



BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 1127
5 de mayo de 2004

- | | |
|----------------|--|
| 1127-01-040505 | Banco Central de Chile – Nombramiento de Gerente de Administración y Contabilidad – Memorándum N° 24 de la Gerencia General. |
| 1127-02-040505 | Adjudicación de licitación por la adquisición de paneles y mobiliarios edificio Plaza Constitución – Memorándum N° 12 de la Gerencia de División Gestión y Desarrollo. |
| 1127-03-040505 | Propuesta de Reglamento para la autorización de waivers y sanción de transgresiones – Memorándum N° 7 de la Gerencia de División Internacional. |
| 1127-04-040505 | Modifica Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras – Memorándum N° 8 de la Gerencia de División Política Financiera. |



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 1127
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el miércoles 5 de mayo de 2004

En Santiago de Chile, a 5 de mayo de 2004, siendo las 11,45 horas se celebra la Sesión Ordinaria N° 1127 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular señor Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia de los Consejeros, señora María Elena Ovalle Molina y señor Manuel Marfán Lewis.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Gestión y Desarrollo, don Carlos Pereira Albornoz;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Inversiones Internacionales, don Cristián Salinas Cerda;
Jefe Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo,
don Iván Montoya Lara;
Revisor General, don Mario Ulloa López;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia;
Señora Cecilia Feliú Carrizo ;
Secretario General, don Jorge Court Larenas

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 1124 y 1125E, celebradas el 15 de abril de 2004.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 1124 y 1125E, celebradas el 15 de abril de 2004, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Temas tratados:

- Nombramiento del Gerente de Administración y Contabilidad.
- Adjudicación de licitación por la adquisición de paneles y mobiliarios edificio Plaza Constitución.
- Propuesta de Reglamento para la autorización de waivers y sanción de transgresiones.
- Modifica Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras.
- Rendimiento de activos en divisas – primer trimestre de 2004.



1127-01-040505 – Banco Central de Chile – Nombramiento del Gerente de Administración y Contabilidad – Memorándum N° 24 de la Gerencia General.

El Gerente General, don Camilo Carrasco refiriéndose al Acuerdo N° 1117-01-040311, mediante el cual se tomó conocimiento de la renuncia presentada por el Gerente de Administración y Contabilidad, don Francisco García Letelier, y se acordó aceptarla para hacerla efectiva con fecha 31 de marzo de 2004, somete a consideración del Consejo el nombramiento del señor Luis Alejandro González Bannura en el citado cargo.

El Consejo acuerda nombrar, a contar del 10 de mayo de 2004, en el cargo de Gerente de Administración y Contabilidad, al señor LUIS ALEJANDRO GONZÁLEZ BANNURA, encasillándolo en la Categoría 4, Tramo M.

Asimismo, acuerda conferir poder Clase A al señor LUIS ALEJANDRO GONZÁLEZ BANNURA, a contar de la fecha de su nombramiento como Gerente de Administración y Contabilidad, para que lo ejerza de la forma y con las facultades que para dicha clase de apoderados establece el Sistema de Poderes del Banco Central de Chile, el que fue reducido a escritura pública el 9 de febrero de 1999 en la Notaría Pública de Santiago de don Juan Ricardo San Martín Urrejola.

1127-02-040505 – Adjudicación de licitación por la adquisición de paneles y mobiliarios edificio Plaza Constitución – Memorándum N° 12 de la Gerencia de División Gestión y Desarrollo.

El Gerente de División Gestión y Desarrollo, don Carlos Pereira, señala que con ocasión del arriendo de tres pisos del edificio Plaza Constitución, se requiere contratar el suministro y montaje de paneles y mobiliario para habilitar las oficinas de dicho edificio, el cual incluye la reutilización de una parte de los paneles que están instalados en el edificio Huérfanos, así como gran parte del mobiliario que utilizan los funcionarios que laboran en este último edificio.

Informa que para satisfacer los requerimientos señalados, la Gerencia de Administración y Contabilidad efectuó un proceso de licitación privada, al cual se invitó a las empresas Ergotec, Fabricaciones S.A., Fernando Mayer, Indina S.A., Intergroupe, Diseño Internacional S.A., Quattro, Time Office Ltda. y Vialdi Ltda.

En el proceso de licitación señalado, cinco de las empresas invitadas presentaron ofertas. De éstas, calificaron técnicamente sólo las empresas Fernando Mayer, Indina S.A. y Diseño Internacional S.A., en tanto las empresas Fabricaciones S.A. y Time Office Ltda. no calificaron en los aspectos técnicos y financieros. De acuerdo con lo anterior, se realizó la apertura de las ofertas económicas de las tres empresas, obteniéndose los siguientes valores:

Empresa	Suministro y Montaje de Paneles \$	Suministro y Montaje de Mobiliario \$
Fernando Mayer	111.422.179	52.054.870
Indina S.A.	75.139.367	58.338.620
Diseño Internacional S.A.	No presentó oferta	49.732.333

4
D



Hace presente el señor Pereira que de acuerdo con estos valores, la empresa Indina S.A. presenta el menor valor para el ítem Suministro y Montaje de Paneles, por \$75.139.367 y la empresa Diseño Internacional S.A. presenta el menor valor para el ítem Suministro y Montaje de Mobiliario, por \$49.732.333, por lo que la licitación corresponde sea adjudicada en cada ítem a las empresas señaladas.

El gasto total a efectuar por los paneles y mobiliario considerados en esta licitación es de \$124.871.700, IVA incluido, valor que se encuentra contemplado en el Presupuesto de Gastos e Inversiones de Administración para el presente año:

En virtud de lo anterior, el Consejo acuerda adjudicar la licitación efectuada para adquirir Paneles y Mobiliario para las oficinas del edificio Plaza Constitución, a las siguientes empresas:

- a) Suministro y Montaje de Paneles, a Indina S.A., por un valor de \$ 75.139.367, IVA incluido.
- b) Suministro y Montaje de Mobiliario a Diseño Internacional S.A., por un valor de \$ 49.732.333, IVA incluido.

1127-03-040505 – Propuesta de Reglamento para la autorización de waivers y sanción de transgresiones – Memorándum N° 7 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic informa que el Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado del Banco Central de Chile, establece los límites de exposición y los riesgos de contraparte que pueden asumirse en las inversiones reguladas por dicho Manual. Asimismo, esas disposiciones permiten a esa Gerencia administrar los recursos correspondientes, de lo cual deben dar cuenta semestralmente al Consejo.

Señala el señor Jadresic que se ha estimado conveniente incorporar disposiciones que: a) normen el tratamiento de las situaciones externas imprevistas y excepcionales que alteren el cumplimiento de los márgenes de inversión aplicables conforme al referido Manual; y, b) determinen los cursos de acción a seguir en caso de producirse transgresiones en el ejercicio de las facultades de administración conferidas para estos efectos.

Agrega que esa Gerencia ha planteado los fundamentos de su requerimiento en las minutas denominadas: a) "Propuesta de procedimiento a aplicar para la solicitud de Waivers", de fecha 15 de abril de 2004; y b) "Metodología de evaluación y sanción a transgresiones de los Parámetros de Inversión" de fecha 31 de marzo de 2004. El primer informe se refiere al tratamiento de las situaciones externas imprevistas y excepcionales que alteren transitoriamente el cumplimiento de los márgenes de inversión establecidos como parte de las políticas de administración de reservas internacionales del Banco Central de Chile, mientras que en el segundo se propone la reglamentación destinada a evaluar y sancionar las transgresiones a los parámetros de inversión que se originen en la administración de cartera, tanto externa como interna, y que se produzcan en el ejercicio de las facultades de administración conferidas por el Consejo. Ambos informes, se adjuntan a la presente Acta formando parte integrante de ella.



Por lo anterior, estima que es necesario disponer de un reglamento de evaluación y sanción de transgresiones, que considere la aplicación de medidas administrativas y, en el caso, de los administradores externos, también la de poner término al contrato de administración.

En virtud de lo anterior, el Consejo acuerda lo siguiente:

- 1.- Aprobar el reglamento para las situaciones externas imprevistas y excepcionales que alteren el cumplimiento de los márgenes de inversión en la administración de las reservas internacionales, así como para las transgresiones que se produzcan en el ejercicio de las facultades de administración:

REGLAMENTO

SITUACIONES EXTERNAS EXCEPCIONALES Y TRANSGRESIONES A LOS MÁRGENES DE INVERSIÓN EN LA ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Objetivo

El propósito de este reglamento es establecer un mecanismo para el tratamiento de diversas situaciones que puedan afectar el cumplimiento de las pautas de inversión en la administración de las reservas internacionales. Se distingue entre situaciones imprevistas y excepcionales generadas exógenamente y transgresiones en el ejercicio de las facultades de administración.

I. Situaciones externas imprevistas y excepcionales

Corresponde a movimientos excepcionales de fondos de las empresas bancarias y del Fisco, que modifiquen la estructura del portafolio ocasionando alteraciones inmediatas al cumplimiento de los parámetros de inversión. En estos casos las alteraciones en los márgenes no son atribuibles a los gestores de cartera, por lo que no son motivo de aplicación de sanciones. La regularización de estas circunstancias, sin embargo, deberá efectuarse en conformidad al procedimiento que se establece a continuación, que distingue entre situaciones con impacto moderado y situaciones con impacto significativo.

a) Situaciones con impacto moderado

Se faculta al Gerente de División Internacional para administrar la regularización de desviaciones hasta por un 5% en los márgenes de monedas y en la participación total del riesgo bancario, así como extender hasta por un mes la duración total del portafolio de inversiones. Esta facultad podrá ejercerse hasta por un lapso de tiempo que no supere los 10 días hábiles contados desde la fecha de ocurrencia de cada evento. En cada oportunidad en que se ejerza esta facultad, el Gerente de División Internacional instruirá sobre su procedencia a la Gerencia de Inversiones Internacionales e informará además a la Contraloría. Adicionalmente, deberá incluir este tipo de situaciones en el informe semestral de facultades delegadas que presenta al Consejo.

b) Situaciones sustantivas

Tratándose de situaciones no previstas anteriormente, el Gerente de División Internacional las informará por correo electrónico al Presidente solicitando, en su caso, autorización para proceder por magnitudes y horizontes temporales mayores a los contemplados en la letra anterior, si lo estima apropiado. Una vez recibida la autorización, instruirá sobre su procedencia informando además a la Contraloría.

El Presidente, a su vez, informará al Consejo de las autorizaciones que otorgue en una próxima sesión de Pre Consejo.

II. Transgresiones en el ejercicio de las facultades de administración

Corresponde a incumplimientos de las pautas y márgenes de inversión que se producen en el ejercicio habitual de las facultades delegadas de administración. Producto de la naturaleza y gravedad de las situaciones involucradas, las faltas se clasifican en Simples, Leves, Moderadas y Graves.

a) Faltas Simples

Corresponde a todas aquellas transgresiones de límites y márgenes que se producen por variaciones en los tipos de cambio y en los precios de mercado de los instrumentos, ocasionadas por la revalorización de las inversiones. Una vez informada su ocurrencia, se dará un plazo de tres días hábiles para su ajuste. Si en el citado plazo no se produce el ajuste requerido, la situación se calificará como falta leve, descontándose del registro de faltas simples para efectos de seguimiento histórico. Si dentro del mismo mes calendario, se produce una nueva transgresión simple, esta última se clasificará como falta leve, producto de observarse una reincidencia en este tipo de transgresiones en un período breve.

b) Faltas Leves

Se consideran como tales: i) El uso de plazas no autorizadas en países que califican por riesgo soberano, para realizar inversiones u operaciones de intermediación con bancos o instituciones elegibles; y, ii) las faltas simples que por reincidencia o incumplimiento en el plazo otorgado para su ajuste se atribuyen a este grupo. La primera de estas faltas en un mes calendario se sancionará con medio punto base a la gestión anual de la cartera. Si se observa reincidencia durante el mismo mes calendario, a la nueva transgresión se le aplicará un punto base a título de sanción respecto de la gestión anual de la cartera y será considerada como falta moderada para propósitos de registro histórico.

En caso que se presenten faltas leves, se otorgará un plazo de tres días hábiles desde la fecha en que sean informadas para corregir, de ser procedente, la situación. Si éstas involucran a administradores externos de cartera, el Gerente de Inversiones Internacionales les enviará, además, una carta de amonestación. Cuando las faltas involucren a la administración interna, el Gerente del área procederá a amonestar verbalmente a los funcionarios responsables de la misma, dando cuenta de ello a la Gerencia de Recursos Humanos.

4

c) Faltas Moderadas

Se contemplan como tales: i) Las transgresiones a los límites y márgenes ocasionados por transacciones en el contexto de las políticas vigentes. ii) La entrega de informes de operaciones por parte de los administradores externos con un desfase de tres o más días desde la fecha de las transacciones, así como también, operaciones de compra/venta de instrumentos que transgredan los plazos definidos como estándar de mercado. iii) Se incluyen también en este grupo, las faltas leves por reincidencia o incumplimiento en el plazo otorgado para efectuar el ajuste, cuando éste proceda.

La primera de estas faltas en un mes calendario se sancionará con un punto base a la gestión anual de la cartera. Si se observa reincidencia durante el mismo mes calendario, la nueva transgresión se sancionará con un punto y medio base a la gestión anual de la cartera y será considerada como falta grave para propósitos de registro histórico.

En caso de producirse faltas calificadas como moderadas, se otorgará un plazo de tres días hábiles desde la fecha en que sean informadas para corregir, de ser procedente, la situación. Tratándose de la administración interna, los operadores responsables de la falta serán amonestados verbalmente por el Gerente de Inversiones Internacionales, quien deberá informar de ello por escrito a la Gerencia de División Internacional con copia a la Gerencia General, y adoptar las demás medidas que amerite la situación. En el caso de los administradores externos de cartera, se enviará una carta de amonestación firmada por el Gerente de Inversiones Internacionales con copia a la Gerencia División Internacional, la Gerencia General y la Contraloría.

d) Faltas Graves

Se consideran como tales: i) Las transgresiones ocasionadas por la realización de inversiones no autorizadas. ii) El uso de intermediarios no elegibles. iii) La alteración o desfiguración de los antecedentes contenidos en los informes de transacciones recibidos de los administradores externos de cartera. iv) Las faltas moderadas en caso de reincidencia o incumplimiento en el plazo otorgado para efectuar el ajuste, cuando éste proceda.

La primera de estas faltas en un mes calendario se sancionará con un punto y medio base a la gestión anual de la cartera. Si se observa reincidencia durante el mismo mes calendario, la nueva transgresión recibirá dos puntos base a título de sanción.

Cuando se presente una falta grave, se otorgará un plazo de tres días hábiles desde la fecha en que sea informada para corregir, de ser procedente, la situación. En el caso del Banco Central de Chile, los operadores responsables serán amonestados por escrito por el Gerente de Inversiones Internacionales con copia a la Gerencia General, la Gerencia de División Internacional y la Contraloría. Si se observa reincidencia, serán separados temporalmente de sus funciones, sin perjuicio de las demás medidas que correspondan adoptar conforme al Reglamento de Personal. En el caso de los administradores externos de cartera, al observarse una falta grave se les enviará una carta de amonestación firmada por la Gerencia de División Internacional, copia de la cual se entregará a la Gerencia General y Contraloría. La acumulación de faltas graves durante un mes calendario podrá, asimismo, dar lugar al término del mandato de administración externa de cartera por decisión del Banco Central de Chile. Lo mismo se aplicará,

4



si se observa una reiteración de faltas graves durante el período anual correspondiente.

Cuando esté involucrada la administración del riesgo por tipo de cambio, las sanciones establecidas en puntos base, que deban deducirse de la gestión anual de la cartera a cargo del administrador respectivo, se aumentarán en un 50%.

2. Incorporar las disposiciones del reglamento del N° 1 anterior, en una nueva sección del "Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado", titulada: Tratamiento de situaciones externas excepcionales y transgresiones a las pautas de inversión.
3. Las normas del presente Reglamento entrarán en vigencia el día 13 de mayo de 2004. La Gerencia de División Internacional comunicará a los administradores externos de cartera el presente Reglamento para su cumplimiento y demás fines del caso.

1127-04-040505 – Modifica Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras – Memorandum N° 8 de la Gerencia de División Política Financiera.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera señala que el pasado 2 de abril comenzó a operar el Sistema LBTR del Banco Central de Chile para la liquidación de pagos de alto valor de las instituciones financieras y sus clientes. El siguiente hito en el proceso de implementación del nuevo sistema de liquidación de pagos se inicia el próximo 9 de julio, fecha a partir de la cual, de acuerdo a lo establecido en las disposiciones transitorias contenidas en el Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras, los vales y demás documentos a la vista de valor individual igual o superior a \$ 500 MM presentados a la Cámara de Cheques deberán ser compensados diariamente en un proceso separado y los bancos emisores de esos instrumentos deberán depositar en el Banco Central de Chile el día previo fondos por a lo menos el equivalente al promedio de los cinco mayores saldos netos deudores registrados por el correspondiente participante durante los dos períodos de encaje anteriores, excluyendo los tres últimos días hábiles bancarios del último período. Agrega, que el objetivo principal de estas disposiciones es hacer explícito los costos y riesgos asociados a la liquidación de pagos vía cámara, de modo de hacerlos comparables a la liquidación vía LBTR.

Recuerda el señor Herrera que a partir del 1 de abril, el Banco Central de Chile ha comenzado a recepcionar de Sinacofi estadísticas diarias respecto a los saldos netos resultantes del canje de vales vistas de valor individual igual o superior a \$ 500 MM. El análisis de esas estadísticas indica que el requerimiento de depósito previo establecido podría superar largamente los fondos necesarios para el cumplimiento del objetivo para el que fue creado. Lo anterior debido al grado de variabilidad diaria que presentan los señalados saldos netos, lo que afecta el monto requerido de depósito previo dada la fórmula de cálculo, que considera los cinco mayores saldos netos deudores registrados durante los dos períodos de anteriores encaje.

Asimismo, el citado Gerente hace presente que por lo anterior, se estima conveniente reemplazar la citada fórmula de cálculo por una que considera el promedio de todos los saldos netos deudores diarios registrados durante el anterior período de encaje, excluyendo el correspondiente al último día hábil bancario, aumentado en veinte por ciento. Esta fórmula de cálculo mantiene el objetivo para el que se estableció el requisito de depósito previo, pero le otorga un mayor grado de flexibilidad en consideración a la variabilidad de los resultados netos que se observa en la práctica.



Indica que la reglamentación que se propone, se fundamenta en el artículo 35 de la Ley Orgánica Constitucional que faculta al Banco Central de Chile para autorizar la creación y reglamentar el funcionamiento de las cámaras compensadoras de cheques y de otros valores a las que concurren empresas bancarias y sociedades financieras. Dicho texto legal dispone, asimismo, que con anterioridad al ejercicio de dicha facultad, esta Institución deberá requerir informe previo de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Por último, el señor Herrera informa que por Oficio Ordinario N° 5107 de fecha 28 de abril de 2004 se solicitó a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras el informe pertinente sobre las modificaciones a efectuar a las normas de funcionamiento de las cámaras de compensación, contenidas en el Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras. La citada Superintendencia mediante Oficio Ordinario N° 970 de fecha 3 de mayo de 2004, informó favorablemente respecto de la materia consultada.

En mérito de lo anterior, el Consejo acuerda reemplazar el primer párrafo del número 4 de las Disposiciones Transitorias contenidas en el Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras, por el siguiente:

“Las empresas bancarias y sociedades financieras emisoras de vales y documentos a la vista en moneda nacional, presentados a cobro a la Cámara en los procesos señalados en el número 2. anterior deberán mantener en depósito en el Banco Central de Chile fondos disponibles por a lo menos el equivalente a uno coma dos veces el promedio de los saldos netos deudores registrados por el correspondiente participante durante el período de encaje previo, excluyendo el correspondiente al último día hábil bancario.”

Informe de Rendimiento de los Activos correspondiente al primer trimestre de 2004.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, da cuenta que a fines del año pasado el Consejo aprobó una nueva forma de entrega de información sobre la gestión de reservas internacionales, que incluye la distribución mensual de informes solamente para los Consejeros y la presentación de cada tres meses de los resultados de la gestión del trimestre anterior. Agrega que, es la primera vez que se va a presentar este informe de carácter trimestral. También señala, que para la presentación se ha recogido una solicitud especial de tratar de hacer un informe con mayor presentación gráfica que en el pasado. Para la exposición ofrece la palabra al señor Iván Montoya, Jefe del Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo.

El señor Montoya señala, que en esta oportunidad se muestra un nuevo formato de informe de gestión, que considera tres cambios sustantivos respecto de la versión previa. Por primera vez se presenta una visión global del rendimiento de los activos en divisas del Banco, excluyendo sólo a aquellas partidas que no están sujetas a un esquema de administración propiamente tal. En consecuencia, no se considera la posición en el FMI y las reservas de oro que están en el Banco, que en total son cercanas a los USD 440 millones. Este es un primer cambio importante. Lo segundo es que se integra la dimensión cambiaria a los resultados globales y se abandona la lógica que se utilizó hasta fines del 2003, en la cual se presentaban por separado los resultados que eran atribuibles a las variaciones en las paridades internacionales. Finalmente, se ha avanzado en explicar mejor qué es lo que produce la diferencia de resultados con la estructura de referencia (el benchmark), con la incorporación de algunos indicadores de atribución de desempeño. Estos son los cambios más importantes que pueden apreciarse en este nuevo formato, que es el resultado de un esfuerzo que incorporó también valiosos aportes del Banco Central Europeo y de algunos de



nuestros administradores externos. El mencionado Informe se adjunta al Acta como parte integrante de ella.

El cuerpo del informe dispone de seis páginas y su índice detalla el contenido de cada sección. Como allí se indica, al comienzo de la primera página se presenta el resultado de las reservas internacionales, en su conjunto. Para el primer trimestre del presente año, se informan 64 puntos base de retorno total en dólares sobre un capital promedio de aproximadamente USD 15.600 millones equivalentes. Durante el trimestre el retorno de las reservas internacionales fue equivalente a 2,3 veces la tasa Libid en dólares a seis meses y marginalmente superior al retorno total de un bono a 1,2 años del tesoro americano.

Agrega el señor Montoya, que la segunda sección que se presenta en la primera página del Informe, descompone los resultados de la gestión por carteras. Destaca la incidencia que tiene en el resultado global la administración interna, que en promedio correspondió al 89,2% de los recursos bajo administración. Las restantes partidas corresponden a los resultados de los administradores externos, los bonos indizados, el programa de MBS y la caja independiente. Para hacer una adecuada interpretación de los resultados, se ha incorporado un Apéndice al Informe, donde se detallan los comparadores de referencia para cada cartera y su evolución en el tiempo.

Asimismo, informa que el desempeño de la gestión interna de cartera es, por su importancia relativa, el corazón del informe de gestión. Para esta importante proporción de las reservas internacionales, durante el primer trimestre del presente año el retorno favoreció a la estructura de referencia (el benchmark) por un margen de tres puntos base. Tres puntos base por debajo del retorno del benchmark en un manejo de cartera que estuvo condicionado por un escenario proyectado con una recuperación económica en los Estados Unidos, un efecto rezagado en el crecimiento de Europa y expectativas de una depreciación moderada del dólar. Sobre ese escenario global proyectado, se tomaron decisiones de administración que en términos de duración privilegiaron una posición corta en los bonos en dólares, provisto el riesgo de alza en las tasas de interés. También se privilegió una sub exposición en la duración total de la cartera. En términos de la composición de monedas y provisto el escenario esperado de paridades, lo que se tendió a privilegiar fue una sobre exposición en el área euro, lo que en cierta forma puede considerarse una extensión de lo observado durante el 2003. Por último, en lo referido a la estructura del portafolio entre corto y largo plazo, se privilegió una sub exposición global en el largo plazo, consistente con la expectativa de un riesgo al alza en las tasas de interés. Dentro del corto plazo, se continuó privilegiando una sobre exposición en el riesgo bancario.

Indica que todo este conjunto de proyecciones y decisiones de estrategia, determinan la evolución de los resultados que se destacan en el último gráfico de la primera página del Informe. El gráfico compara, en esta oportunidad, el desempeño del año 2003 con el año móvil a marzo de 2004 y presenta además el diferencial de retorno de la cartera mantenida frente al benchmark de los últimos tres meses.

Para entender un poco más qué factores ocasionaron durante el trimestre un diferencial de tres puntos base de rendimiento a favor del benchmark, se han incorporado algunas aperturas de atribución de desempeño al final de la primera página del Informe. De los tres puntos base, uno está explicado por el efecto paridad y dos por la contribución neta del riesgo de tasa de interés. En la administración de la composición de monedas se mantuvo una posición larga en euros, en un contexto en que se apreció el dólar. La presencia de monedas secundarias en el área Euro, sin embargo, permitió atenuar el impacto negativo en el desempeño de esta posición neta, debido a que la cotización de las monedas secundarias se comportó de una manera un poco más favorable ante el dólar que el euro. Ese es un primer factor que explica los resultados. Un segundo factor importante fue la contribución del

H. D.



riesgo de tasa de interés, que presentó un comportamiento diferenciado entre corto y largo plazo. En el corto plazo fue favorable porque las tasas de interés presentaron una disminución y ello afectó en forma inmediata al retorno de referencia y con rezago a la cartera mantenida, que sólo incorpora las nuevas tasas de mercado en las renovaciones de inversiones o adiciones netas. En el largo plazo, por su parte, la contribución del efecto tasa de interés fue negativo y más que compensó la contribución positiva del corto plazo. Estábamos cortos y la evolución esperada de las tasas de interés no se cumplió.

Lo recientemente expuesto, señala el señor Montoya, desglosa la información general de la gestión de la administración interna en dos factores centrales: tipo de cambio y tasa de interés. El análisis de los mismos tres puntos base a favor del benchmark, se complementa con un informe de atribución de desempeño que descompone la información total entre corto y largo plazo y por área monetaria. En este caso, se evalúa el efecto neto de las desviaciones totales contra el benchmark, mezclando las apuestas de composición de monedas y de tasa de interés entre corto y largo plazo y por área monetaria. El resultado es lo que se indica en la última tabla de la primera página del Informe. A nivel global se observa que el corto plazo favoreció el desempeño total y que el largo plazo presentó la tendencia opuesta. Todos los datos de esa última tabla son aditivos y permiten evaluar con precisión los resultados netos positivos y negativos de la estrategia seguida en los principales componentes del portafolio de inversiones.

Por otra parte indica, que en la página dos del Informe, se presentan antecedentes más específicos de la estrategia y del escenario internacional. En primer lugar, se destaca que durante el trimestre existieron dos estrategias en la gestión de la administración interna. Una estrategia de ajuste a la nueva estructura de referencia que se realiza durante el primer mes, durante el mes de enero, y una estrategia bimensual para febrero y marzo. Cabe recordar que la nueva estructura de referencia está vigente desde el 1 de febrero del año en curso, y por lo tanto era importante transitar en un ajuste y ese ajuste implicaba esencialmente tener más euros y disminuir la duración. Ese escenario de transición requería moverse hacia la nueva composición benchmark, pero si se desarrollaba en enero tenía que ser evaluada respecto de la estructura de referencia que estaba vigente en ese momento. El resultado de esto y como se ilustra claramente en los gráficos que se muestran en la página siguiente del Informe ya referido, es que por este concepto se asumieron durante enero desviaciones de composición de cartera, tanto en la administración de la composición de monedas como en la duración y en la estructura del portafolio, que nos llevaron a un alza transitoria en la posición de riesgo por desviarse de la estructura de referencia vigente en ese momento. Dependiendo de la evolución de las principales economías, de la evolución de las tasas de interés y de las variaciones en las paridades internacionales, podíamos haber observado resultados favorables o desfavorables. Lamentablemente no fue favorable en la transición la evolución de las paridades, lo que afectó en forma importante a los resultados del mes de enero.

Informa también, que la estrategia para el resto del trimestre se elaboró, como es habitual, con estimaciones de los fundamentos económicos para las principales economías y proyecciones de tasas de interés, de rendimientos para los bonos y de paridades. Se consideraron proyecciones a fines de marzo. En esta sección del Informe se ha innovado respecto del formato previo, incorporando una evaluación del grado en que se cumplieron los supuestos que dieron forma a la estrategia de inversiones. En esta materia se destacan los principales aciertos y desaciertos. Fue acertada la proyección de retornos totales en Europa y ocurrió lo contrario con la estimación de la evolución de la paridad Euro/dólar y de las alzas proyectadas en los rendimientos en dólares. Tampoco resultó favorable adicionar euros en enero (en la transición hacia el nuevo benchmark), en un contexto en que la divisa se depreció.



La evolución de los mercados fue distinta a lo proyectado. No subieron los rendimientos en dólares, que era lo fundamental para la posición estratégica de los bonos y, por el contrario, se observó una reducción de rendimientos. En el ámbito cambiario, además de observarse una apreciación moderada del dólar, aumentaron los niveles de volatilidad.

La página tres del Informe presenta en detalle la evolución de las apuestas en duración, composición de monedas y estructura del portafolio durante el trimestre. Básicamente entrega una mayor apertura de la información que en forma resumida ya estaba explícita en las páginas previas. Por ejemplo, se mencionó con anterioridad que la estrategia de ajuste durante enero ocasionó una mayor desviación en duración de la estructura de referencia y eso claramente se observa en el primer gráfico, donde destaca la cartera de bonos que en enero presentó una sub exposición cercana a los 10 meses. Esta importante desviación se eliminó en parte sustantiva en febrero, al cambiarse el comparador de referencia. Después se continuaron presentando sub exposiciones en duración, pero de una magnitud más moderada según lo estipulado en la estrategia para el bimestre.

Agrega que lo que muestran los dos gráficos que están a continuación en la página tres del Informe, corresponden a una relación gruesa entre la trayectoria del rendimiento benchmark de largo plazo tanto en dólares como en euros, y lo que fue la desviación en duración de cada sector. Pretenden entregar una visión intuitiva del impacto de la administración del riesgo de tasa de interés por sectores. En el área dólar nos indica que en todo momento se privilegió una posición corta en duración y que los rendimientos en dólares tendieron a la baja, indicando que la administración del riesgo de tasa de interés en esta área no benefició al desempeño de la cartera mantenida. El retorno total fue superior en el benchmark. Lo contrario se observó en los bonos del área euro, donde la apuesta en duración fue larga y los rendimientos de referencia tendieron a la baja, generando un resultado positivo. El factor tasa de interés en el área europea fue favorable a la gestión de la cartera mantenida pero no compensó a la trayectoria observada en el área dólar. A continuación en la página tres del Informe, se grafica una representación gruesa de la evolución de la composición de monedas del portafolio. Señala el señor Montoya que allí en realidad hay que tener en cuenta que las áreas yen y libra no existen desde el mes de febrero y que por lo tanto si se quisiera tener una visión global de las desviaciones de composición de monedas durante el trimestre, habría que sumar las desviaciones observadas durante en enero en esas áreas a las redefinidas áreas monetarias vigentes desde febrero. En este caso corresponde sumar el yen al área dólar y la libra al área europea. Si se realiza esta asociación, indica, puede apreciarse con mucha claridad que las desviaciones cambiarias durante enero fueron más acentuadas que lo que se registró durante el resto del trimestre. Por su parte, la página tres del Informe concluye con un cuadro que resume la desviación promedio observada en la composición del portafolio de inversiones, comparado con su estructura de referencia. Se observa la magnitud de la sobre exposición global en euros, la posición corta en bonos y la marcada preferencia por el riesgo bancario en el corto plazo.

Asimismo, el señor Montoya expresa, que como era de esperar, el conjunto factores antes indicados impactó durante el trimestre a la trayectoria de los valores el riesgo de la cartera de inversiones, que tiene el mérito de resumir en una dimensión única toda la información referida al riesgo de tasa de interés, de desviación en composición de monedas y de estructura del portafolio. El resultado neto fue una mayor posición en riesgo relativo contra el benchmark durante el mes de enero, comparado con lo observado en febrero y marzo. Todo esto se ilustra en detalle en la página cuatro del Informe.

Finalmente, señala, que en la página cinco del Informe, se presenta el análisis comparativo con los gestores externos de cartera para los bonos. Esta sección también ha sido rediseñada e incorpora una tabla que muestra la contribución de tres factores a la brecha de resultados que presenta cada gestor con el valor de referencia (el resultado del comparador). Los tres factores que han sido incorporados son el efecto tasa de interés, el efecto paridad y el aporte a la gestión de los forwards de monedas.



Cabe señalar, que en la primera tabla de esta página, se observa que durante el trimestre los cuatro gestores de cartera no fueron capaces de superar al retorno del comparador. Esto permite inferir que todos enfrentaron dificultades para acertar en el diagnóstico sobre la evolución de las paridades y de las tasas de interés y para reaccionar ante la evolución de los mercados. Así lo indica el detalle de la contribución de los factores tasa de interés y efecto paridad de esta sección del Informe de Gestión. Un análisis detallado en términos mensuales, indica que todos los gestores asumieron en este escenario costos por el ajuste a la nueva estructura de referencia. El Banco los asumió en enero y los administradores externos principalmente a comienzos de febrero.

El Consejero señor Marfán efectúa algunas consultas destinadas a precisar ciertos aspectos del Informe de la administración de las reservas internacionales y el impacto en la gestión del primer trimestre del cambio en la estructura benchmark, las que fueron aclaradas por la Gerencia División Internacional.

El Consejo toma nota de lo anterior.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12.30 horas.



MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

