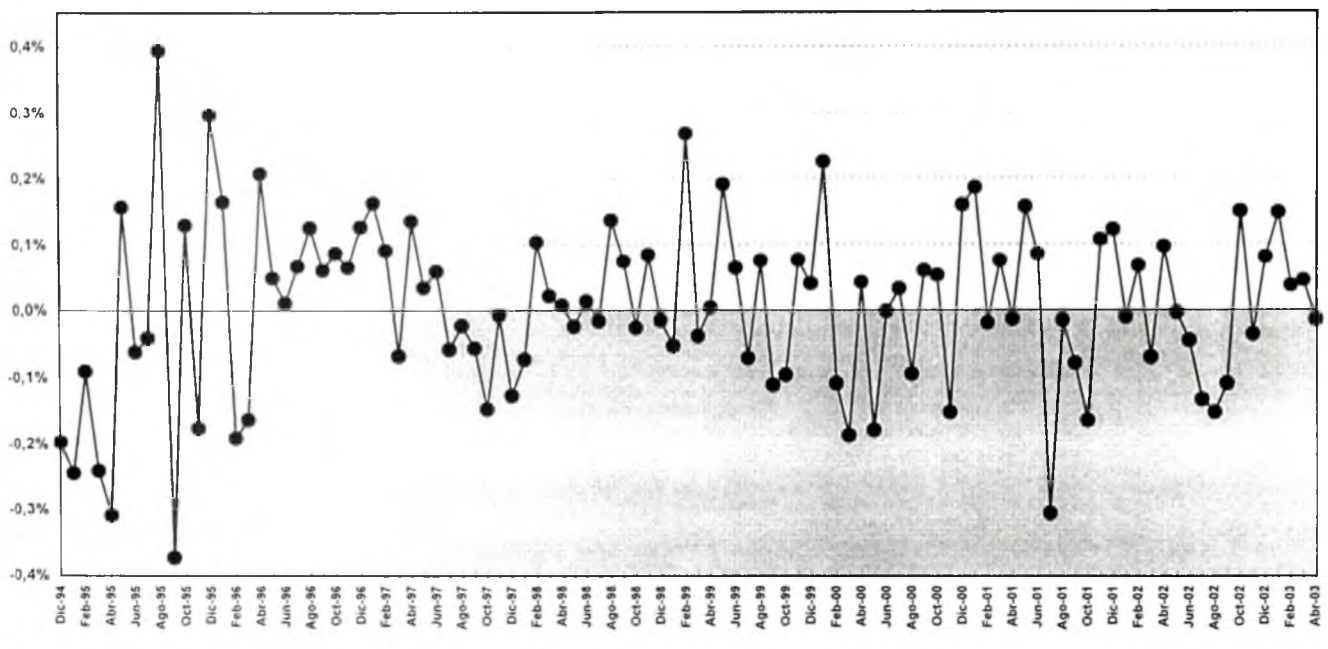
FUENTE: Reuters y Bloomberg.

GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo
CLV / 12-06-2003

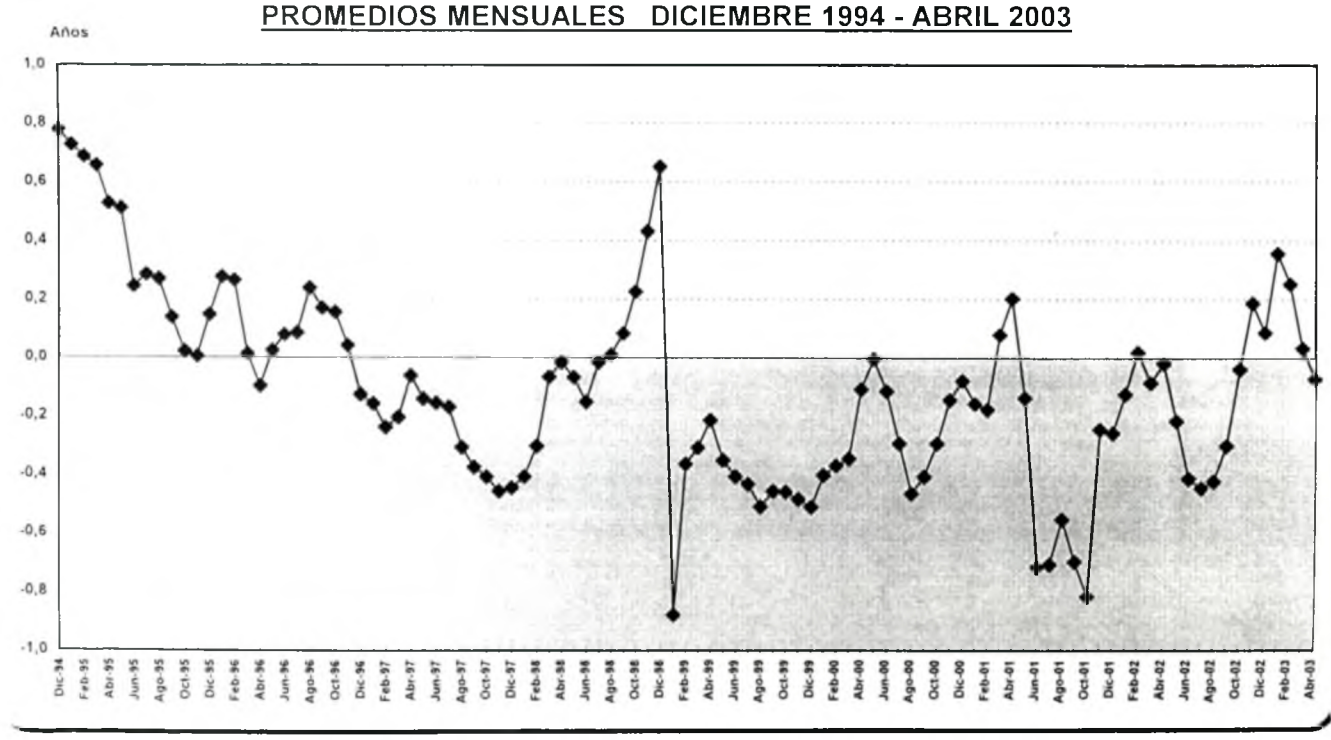
ANEXO N° 6

Cartera de bonos bajo administración interna. Evolución mensual de retornos incrementales y duración incremental

RETORNO INCREMENTAL MENSUAL (MARK TO MARKET)
DICIEMBRE 1994 - ABRIL 2003



DURACIÓN INCREMENTAL RESPECTO DEL BENCHMARK
PROMEDIOS MENSUALES DICIEMBRE 1994 - ABRIL 2003



ANEXO N° 7

DURACIÓN MODIFICADA DEL PORTAFOLIO

(Mayo 2002 a Abril 2003)

MESES			
MES	CORTO PLAZO (*)	LARGO PLAZO	TOTAL
Mayo 2002	1,60	46,58	16,17
Junio 2002	1,67	45,13	15,92
Julio 2002	2,13	45,86	16,31
Agosto 2002	2,28	47,36	17,20
Septiembre 2002	2,18	49,61	17,97
Octubre 2002	2,22	53,43	19,28
Noviembre 2002	2,26	52,24	18,61
Diciembre 2002	2,36	52,57	19,01
Enero 2003	2,06	53,31	18,73
Febrero 2003	1,99	54,00	19,40
Marzo 2003	1,95	51,90	18,33
Abril 2003 (**)	2,11	50,15	17,68

Nota: Duración vigente a fines de cada mes.

(*) : En la cartera de corto plazo se utiliza el concepto de valor esperado en la duración de los depósitos.

(**) : La duración total excluídos los bonos indizados asciende a 16,62 meses. A fines de marzo ascendió a 17,22 meses.