BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 828E

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado
correspondiente al mes de enero de 2000

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 828E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 16 de marzo de 2000

En Santiago de Chile, a 16 de marzo de 2000, siendo las 12,10 horas, se reúne en sesión extraordinaria el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez, con el fin de tomar conocimiento del rendimiento de los activos en divisas y oro certificado correspondiente al mes de enero de 2000.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le-Fort Varela;
Gerente de 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.

El Gerente de División Internacional comienza su informe señalando que en términos de desempeño el año móvil finalizado en enero de 2000 presenta un índice global compuesto de 1,086, resultado que estando en línea con la trayectoria reciente es marginalmente superior al de los últimos informes. Los índices de gestión contable continúan presentando leves descensos, mientras que en términos económicos son notablemente superiores pero con más alta volatilidad. Esto último refleja el desempeño de la cartera de bonos, afectada por una pronunciada variabilidad en los precios de los instrumentos.

Evolución Índices de Gestión Anuales

	Nov.98 – Oct.99	Dic.98 – Nov.99	Año 1999	Feb.99 – Ene 00
Contable Total	1,111	1,094	1,070	1,042
Corto Plazo	1,085	1,070	1,056	1,040
Bonos	1,158	1,137	1,095	1,041
Bonos Económico	1,296	1,233	1,161	1,214
Global Compuesto	1,083	1,070	1,072	1,086

Para el año móvil finalizado en enero de 2000, la cartera total registra ingresos contables por el equivalente de US$ 672,2 millones y una tasa de retorno canasta de 5,05% anual, superando en 20,3 puntos base al comparador. El margen favorable aumenta a 21,8 puntos base, cuando para los bonos se consideran sus retornos acumulados a precios de mercado. El retorno por cambio en las paridades medido respecto del dólar, por su parte, es inferior en 39,9 puntos

base anuales al registrado por la cartera referencial, lo que se explica por la mantención – durante gran parte del año - de una marcada subexposición en yenes en un contexto que ha evidenciado una apreciación de esa moneda.

En términos contables el corto plazo registra para el período un 4,83% de retorno canasta y el largo plazo un 5,56%. En términos económicos, sin embargo, el retorno acumulado para los bonos medidos a precios de mercado es –1,912%, resultado que pese a ser negativo se compara favorablemente con el retorno referencial (-2,433% para los 12 meses).

En una perspectiva global, en enero se normaliza el nivel de renovaciones de inversiones al darse por concluida la contingencia del año 2000. Las inversiones realizadas totalizaron US$ 2.315,9 millones equivalentes (US$ 683 millones en diciembre), concentrándose la actividad en la cartera de depósitos buscando alargues de plazos consistentes con los estudios de optimización. La estructura promedio del portafolio refleja una sobreexposición de un 1,59% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 49,70%, con una sobreexposición de 9,70% en este tipo de riesgo. En la composición de monedas, se tiende hacia la neutralidad en dólares y libras y a una sobreexposición total en euros (1,10%), compensada con una posición corta en yenes (-0,94%). En la cartera de bonos se privilegia la neutralidad en todas las monedas, explicándose la sobreexposición global que se observa por las tenencias de bonos indexados en dólares, que tienen un riesgo limitado ante variaciones en las tasas de interés.

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables Enero 2000)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario	6,90%	3,34%	-1,37%	0,84%	9,70%
Soberano Corto Plazo	-9,80%	-2,17%	0,56%	0,12%	-11,28%
Soberano Largo Plazo	2,06%	-0,06%	-0,13%	-0,28%	1,59%
Total	-0,84%	1,10%	-0,94%	0,68%	0,00%

Nota: Excluye oro, caja independiente, administradores externos y posición en el FMI. Estructura referencial considera riesgo bancario 40%, riesgo soberano de corto plazo 30% y bonos 30%.

A fines de enero continuaba manteniéndose una actitud conservadora ante el riesgo de alzas en las tasas de interés, al registrarse una duración global de 14,89 meses para el portafolio. El valor referencial considera 17 meses.

En el corto plazo continúa privilegiándose una mayor participación relativa del riesgo bancario y depósitos entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa, basado en el mayor retorno que otorga este tipo de riesgo por sobre las inversiones soberanas de corto plazo.

En términos mensuales, el retorno contable global en enero es inferior al del comparador, lo que se explica fundamentalmente por un incremento en las tasas referenciales de largo plazo. Para los bonos valorados a precios de mercado, en enero se obtiene un retorno total de -0,143% superando en 22,5 puntos base al referente del mercado (-0,368%). Diferencias de composición entre ambas carteras y la volatilidad en los principales mercados financieros explican este resultado. Durante el mes los mercados de bonos experimentaron sustantivos deterioros en sus retornos producto de la incorporación de renovadas expectativas de alzas en las tasas de interés. Con distintos grados de profundidad, esto afectó a los mercados en dólares de los Estados Unidos de América, euro y libras esterlinas, constituyendo una excepción el mercado en yenes. En la mayoría de los casos, los ingresos por intereses de los bonos fueron insuficientes para compensar el deterioro observado en los precios de los instrumentos, generándose retornos totales negativos. Los bonos japoneses, por su parte se beneficiaron de la percepción que en el corto plazo el Bank of Japan no aumentaría las tasas de interés.

La administración del portafolio independiente de caja generó en enero un 5,36% de tasa de retorno en dólares, con un saldo promedio mantenido de US$ 173,98 millones. Los resultados correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, por su parte, establecen un 1,66% de tasa de retorno para el período, siendo inferior en 1,9 puntos básicos al referente del mercado.

Enero constituye el quinto mes de operaciones de los administradores externos de cartera luego del período de puesta en marcha. Hasta la fecha los resultados acumulados favorecen a la administración interna de bonos en términos contables, económicos y cambiarios. En segundo lugar se ubica FFT&W.

Desempeño Contable y Cambiario. Período Septiembre 1999 – Enero 2000

		Desempeño Contable		Acumulado (*)	Diferencial Cambiario (**)
Ranking	Institución	Retorno Efectivo	Comparador	Retorno Incremental	
1°	Banco Central	5,501%	5,772%	-0,271%	0,066%
2°	FFT & W	4,948%	5,772%	-0,825%	-0,006%
3°	M. Grenfell	4,878%	5,772%	-0,894%	-0,047%
4°	J.P. Morgan	4,460%	5,772%	-1,312%	-0,140%

(*) Tasas de retornos anualizadas calculadas, en el caso de los administradores externos, para el 100% de los recursos bajo administración. Incluye saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Comparador referencial corresponde exclusivamente a rendimiento canasta de bonos. (**) Sobre composición neutral de monedas.

Con respecto a este Cuadro, el Vicepresidente consulta si el retorno efectivo, es toda la cartera o es solamente la cartera de bonos, ya que más abajo se indica que incluye saldo de cuentas corrientes y depósitos a plazo.

Responde don Guillermo Le-Fort señalando que en el caso del Banco el retorno efectivo sólo corresponde a la cartera de bonos, mientras que en los administradores externos se incluyen además los saldos en cuenta corriente y depósitos. El mandato de administración externa es para la cartera de bonos (el benchmark así lo reconoce), pero se admite que nuestros administradores externos puedan mantener, por necesidades de liquidez y a veces hasta cierto límite por la búsqueda de una cierta estrategia, valores en cuenta corriente. De hecho, dice, estos valores en cuenta corriente han sido importantes para mantener un balance cambiario adecuado, es decir, para no tener una sobre o subexposición en algunas monedas que los dejen fuera de los rangos autorizados.

Desempeño Económico. Período Septiembre 1999 – Enero 2000

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	Banco Central	0,011%	-0,130%	0,141%
2°	FFT & W	-0,125%	-0,130%	0,005%
3°	J.P. Morgan	-0,247%	-0,130%	-0,117%
4°	M. Grenfell	-0,504%	-0,130%	-0,374%

Nota: Tasas de retorno sin anualizar, exclusivamente para bonos valorados a precios de mercado.

Indica el Gerente de División Internacional que mayores antecedentes sobre los administradores externos se presentan en la sección 6 del Informe que se ha distribuido, incluyendo los aspectos más destacables de los enfoques utilizados por nuestras contrapartes. En general, las variaciones que se observan en los resultados son el reflejo de ciertas diferencias de

composición entre las carteras en términos de áreas monetarias, plazos de las inversiones y manejo cambiario, en un contexto donde han predominado estrategias conservadoras de duración.

El Consejo toma conocimiento de lo informado precedentemente y el Presidente recuerda que se encomendó a la División Internacional en la Sesión Extraordinaria N° 822E, celebrada con fecha 17 de febrero de 2000, pedir al Morgan Grenfell una explicación del motivo por el cual mantuvieron un porcentaje tan alto de la cartera, en inversión de tan bajo retorno, debiendo tener la respuesta en esta Sesión.

El señor Le-Fort responde diciendo que se realizaron las consultas correspondientes a Deutsche Morgan Grenfell, que era el que tenía la concentración más fuerte de este tipo de instrumentos. La idea del Banco Central era que el uso de la cuenta corriente estuviese fundamentalmente relacionada con el manejo de liquidez, con la necesidad de liquidez para permitir una fluida rotación o movimiento de los activos. Sin embargo, la respuesta del Deutsche Morgan Grenfell certificó que ellos estaban haciendo un uso activo de la cuenta corriente como mecanismo de estrategia. En este contexto, básicamente han tomado posiciones en monedas con la cuenta corriente para compensar la ausencia de bonos en yenes y libras y respetar los márgenes de monedas otorgados en el mandato. Asimismo, utilizaban este posicionamiento en instrumentos de corto plazo como una manera para compensar la duración de los instrumentos de largo plazo que se estaban tomando.

El señor Le-Fort recuerda al Consejo que hay un límite máximo de duración del portafolio, por lo tanto, para poder tomar bonos más largos necesitaban tener depósitos cortos que produjeran un balance para cumplir el promedio en el total. Esta es una estrategia que es relativamente conocida que recibe el nombre de "barbell" en jerga técnica, pero que tiene como implicancia una toma de un riesgo mayor. No es un apalancamiento porque la volatilidad de los tipos de tasas de interés es muy distinta, la de largo plazo es muy superior.

El Consejero señor Marshall manifiesta que habría un riesgo menor, ya que el hecho que las dos varianzas sean altas no significa que el riesgo sea mayor, porque depende de la covarianza.

El Gerente de División Internacional explica que si se mantiene una misma duración máxima, con un instrumento de plazo intermedio o con dos instrumentos, uno de muy corto plazo y uno de muy largo plazo, esta segunda estrategia representa un riesgo mayor que la primera, porque la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo es muy superior a la volatilidad de las tasas de interés de menor plazo y de corto plazo también, entonces no se produce la compensación que en el cálculo se da para la duración. Por eso el asunto ha preocupado y se ha tomado contacto con los administradores externos y se han dado instrucciones limitando el uso de la cuenta corriente a los fines para los cuales ésta había sido otorgada en el mandato, es decir, como medio para contar principalmente con la liquidez necesaria para un buen manejo de la cartera y no como una manera de tomar posiciones en forma más agresiva.

Agrega el señor Le-Fort que también se les recordó que una reciente decisión del Consejo les permitía manejar el riesgo cambiario con forwards, por lo cual no se justificaba el uso de la cuenta corriente para tomar posiciones cambiarias, que lo podían hacer con forwards si es que a ellos les parecía que los bonos, en una determinada moneda, no se presentaban como una opción atractiva. A partir del primero de abril, el uso de la cuenta corriente se limita en promedio mensual a un 7% de los recursos totales del mandato, y con eso se cree que se les dará el espacio suficiente para el manejo de liquidez, pero se les limita el uso de las posiciones más agresivas.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala que en el informe de gestión se indica que durante enero se restituyó el nivel de actividad en el mercado de bonos y que dos de los administradores externos, J.P.Morgan y Fischer comenzaron a ajustar sus carteras de inversión, reconociendo de una vez las pérdidas no realizadas contablemente para un conjunto de instrumentos. Con relación a esto, la señora Ovalle consulta cómo el Banco Central reconoce que hay pérdidas en el manejo de sus bonos.

El señor Le-Fort responde diciendo que las pérdidas se realizan contablemente cuando se venden los instrumentos. Al momento de la venta la pérdida contable será mayor mientras más alta sea la brecha entre el valor contable del instrumento y su precio de mercado. Realizar la pérdida puede ser conveniente en la medida en que las perspectivas de recuperación no existan, puede haber otro activo que vaya a tener un alza mayor en el futuro, por lo tanto, no es algo que se rechace como esquema, sino que simplemente se señala como un hecho. A la larga este reconocimiento de pérdidas va a poder probar ser el movimiento adecuado si es que los nuevos activos que compraron generan un alza de precios que en mediciones para períodos mayores elimina la pérdida.

Se levanta la Sesión a las 12,25 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

Incl.: Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado Enero 2000:
Informe (10 hojas)
Cuadro N° 1 Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Enero 2000).
Cuadro N° 2 Portafolio de Bonos Valorado a Precios de Mercado - Retorno Total Enero 2000.
Evolución de Curvas Referenciales de Rendimiento. (2 hojas)
Cuadro N° 3-A Retornos Incrementales Acumulados, BCCH versus Administradores Externos (2 hojas)
Cuadro N° 3-B Duración (meses)
Anexo N° 1 Administración Interna - Resultados Contables para el Corto Plazo- Retornos mensuales por área monetaria.
Anexo N° 2 Spread Libid Febrero - Enero 2000 (promedios mensuales)
Anexo N° 3 Cartera de bonos bajo administración interna. Evolución mensual de retornos incrementales y duración incremental.
Anexo N° 4 Duración Modificada del Portafolio. Febrero 1999 a Enero 2000.

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado a enero del 2000
Resumen Ejecutivo

En términos de desempeño el año móvil finalizado en enero del 2000 presenta un índice global compuesto de 1,086, resultado que estando en línea con la trayectoria reciente es marginalmente superior al de los últimos informes. Los índices de gestión contable continúan presentando leves descensos, mientras que en términos económicos son notablemente superiores pero con más alta volatilidad. Esto último refleja el desempeño de la cartera de bonos, afectada por una pronunciada variabilidad en los precios de los instrumentos.

Evolución Índices de Gestión Anuales

	Nov. 98-Oct. 99	Dic. 98-Nov. 99	Año 1999	Feb. 99-Ene 00
Contable Total	**1,111**	**1,094**	**1,070**	**1,042**
Corto Plazo	**1,085**	**1,070**	**1,056**	**1,040**
Bonos	**1,158**	**1,137**	**1,095**	**1,041**
Bonos Económico	**1,296**	**1,233**	**1,161**	**1,214**
Global Compuesto	**1,083**	**1,070**	**1,072**	**1,086**

Para el año móvil finalizado en enero del 2000, la cartera total registra ingresos contables por el equivalente de US$ 672,2 millones y una tasa de retorno canasta de 5,05% anual, superando en 20,3 puntos base al comparador. El margen favorable aumenta a 21,8 puntos base, cuando para los bonos se consideran sus retornos acumulados a precios de mercado. El retorno por cambio en las paridades medido respecto del dólar, por su parte, es inferior en 39,9 puntos base anuales al registrado por la cartera referencial, lo que se explica por la mantención -durante gran parte del año- de una marcada sub exposición en yenes en un contexto que ha evidenciado una apreciación de esa moneda.

En términos contables el corto plazo registra para el período un 4,83% de retorno canasta y el largo plazo un 5,56%. En términos económicos, sin embargo, el retorno acumulado para los bonos medidos a precios de mercado es -1,912%, resultado que pese a ser negativo se compara favorablemente con el retorno referencial (-2,433% para los 12 meses).

En una perspectiva global, en enero se normaliza el nivel de renovaciones de inversiones al darse por concluida la contingencia del año 2000. Las inversiones realizadas totalizaron US$ 2.315,9 millones equivalentes (US$ 683 millones en diciembre), concentrándose la actividad en la cartera de depósitos buscando alargues de plazos consistentes con los estudios de optimización. La estructura promedio del portafolio refleja una sobre exposición de un 1,59% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 49,70%, con una sobre exposición de 9,70% en este tipo de riesgo. En la composición de monedas, se tiende hacia la neutralidad en dólares y libras y a una sobre exposición total en euros (1,10%), compensada con una posición corta en yenes (-0,94%). En la cartera de bonos se privilegia la neutralidad en todas las monedas, explicándose la sobre exposición global que se observa por las tenencias de bonos indexados en dólares, que tienen un riesgo limitado ante variaciones en las tasas de interés.

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables Enero del 2000)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario	**6,90%**	**3,34%**	**-1,37%**	**0,84%**	**9,70%**
Soberano Corto Plazo	**-9,80%**	**-2,17%**	**0,56%**	**0,12%**	**-11,28%**
Soberano Largo Plazo	**2,06%**	**-0,06%**	**-0,13%**	**-0,28%**	**1,59%**
Total	**-0,84%**	**1,10%**	**-0,94%**	**0,68%**	**0,00%**

Nota: Excluye oro, caja independiente, administradores externos y posición en el FMI. Estructura referencial considera riesgo bancario 40%, riesgo soberano de corto plazo 30% y bonos 30%.

A fines de enero continuaba manteniéndose una actitud conservadora ante el riesgo de alzas en las tasas de interés, al registrarse una duración global de 14,89 meses para el portafolio. El valor

referencial considera 17 meses.

En el corto plazo continúa privilegiándose una mayor participación relativa del riesgo bancario y depósitos entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa, basado en el mayor retorno que otorga este tipo de riesgo por sobre las inversiones soberanas de corto plazo.

En términos mensuales, el retorno contable global en enero es inferior al del comparador, lo que se explica fundamentalmente por un incremento en las tasas referenciales de largo plazo. Para los bonos valorados a precios de mercado, en enero se obtiene un retorno total de -0,143%, superando en 22,5 puntos base al referente del mercado (-0,368%). Diferencias de composición entre ambas carteras y la volatilidad en los principales mercados financieros explican este resultado. Durante el mes los mercados de bonos experimentaron sustantivos deterioros en sus retornos producto de la incorporación de renovadas expectativas de alzas en las tasas de interés. Con distintos grados de profundidad, esto afectó a los mercados en dólares de los Estados Unidos de América, euro y libras esterlinas, constituyendo una excepción el mercado en yenes. En la mayoría de los casos, los ingresos por intereses de los bonos fueron insuficientes para compensar el deterioro observado en los precios de los instrumentos, generándose retornos totales negativos. Los bonos japoneses, por su parte, se beneficiaron de la percepción que en el corto plazo el Bank of Japan no aumentaría las tasas de interés.

La administración del portafolio independiente de caja generó en enero un 5,36% de tasa de retorno en dólares, con un saldo promedio mantenido de US$ 173,98 millones. Los resultados correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, por su parte, establecen un 1,66% de tasa de retorno para el período, siendo inferior en 1,9 puntos básicos al referente del mercado.

Enero constituye el quinto mes de operaciones de los administradores externos de cartera luego del período de puesta en marcha. Hasta la fecha los resultados acumulados favorecen a la administración interna de bonos en términos contables, económicos y cambiarios. En segundo lugar se ubica FFT&W.

Desempeño Contable y Cambiario. Período Septiembre de 1999 – Enero del 2000

		Desempeño Contable Acumulado(*)			Diferencial
Ranking	**Institución**	**Retorno Efectivo**	**Comparador**	**Ret. Incremental**	**Cambiario (**)**
1°	**Bco. Central**	5,501%	5,772%	-0,271%	0,066%
2°	**F F T & W**	4,948%	5,772%	-0,825%	-0,006%
3°	**M. Grenfell**	4,878%	5,772%	-0,894%	-0,047%
4°	**J.P. Morgan**	4,460%	5,772%	-1,312%	-0,140%

(*): Tasas de retorno anualizadas calculadas, en el caso de los administradores externos, para el 100% de los recursos bajo administración. Incluye saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Comparador referencial corresponde exclusivamente a rendimiento canasta de bonos. (**) Sobre composición neutral de monedas.

Desempeño Económico. Período Septiembre de 1999 – Enero del 2000

Ranking	**Institución**	**Retorno Acumulado**	**Comparador Referencial**	**Retorno Incremental**
1°	**Banco Central**	0,011%	-0,130%	0,141%
2°	**F F T & W**	-0,125%	-0,130%	0,005%
3°	**J.P. Morgan**	-0,247%	-0,130%	-0,117%
4°	**M. Grenfell**	-0,504%	-0,130%	-0,374%

Nota: Tasas de retorno sin anualizar, exclusivamente para bonos valorados a precios de mercado.

Mayores antecedentes sobre los administradores externos se presentan en la sección 6 del informe adjunto (página 7) incluyendo los aspectos más destacables de los enfoques utilizados por nuestras contrapartes. En general, las variaciones que se observan en los resultados son el reflejo de ciertas diferencias de composición entre las carteras en términos de áreas monetarias, plazos de las inversiones y manejo cambiario, en un contexto donde han predominado estrategias conservadoras en duración.

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado enero del 2000: 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 enero del 2000. 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 y el portafolio de oro. Se incluyen además, los resultados de la gestión de nuestra 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 enero del 2000 el portafolio de divisas registra ingresos contables equivalentes a US$ 672,20 millones, provenientes en un 97,51% (US$ 655,44 millones) de intereses percibidos y devengados y en un 2,49% (US$ 16,76 millones) de ganancias de capital por venta de instrumentos.

Los ingresos totales del período equivalen a un 5,05% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio, superando en 20,3 puntos básicos anuales al rendimiento referencial. El rendimiento global (5,05%) se compone de un 4,83% de retorno para el corto plazo y un 5,56% de retorno para el largo plazo, siendo la evolución reciente de los resultados la siguiente:

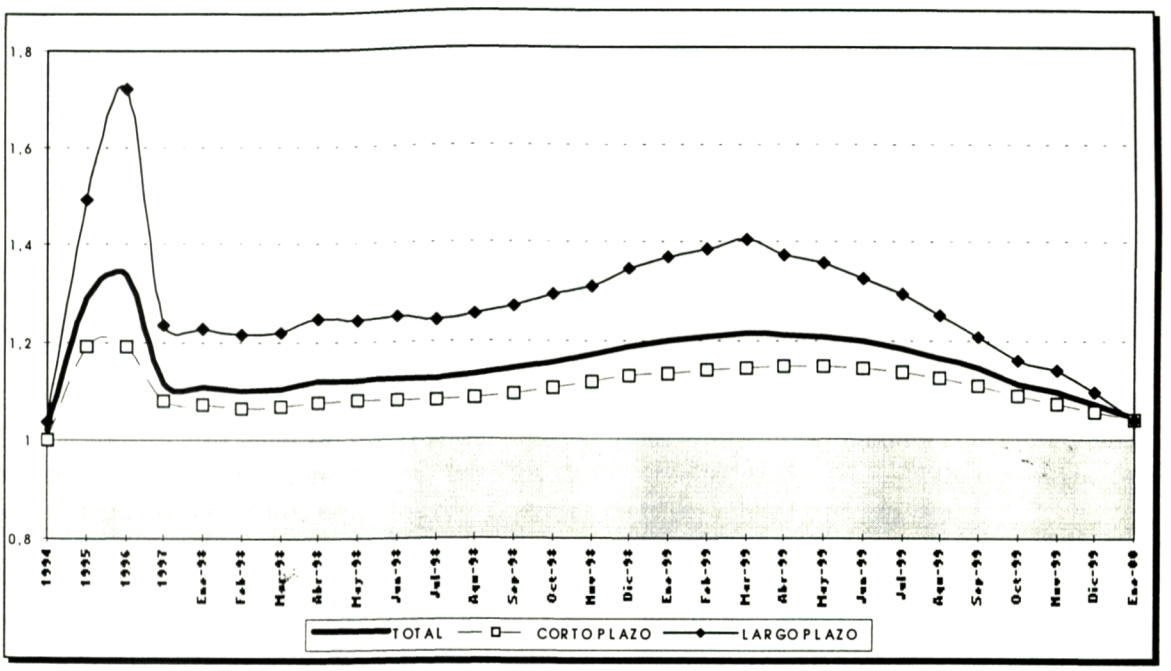
Performance contable. Resultados acumulados 6 últimos períodos

Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Septiembre 98 – Agosto 99	5,238%	4,499%	**0,739%**
Octubre 98– Septiembre 99	5,173%	4,536%	**0,638%**
Noviembre 98– Octubre 99	5,124%	4,612%	**0,512%**
Diciembre98–Noviembre99	5,114%	4,674%	**0,439%**
Enero 99–Diciembre 99	5,090%	4,755%	**0,335%**
Febrero 99–Enero 2000	**5,056%**	**4,854%**	**0,203%**

El índice de performance para el período asciende a 1,042.- compuesto por un índice de 1,040 para el corto plazo y de un valor de 1,041 para el largo plazo. El resultado global es levemente inferior al registrado durante los últimos períodos, como se aprecia en el siguiente gráfico:

[1] Los bonos se valoran diariamente con Bloomberg.

Índices de Performance: 1994, 1995, 1996, 1997 y años móviles hasta enero del 2000



RESULTADO MENSUAL ENERO DEL 2000

El rendimiento canasta referencial excede - en términos anualizados - en 23,1 puntos básicos al rendimiento del portafolio total, obteniéndose un índice de performance agregado de 0,958.- (ver Cuadro N° 1 en anexos). Este se desglosa en un índice de 1,012 para el corto plazo y un índice de 0,852 para el largo plazo.

La obtención de un índice de desempeño total para el mes de enero por debajo de la unidad, se explica en lo sustantivo por un aumento en las tasas referenciales[2] contables.

En términos comparativos, el retorno efectivo del corto plazo aumenta en enero en 9,10 puntos básicos, situándose en un 5,239%. La cartera de bonos, por su parte, evidencia una disminución de 8 puntos base en su retorno efectivo situándose en términos contables en un 5,241%.

En una perspectiva global, durante enero se normaliza el nivel de renovaciones de inversiones, al darse por concluida la contingencia del año 2000. Las inversiones realizadas totalizan US$ 2.315,9 millones a nivel del portafolio (US$ 683 millones en diciembre), concentrándose la actividad en la cartera de depósitos bancarios, buscando alargues de plazos consistentes con los estudios de optimización. Durante el mes se alcanza una estructura promedio que refleja una sobre exposición de un 1,59% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 49,70%, con una sobre exposición de 9,70% en este tipo de riesgo.

[2] Básicamente de largo plazo.

CORTO PLAZO

El performance de corto plazo ha experimentado la siguiente evolución durante el último trimestre:

	ÍNDICE PERFORMANCE CORTO PLAZO		
PERÍODO	TOTAL	BANCARIO	SOB. + SUP.
Noviembre 99	1,003	1,023	0,937
Diciembre 99	1,009	1,031	0,937
Enero 2000	1,012	1,034	0,933

Dentro del corto plazo en enero continúa privilegiándose una mayor participación relativa del riesgo bancario (en torno al 51% del total del portafolio), sustentado en consideraciones de riesgo-retorno. Adicionalmente, basados en los resultados de modelos de optimización se enfatizan los depósitos entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa.

En las renovaciones de instrumentos soberanos y supranacionales cortos, por su parte, continúan primando consideraciones propias de las coyunturas de los mercados[3].

Riesgo bancario. En enero el plazo promedio de las inversiones realizadas en dólares de los Estados Unidos fue de 7,09 meses (2,9 meses en diciembre). En el área euro éste ascendió a 7,92 meses (2,5 meses en diciembre). En las áreas yen y libra no se efectuaron inversiones.

Riesgo soberano y supranacional. En enero el área dólar presenta inversiones por US$ 115 millones en euronotas a un plazo promedio ponderado de 6,69 meses. El área euro presenta inversiones por US$ 15,22 millones equivalentes en letras del tesoro emitidas por el Gobierno de Bélgica a un plazo de 5,6 meses. En el área yen, por su parte, el plazo promedio ponderado de las inversiones ascendió a 5,32 meses correspondiendo a letras del tesoro emitidas por el Gobierno de Japón y Nueva Zelandia. En el área libra no se efectuaron transacciones.

En el Anexo N° 1 se presentan los retornos efectivos e incrementales por área monetaria para el riesgo bancario y el riesgo soberano de corto plazo, correspondientes a los meses de diciembre de 1999 y enero del 2000. En el Anexo N° 2 se presenta la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

BONOS

En enero el retorno nominal para la cartera de bonos asciende a un 5,241%, inferior al valor registrado en el mes previo (5,321% en diciembre). La obtención de un índice por debajo de la unidad en esta cartera se explica principalmente por un aumento en las tasas referenciales.

Durante enero se registraron ingresos netos de bonos por US$ 110,9 millones en las áreas euro y dólar[4]. En las restantes áreas monetarias no se efectuaron transacciones. La participación promedio de los bonos aumenta desde 30,90% en diciembre a 31,59% en enero.

---

[3] En parte, el desempeño por debajo de la unidad para este tipo de riesgo en meses recientes está influenciado por su composición de monedas, que presenta sobre exposiciones en yenes.

[4] Las áreas euro y dólar presentan ingresos netos por US$ 70,9 millones y US$ 40 millones respectivamente.

2. RESULTADOS ECONÓMICOS PORTAFOLIO DE BONOS

RESULTADOS ACUMULADOS

Para el período de 12 meses finalizado en enero del año 2000 los bonos registran un -1,912% de retorno económico global, resultado que es superior en 52,1 puntos básicos al rendimiento de los comparadores referenciales relevantes (-2,433%), obteniéndose un índice de performance agregado equivalente a 1,214.- Durante los últimos 12 períodos la evolución de los resultados ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Acumulados cartera de bonos

Período	Retorno acumulado BCCH (a)	Retorno acumulado Comparador (b)	Retorno Incremental (a-b)	Índice Performance Económico (a/b)
Marzo 98 - febrero 99	4,949%	5,115%	-0,166%	0,968
Abril 98 - marzo 99	5,228%	5,030%	0,198%	1,039
Mayo 98 – abril 99	5,361%	5,089%	0,272%	1,054
Junio 98 – mayo 99	3,881%	3,341%	0,541%	1,162
Julio 98 – junio 99	3,084%	2,293%	0,791%	1,345
Agosto 98 – julio 99	2,097%	1,598%	0,498%	1,312
Septiembre 98 – agosto 99	0,774%	0,269%	0,505%	2,874
Octubre 98 – septiembre 99	-0,079%	-0,431%	0,351%	1,816
Noviembre 98 – octubre 99	-0,444%	-0,631%	0,187%	1,296
Diciembre 98 –noviembre 99	-0,500%	-0,651%	0,151%	1,233
Enero 1999 –diciembre 99	-1,221%	-1,455%	0,234%	1,161
Febrero 1999 –enero 2000	**-1,912%**	**-2,433%**	**0,521%**	**1,214**

Al combinar, referencialmente, los resultados "contables" de corto plazo con el retorno "económico" de la cartera de bonos valorada a precios de mercado, se concluye que para el año móvil finalizado en enero del 2000 se observa un índice agregado para el portafolio total de 1,086.-, resultado que se mantiene en línea con la trayectoria de los últimos períodos. La siguiente tabla ilustra sobre el particular:

Performance Global Compuesto. Índices Acumulados

Período (año móvil)	Performance Contable Corto Plazo	Performance Económico Bonos	**Performance Global Compuesto**	Performance Contable Total
Año 1998	1,125	1,003	1,091	1,187
Julio 98-junio 99	1,143	1,345	1,168	1,199
Agosto 98-julio 99	1,134	1,312	1,143	1,184
Sept. 98-Agosto 99	1,121	2,874	1,141	1,164
Oct. 98-Sept. 99	1,107	1,816	1,118	1,141
Nov. 98-Oct. 99	1,085	1,296	1,083	1,111
Dic. 98-Nov. 99	1,070	1,233	1,070	1,094
Año 1999	1,056	1,161	1,072	1,070
Feb. 99-Ene. 2000	**1,040**	**1,214**	**1,086**	**1,042**

Los retornos incrementales del portafolio mixto (retorno contable de corto plazo y económico para los bonos) han presentado durante el último cuatrimestre la siguiente evolución:

Performance Global Compuesto. Retornos Incrementales

Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Nov. 98 – oct. 99	3,225%	2,977%	0,248%
Dic. 98 – nov. 99	3,188%	2,979%	0,208%
Ene. 99 – dic. 99	2,955%	2,758%	0,197%
Feb. 99 – ene. 2000	**2,738%**	**2,520%**	**0,218%**

RESULTADO MENSUAL ENERO

En enero del 2000 se obtiene un retorno total de -0,143% para la cartera mantenida, que resulta ser superior en 22,5 puntos base al referente del mercado (-0,368%). Diferencias de composición entre ambas carteras explican esta diferencia en los resultados. El valor económico promedio de la cartera mantenida fue de US$ 4.148,7 millones, registrándose pérdidas económicas por US$ -5,81 millones de dólares equivalentes (ver Cuadro N° 2). La evolución de los resultados mensuales durante los últimos 12 meses ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Mensuales Cartera de Bonos

Mes	Retorno Total BCCH (*) (a)	Retorno Total Comparador (*) (b)	Retorno Incremental (a-b)
Febrero 1999	-1,582%	-1,850%	0,268%
Marzo 1999	0,563%	0,602%	-0,038%
Abril 1999	0,448%	0,444%	0,004%
Mayo 1999	-0,717%	-0,908%	0,191%
Junio 1999	-0,370%	-0,434%	0,064%
Julio 1999	-0,280%	-0,209%	-0,071%
Agosto 1999	0,122%	0,047%	0,075%
Septiembre 1999	0,366%	0,477%	-0,111%
Octubre 1999	0,027%	0,123%	-0,096%
Noviembre 1999	0,153%	0,077%	0,076%
Diciembre 1999	-0,394%	-0,434%	0,040%
Enero 2000	**-0,143%**	**-0,368%**	**0,225%**

(*): Tasas mensuales.

En términos globales la cartera de bonos registró en enero una duración promedio de 3,58 años, manteniéndose nuevamente por debajo del valor referencial (4,17 años).

Durante enero nuevamente predominaron las caídas en los precios de los instrumentos, ante renovadas expectativas de alzas en las tasas de interés de política por parte de algunos Bancos Centrales[5]. Con distintos grados de profundidad, esto afectó a los principales mercados de bonos, constituyendo una excepción el mercado en yenes. En el área euro y los instrumentos en libras esterlinas, las pérdidas fueron más pronunciadas por sobre los 3 años de madurez remanente. En los bonos en dólares, por su parte, las pérdidas predominaron en los instrumentos hasta los 10 años plazo.

En Europa las caídas en los precios se explican principalmente por temores inflacionarios ligados al crecimiento de las economías de la zona, y en menor grado por la influencia de los bonos americanos y la volatilidad del euro que tiende a depreciarse. El Bank of England aumentó su tasa de interés en 25 puntos base el 13 de enero, sin embargo, los mercados ingleses mantuvieron su preocupación inflacionaria durante todo el mes. En el mercado del dólar se observó una importante volatilidad, predominando las caídas de precios debido al

[5] En los últimos 6 meses, el Banco de Inglaterra aumentó tasas en 3 oportunidades, el FED lo hizo en 2 oportunidades y el Banco Central Europeo en una ocasión.

crecimiento de la economía, el aumento observado en el precio del petróleo y la volatilidad del mercado accionario. Los bonos japoneses se beneficiaron de la percepción que en el corto plazo el Bank of Japan no aumentaría las tasas de interés.

En el área dólar en enero se efectuaron compras netas de bonos por US$ 40 millones principalmente entre 7 y 10 años de madurez. El retorno incremental para el área fue de 34,3 puntos base, y se explica por la sobre exposición de la cartera mantenida en los tramos de madurez entre 3 y 7 años, y por sobre los 10 años. La sub exposición mantenida en el tramo 7 a 10 años fue beneficiosa, al constituir el tramo de peor retorno relativo de la curva de rendimientos durante el mes. La duración para esta área monetaria bajó a 3,46 años, mientras que la cartera referencial registró un valor de 3,86 años.

En el área euro se efectuaron compras netas por US$ 70,9 millones equivalentes entre 1 y 7 años, predominando los plazos más cortos. Durante el mes esta área registra un resultado que es inferior en 4,8 puntos al comparador, lo que se explica esencialmente por una sobre exposición a los bonos entre 3 y 7 años, en desmedro del tramo 1 a 3. La duración de esta área monetaria fue en promedio 4,24 años, mientras que el referente del mercado consideró 5,26 años.

En el área libra no se efectuaron movimientos en enero. El retorno es inferior en 38,2 puntos base al comparador, lo que se explica por una sobre exposición de la cartera mantenida a los tramos de madurez inferiores a un año, zona que experimentó una sustancial baja de precios. La duración de esta área monetaria fue de 3,48 años, mientras que el comparador consideró en diciembre 4,04 años.

En el área yen no se efectuaron transacciones durante enero, obteniéndose un retorno incremental de 5,0 puntos base. La cartera mantenida registró una duración promedio de 2,42 años, mientras que en el comparador referencial considera 4,97 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[6]

En enero del 2000 se concluye el mes con una duración total para el portafolio equivalente a 14,89 meses, manteniéndose la actitud de prudencia que predominó durante 1999 (el valor referencial para la duración es de 17 meses). En términos relativos, a nivel del corto y el largo plazo se mantienen sub exposiciones en duración respecto de los referentes centrales. En el Anexo N° 4 se presentan antecedentes sobre la evolución de la duración.

4. MONEDAS

La composición de monedas ha presentado la siguiente evolución durante el trimestre noviembre de 1999 - enero del 2000:

[6] 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".

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

Área Monetaria	Noviembre 99	Diciembre 99	Enero 2000	Estructura Vigente (rangos)
Dólar	71,33%	71,25%	71,63%	66% - 78%
Euro	18,57%	19,02%	18,89%	15% - 21%
Libra	6,18%	5,68%	5,34%	3% - 7%
Yen	3,92%	4,05%	4,14%	0% - 7%

Nota: Excluye oro, 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%.

Durante el mes de enero se efectuaron ocho operaciones forward de monedas por US$ 42,10 millones con plazos que oscilaron entre los dos y siete días.[7]

5. RIESGO BANCARIO

En promedio el uso del riesgo bancario en enero fue un 49,70% (49,15% en diciembre), excluyendo el portafolio de oro, caja independiente, administradores externos y posición en el Fondo Monetario Internacional. La estructura referencial contempla un 40% como valor central.

6. PERÍODO SEPTIEMBRE DE 1999 - ENERO DEL 2000. RESULTADOS COMPARATIVOS ADMINISTRADORES EXTERNOS DE CARTERA

Los resultados acumulados favorecen hasta la fecha a la administración interna en términos contables, económicos y cambiarios. Las siguientes tablas ilustran sobre el particular:

Desempeño Contable. Período Septiembre de 1999 – Enero del 2000

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	5,501%	5,772%	-0,271%
2°	**F F T & W**	4,948%	5,772%	-0,825%
3°	**M. Grenfell**	4,878%	5,772%	-0,894%
4°	**J.P. Morgan**	4,460%	5,772%	-1,312%

Nota: Tasas de retorno anualizadas calculadas, en el caso de los administradores externos, para el 100% de los recursos bajo administración. Incluye saldos de cuentas corrientes y depósitos a plazo. Comparador referencial corresponde exclusivamente a rendimiento de bonos.

Desempeño Económico. Período Septiembre de 1999 – Enero del 2000

Ranking	Institución	Retorno Acumulado	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	0,011%	-0,130%	0,141%
2°	**F F T & W**	-0,125%	-0,130%	0,005%
3°	**J.P. Morgan**	-0,247%	-0,130%	-0,117%
4°	**M. Grenfell**	-0,504%	-0,130%	-0,374%

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

[7] Dichas operaciones correspondieron principalmente a arbitrajes desde libras (LE 19,07 millones) y dólares canadienses (CAD 15,19 millones) a dólares americanos.

Desempeño Cambiario. Período Septiembre de 1999 – Enero del 2000

Ranking	Institución	Resultado Cartera Mantenida	Resultado Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	-1,495%	-1,561%	0,066%
2°	**F F T & W**	-1,566%	-1,561%	-0,006%
3°	**M. Grenfell**	-1,608%	-1,561%	-0,047%
4°	**J.P. Morgan**	-1,700%	-1,561%	-0,140%

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 medido en dólares equivalentes para los 5 meses.

Entre diciembre de 1999 y enero del presente año, los mercados de bonos experimentaron sustantivos deterioros en sus retornos producto de la incorporación de renovadas expectativas de alzas en las tasas de interés. Con distintos grados de profundidad, esto afectó a los mercados en dólares de los Estados Unidos de América, euro y libras esterlinas, constituyendo una excepción el mercado en yenes. En la mayoría de los casos, los ingresos por intereses de los bonos fueron insuficientes para compensar el deterioro observado en los precios de los instrumentos, generándose retornos totales negativos. Al mismo tiempo, se observó una marcada depreciación del euro, enfatizada desde mediados de octubre, persistiendo además el fortalecimiento relativo que ha caracterizado al yen desde comienzos del año 1999. Diciembre fue en general un mes de escasa actividad relativa en los mercados financieros, producto de situaciones de coyuntura a las cuales no fue ajena nuestra administración interna de cartera y los administradores externos del Banco. En lo más específico, la liquidez de los mercados declinó en diciembre producto de los tradicionales periodos de vacaciones de fines de año y cierres de balances contables en diversas latitudes. Adicionalmente, las instituciones implementaron medidas especiales de prevención de riesgos con el objeto de minimizar los efectos atribuibles al cambio de milenio. Como resultado de todo lo anterior, en la mayoría de los casos se presentó un escaso nivel de movimiento en las carteras de bonos, declinando en forma sustantiva el reconocimiento de eventuales pérdidas contables por ventas, situación que es habitual en manejos activos de cartera en entornos especialmente complejos y ante expectativas de alzas de tasas de interés.

Durante enero se restituyó el nivel de actividad en los mercados de bonos. Dos de nuestros administradores externos (J.P. Morgan y F.F.T.&W.) comenzaron a ajustar sus carteras de inversión, reconociendo de una vez las pérdidas no realizadas para un conjunto de instrumentos[8]. Morgan Grenfell, por su parte, anticipó su ajuste entre noviembre y diciembre del año previo, tendiendo a mantener durante la primera parte del presente año la cartera sin grandes variaciones. En general, nuestras contrapartes argumentan que han efectuado ventas y privilegiado el reconocimiento inmediato de pérdidas, producto de visiones estratégicas que buscan maximizar los retornos a un año plazo. En términos de horizonte de evaluación, esto es consistente con las características del mandato de administración otorgado. Para los cuatro meses finalizados en diciembre de 1999, las pérdidas contables acumuladas por nuestros administradores externos totalizaron US$ 481.898, monto que se eleva a US$ 1.249.942 hacia fines de enero. JP Morgan realiza el ajuste mayor, reconociendo en enero pérdidas contables por US$ 558.539 y pasando a liderar esta estadística[9].

De la experiencia acumulada hasta la fecha, comienzan a visualizarse ciertos rasgos distintivos de las estrategias de inversión asumidas por nuestras contrapartes. En primer lugar, tiende a predominar la prudencia en el manejo de la duración, al mantenerse una cartera con una duración promedio por debajo del comparador referencial de 4,2 años. Morgan Grenfell, que en principio luce más agresivo en este contexto, compensa su

[8] Básicamente en el área dólar.

[9] El US$ 1.249.942 de pérdidas netas acumuladas se desglosa de la siguiente forma: JP Morgan US$ 729.324; FFT&W US$ 297.635 y Morgan Grenfell US$ 222.983 equivalentes.

posición más larga en bonos con un 15% de la cartera invertida en depósitos overnight[10], llevando la duración total hacia la neutralidad.

En términos cambiarios, las diferencias en los resultados se explican por las áreas euro y yen. El Banco registra una posición corta en el área euro que permite una protección relativa durante los 5 meses frente al debilitamiento de esta divisa. Parte de esta ganancia, sin embargo, absorbe pérdidas en el área yen al estar cortos en un ambiente de fortalecimiento de esa moneda. FFT&W, por su parte, tiende hacia la neutralidad cambiaria, producto de lo cual no evidencia pérdidas o ganancias sustantivas por este concepto hasta enero. En el otro extremo, JP Morgan asocia su pérdida de 14 puntos base a un sobreposicionamiento de un 1,4% en el área euro.

Destaca, en el manejo del portafolio, el hecho que los tres administradores externos utilizan los saldos en cuenta corriente para mantener la totalidad de sus posiciones en yenes. Adicionalmente, Morgan Grenfell hace un intenso uso de este mecanismo como protección a fluctuaciones en rendimientos de otras áreas monetarias (especialmente la libra y en menor grado el dólar).

Morgan Grenfell continúa siendo el administrador que ha registrado la mayor exposición al riesgo de tasa de interés por tramos de madurez entre los 5 y 10 años. La administración interna, por su parte, ha mantenido una posición general más neutral en términos de estructura, incluyendo inversiones en las cuatro áreas monetarias.

Finalmente, vale destacar que las pérdidas contables que reconoce JP Morgan en enero se atribuyen a una recomposición en el área dólar. Optan por vender los eurobonos en dólares reemplazándolos por instrumentos del Tesoro de los Estados Unidos, mejorando con ello la liquidez en esta área monetaria. Los eurobonos tienen una mayor sensibilidad de precio en entornos turbulentos.

La evolución que han experimentado los retornos incrementales durante el período así como antecedentes complentarios sobre la duración, se ilustran en los cuadros 3-A y 3-B en los anexos.

7. CAJA

La caja en moneda extranjera independiente del portafolio generó durante el mes de enero ingresos nominales por US$ 1,16 millones, provenientes en un 100% de operaciones over-night y week-end. Dichos retornos representan un retorno nominal anualizado de 5,36% (5,22% durante diciembre), el que comparado con la tasa referencial determina un índice de gestión para el mes de enero de 0,974.

El saldo promedio mantenido en caja durante el mes fue equivalente a US$ 173,98 millones.

8. EFECTO PARIDAD

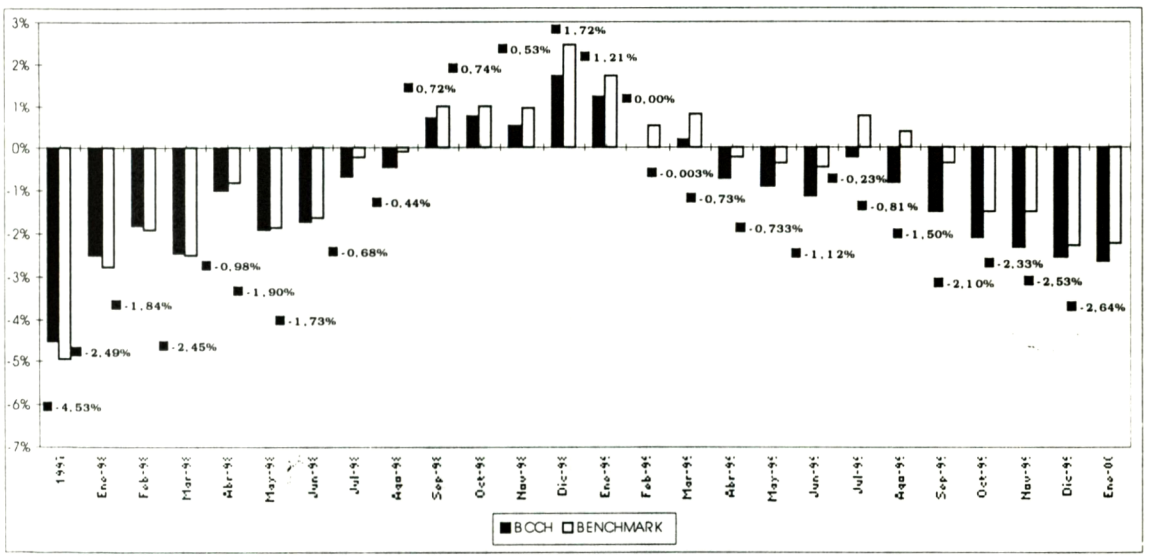
Para el año móvil finalizado en enero del 2000 el efecto paridad favorece a la estructura referencial por sobre la cartera mantenida. Esto es atribuible esencialmente al área yen y en menor medida al área euro, que han presentado desviaciones respecto de la estructura referencial. En el caso del área yen se ha mantenido una sub exposición respecto de la estructura referencial pese a evidenciarse un fortalecimiento relativo de la divisa (8,63% para los 12 meses finalizados en enero). En el caso del área euro, por su parte, se registra una sobre exposición que ha venido reduciéndose en meses recientes, en un contexto que se ha caracterizado por un debilitamiento de la divisa respecto del dólar.

---

[10] 3,9% de inversiones overnight en promedio en el caso de FFT&W y un 4,3% en JP Morgan.

El siguiente gráfico ilustra sobre la evolución del efecto paridad:

Efecto Paridad períodos de 12 meses entre 1996 y enero del 2000



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

En el área yen, se mantiene la visión de privilegiar una posición corta[11], ante la expectativa de reinvertir estos recursos en otras áreas monetarias en condiciones más atractivas.

9. ORO CERTIFICADO

Para el año móvil finalizado en enero del 2000 se registraron 20.048,47 onzas de oro como utilidad, producto de depósitos a plazo sobre una cartera promedio de 1.213.399 onzas. Esto representa una tasa de retorno equivalente al 1,666% en términos anualizados, que es inferior en 1,9 puntos base al rendimiento referencial y permite alcanzar un índice de performance de 0,989.- La obtención de un índice por debajo de la unidad se explica principalmente por el incremento en las tasas referenciales registrado durante el trimestre agosto – octubre de 1999, del cual la cartera mantenida ha podido beneficiarse en menor medida dado el perfil de vencimientos existente.

La cartera mantenida registra, en promedio, un 9,83% de renovaciones mensuales. En consecuencia, los retornos efectivos de cada mes tienden a ser un retorno ponderado de tasas observadas en meses recientes.

En promedio, los forwards de tasa vigente durante enero representaron el 0,13% del portafolio de oro.

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

CUADRO N° 1

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Enero 2000)

ESTRUCTURA PROMEDIO ACTIVOS EN DIVISAS		INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (US$ EQUIV.) (a)			RETORNO NOMINAL	TASAS BENCHMARK ANUALIZADAS			PERFORMANCE ANUALIZADO	RETORNO INCREMENTAL
ITEM \ CONCEPTO:	PORCENTAJE	INTERESES GANADOS (b)	GANANCIAS DE CAPITAL NETAS POR VENTAS (c)	TOTAL NOMINAL	TASA ANUALIZADA (%) (1)	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)
AREAS MONETARIAS										
DOLAR	71,117%	45.194.434	250.000	45.444.434	5,850%	6,008%	6,550%	6,171%	0,948	-0,320%
EURO	19,100%	7.477.505	9.077	7.486.583	3,553%	3,363%	5,108%	3,886%	0,914	-0,334%
YENS	4,063%	883.015	0	883.015	1,956%	0,062%	1,011%	0,346%	5,646	1,610%
LIBRAS	5,721%	3.549.320	15.001	3.564.321	5,700%	6,161%	6,274%	6,195%	0,920	-0,495%
TOTAL	100,00%	57.104.274	274.078	57.378.352	5,239%	5,179%	6,151%	5,470%	0,958	-0,231%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	68,412%	39.232.992	15.001	39.247.993	5,239%	5,179%			1,012	0,060%
BONOS	31,588%	17.871.282	259.077	18.130.359	5,241%		6,151%		0,852	-0,910%
TOTAL	100,00%	57.104.274	274.078	57.378.352	5,239%			5,470%	0,958	-0,231%
Promedio activos en divisas US$ (a)	13.019.665.290									

(*) Excluye oro y caja independiente. 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$ 182.389,17 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.

PORTAFOLIO DE BONOS VALORADO A PRECIOS DE MERCADO - RETORNO TOTAL ENERO 2000

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)
DOLARES AMERICANOS		74,59%	3.094.772.689	-0,039%	-1.115.647
MARCOS ALEMANES	1,931	0,26%	21.214.906	0,227%	48.146
YENES JAPONESES	105,235	1,18%	5.138.340.497	0,102%	5.272.053
LIBRAS ESTERLINAS	0,610	5,39%	136.373.879	-0,775%	-1.054.726
CORONA DANESA	7,348	0,57%	172.913.759	-0,325%	-556.667
DÓLAR AUSTRALIANO	1,524	0,00%	0	0,000%	0
CORONA NORUEGA	8,023	0,23%	78.170.289	0,298%	232.745
EURO	0,987	17,77%	728.384.636	-0,413%	-2.957.079
TOTAL		100,00%	US Dollars 4.148.702.958	-0,143%	US Dollars Equivalentes -5.811.559
VALOR PROMEDIO CARTERA BONOS (US$)		4.148.702.958			
DURACION PROMEDIO MENSUAL (AÑOS)		3,575			

RETORNO REFERENCIAL MENSUAL

J.P. Morgan (f)
-0,382%
-0,344%
0,052%
-0,393%
-0,368%
4,167

RETORNO INCREMENTAL

RET. TOT. BCCH - RET. REF.	
0,343%	
-0,048%	(*)
0,050%	(*)
-0,382%	
0,225%	

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
Feb-99	3,902	3,983	1,979	5,656	2,573	4,768	3,467	4,076	4,466	-	0,987	-	-
Mar-99	3,944	3,962	1,916	5,656	1,663	4,814	4,154	4,071	4,451	-	0,907	-	-
Abr-99	3,857	3,926	1,833	5,576	1,188	4,940	4,185	4,006	4,913	-	0,817	-	-
May-99	3,794	3,956	1,737	5,560	1,098	4,889	3,993	3,932	4,711	-	0,743	-	-
Jun-99	3,709	3,954	1,652	5,455	1,026	4,964	3,868	3,887	4,643	-	4,770	-	3,361
Jul-99	3,680	3,917	1,589	5,435	0,951	4,994	3,783	3,968	4,555	-	4,407	-	3,319
Ago-99	3,611	3,949	1,504	5,300	0,868	4,924	3,726	3,884	4,486	1,629	3,764	-	3,355
Sep-99	3,698	3,972	1,422	5,226	1,773	4,912	3,709	3,863	4,370	1,523	3,670	-	2,603
Oct-99	3,650	3,916	1,338	5,160	1,912	4,988	3,611	3,811	4,264	1,475	3,630	-	2,578
Nov-99	3,614	3,982	1,258	5,166	2,006	4,961	3,604	3,774	4,631	1,399	3,626	-	2,553
Dic-99	3,533	3,927	1,175	5,137	2,474	4,928	3,585	3,858	4,575	1,314	3,543	-	-
Ene-00	3,459	3,856	1,088	5,258	2,415	4,971	3,477	4,039	4,359	1,233	3,429	-	-

a: Corresponde al promedio de las paridades utilizadas en el mes de Enero 2000. Fuente: Bloomberg

b: Participación promedio de cada moneda respecto a la cartera total de bonos, durante Enero 2000

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

d: Corresponde a la composición de los retornos diarios registrados durante Enero 2000. 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 Enero 2000

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$ (71,6667%); DEM(20%); YEN(1,6667%); GBP (6,6667%).

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

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

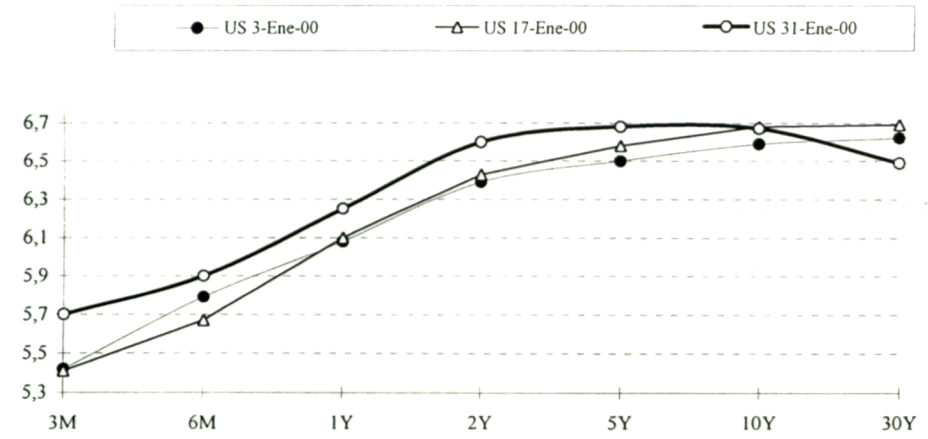
(**): El comparador para la duracion del Dolar Australiano y el Dólar Neozelandes es la duración del JP Morgan para el Yen Japonés.

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

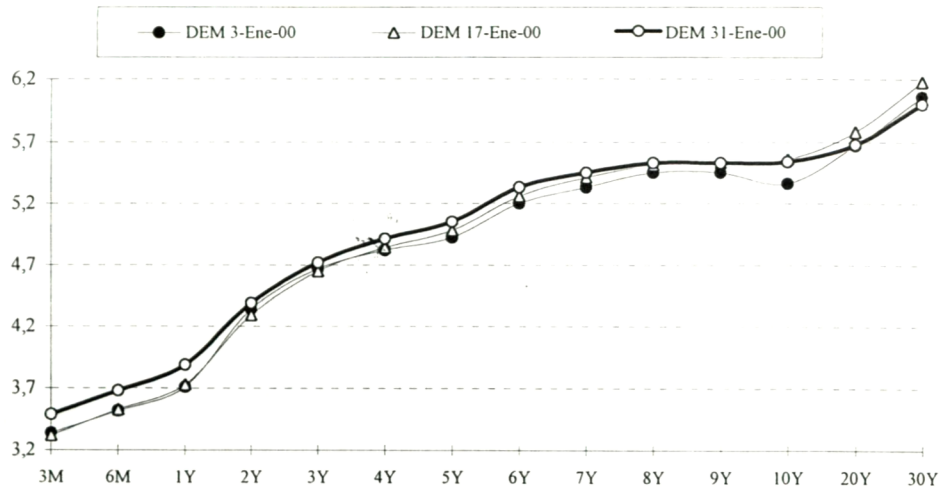
EVOLUCIÓN DE CURVAS REFERENCIALES DE RENDIMIENTO
(Complemento Cuadro N° 2)

CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
ENERO 2000

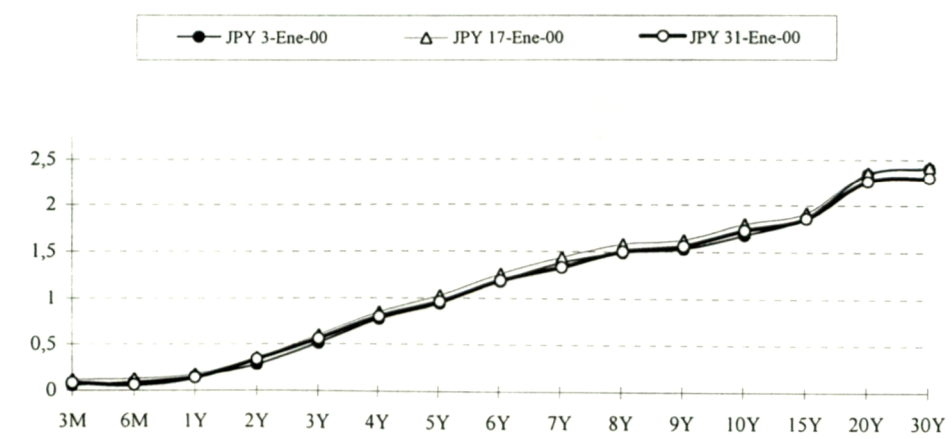
Curva de Rendimiento Bonos USA (Enero 2000)



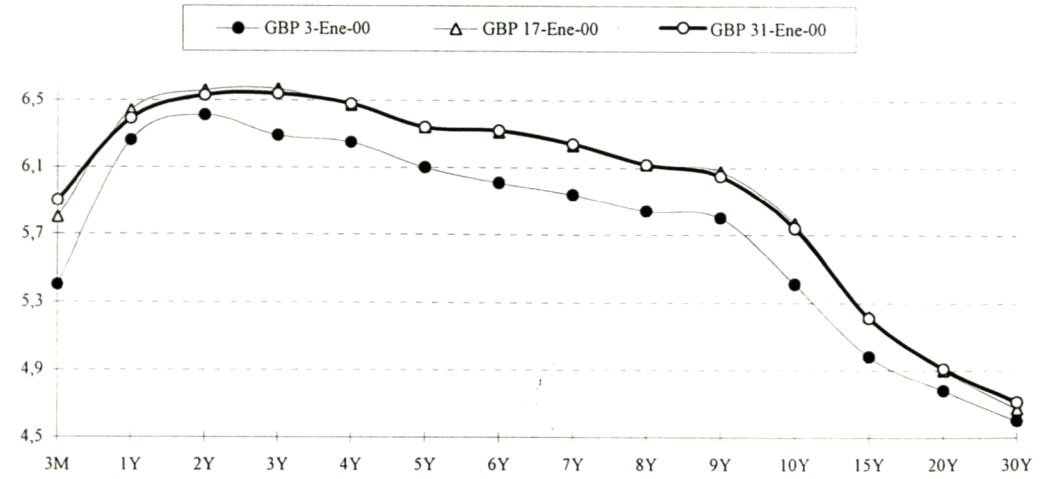
Curva de Rendimiento Bonos DEM (Enero 2000)



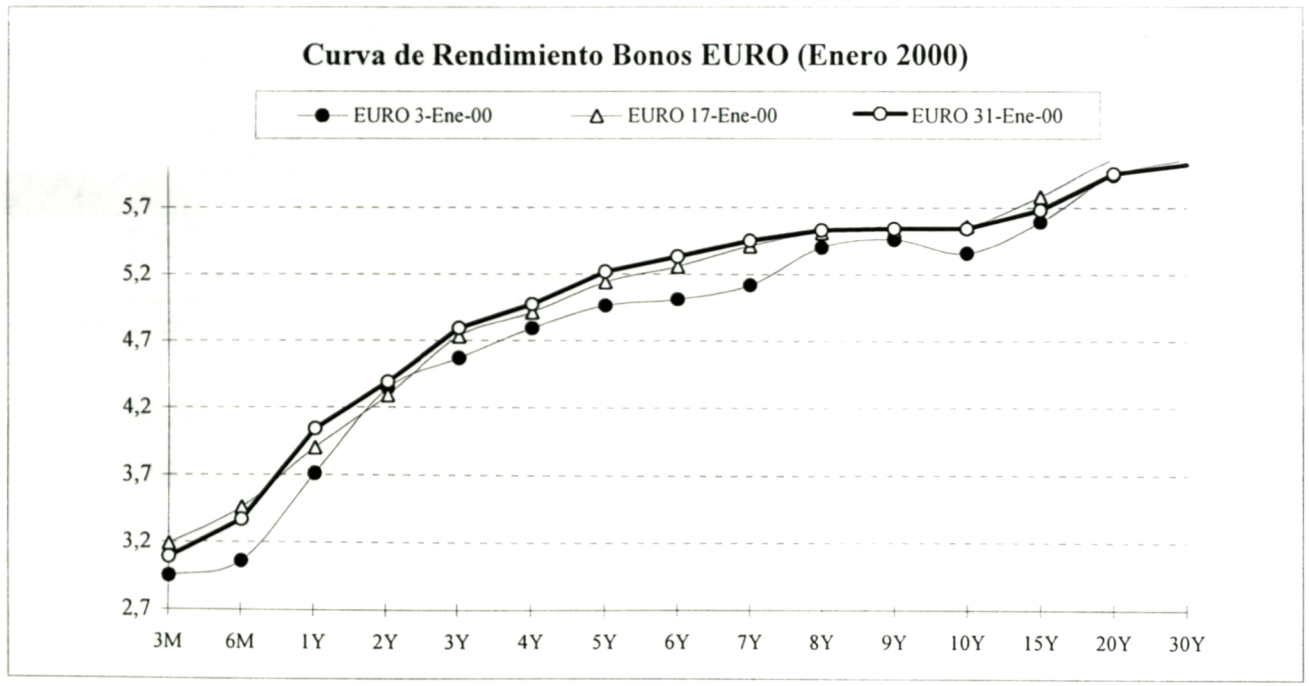
Curva de Rendimiento Bonos YEN (Enero 2000)



Curva de Rendimiento Bonos GBP (Enero 2000)



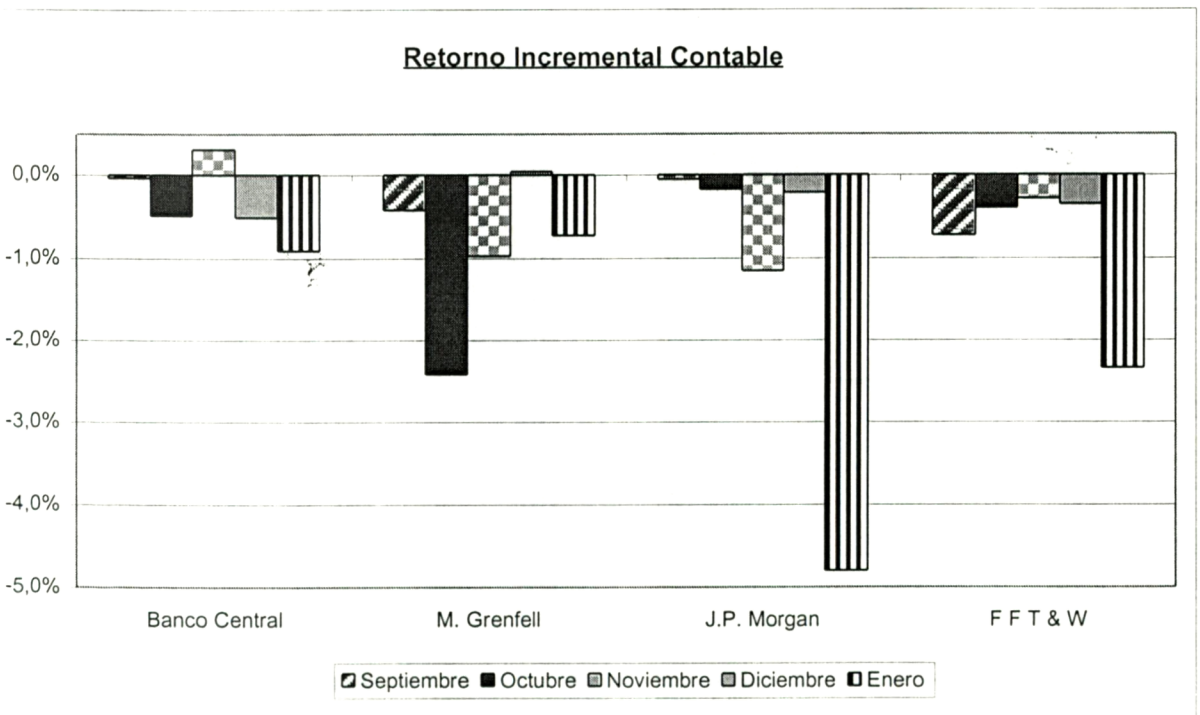
CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
ENERO 2000

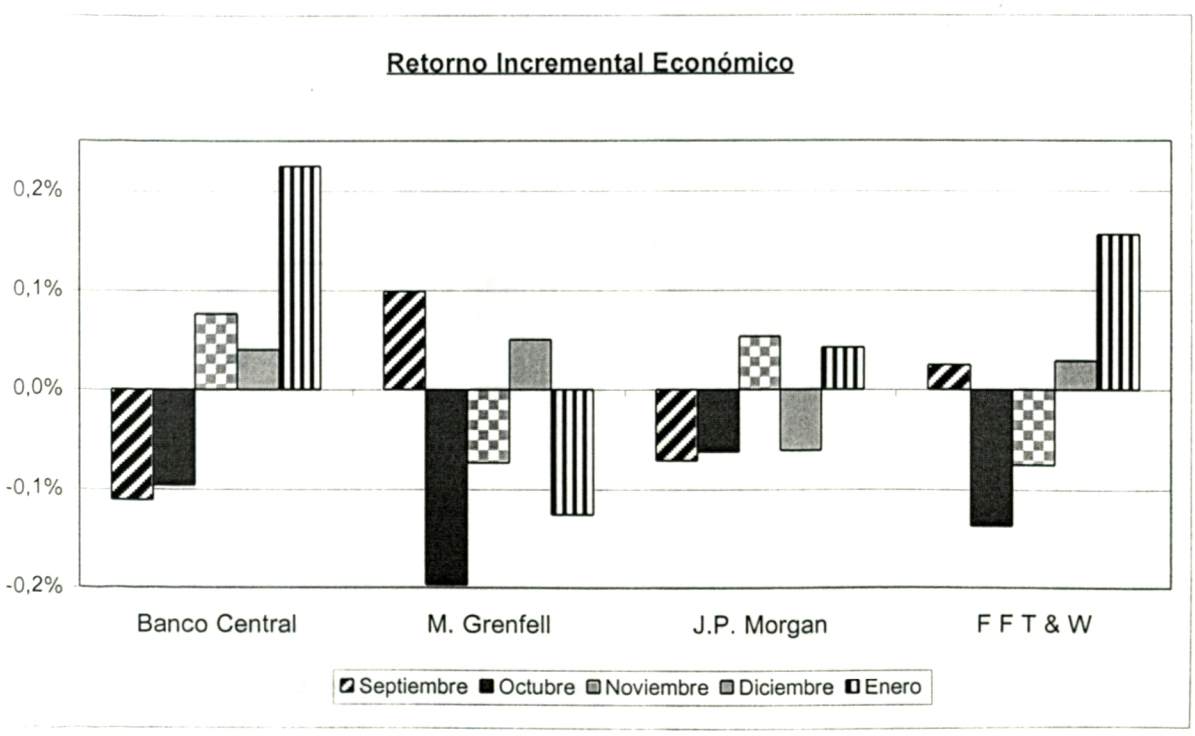


GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo
FBT 7/03/00

CUADRO N° 3-A

RETORNOS INCREMENTALES MENSUALES
BCCH VERSUS ADMINISTRADORES EXTERNOS

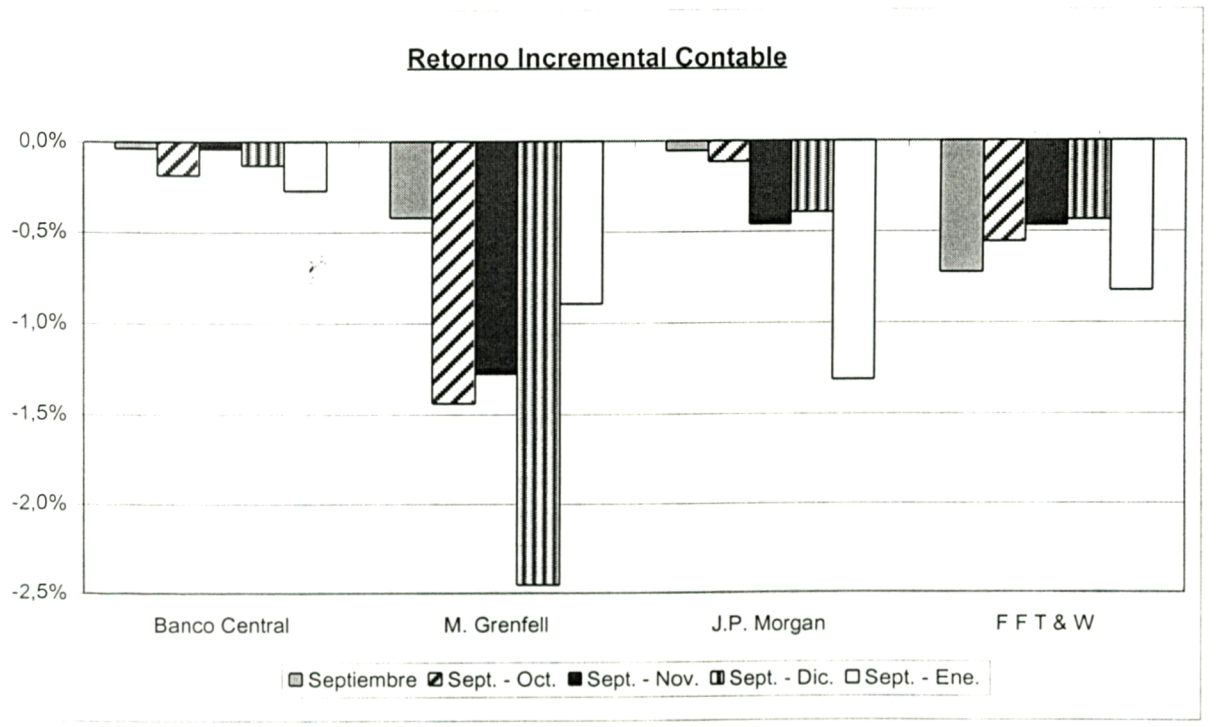


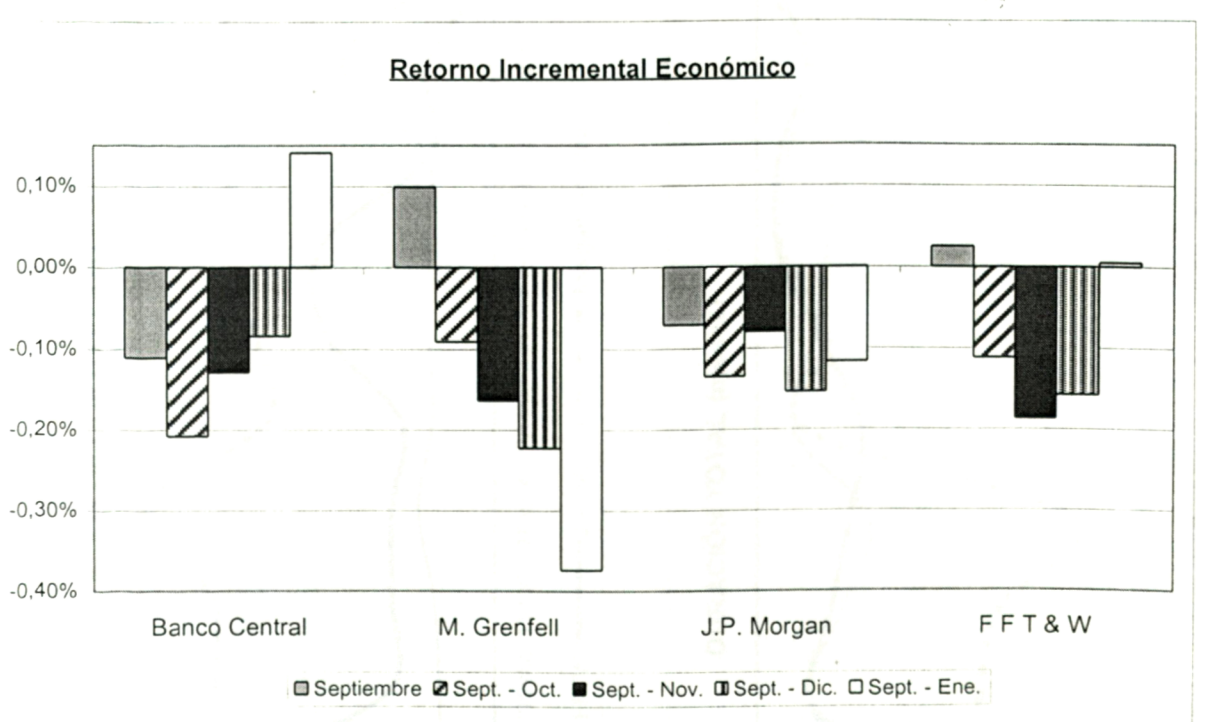


GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo
FBT 7/03/00

CUADRO N° 3-A

RETORNOS INCREMENTALES ACUMULADOS
BCCH VERSUS ADMINISTRADORES EXTERNOS

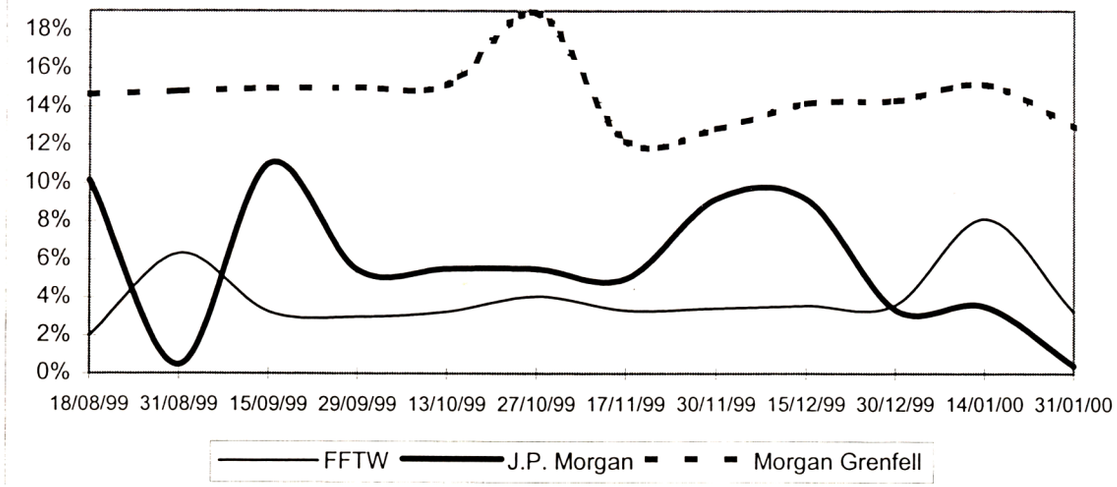




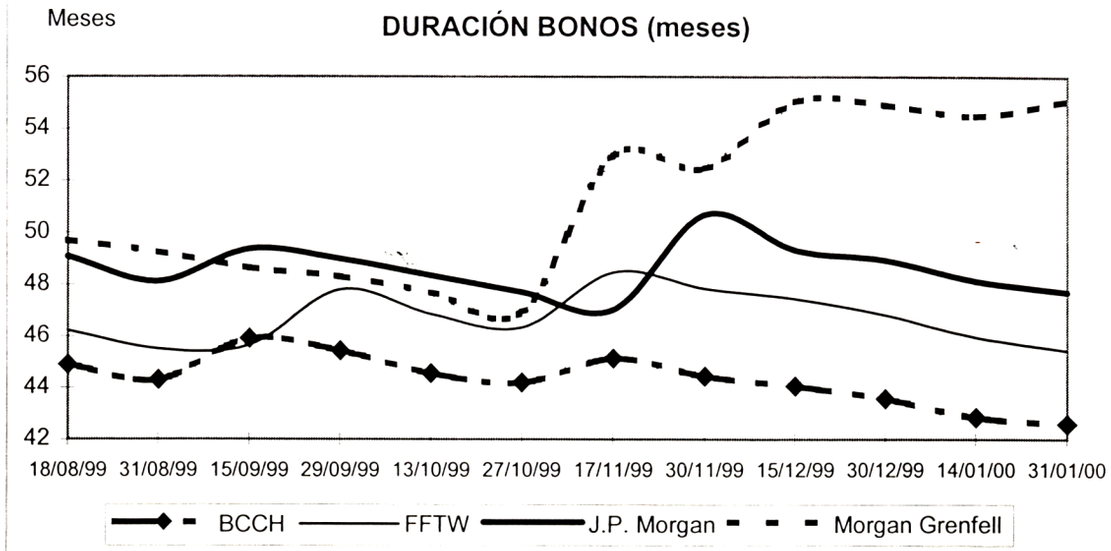
CUADRO 3-B

DURACIÓN (meses)

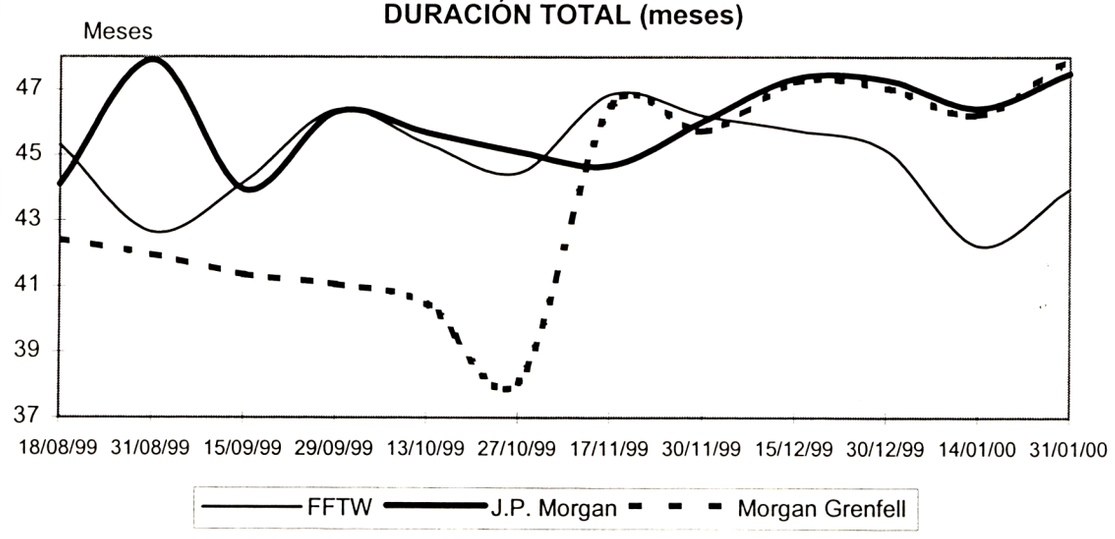
PARTICIPACIÓN DE CORTO PLAZO



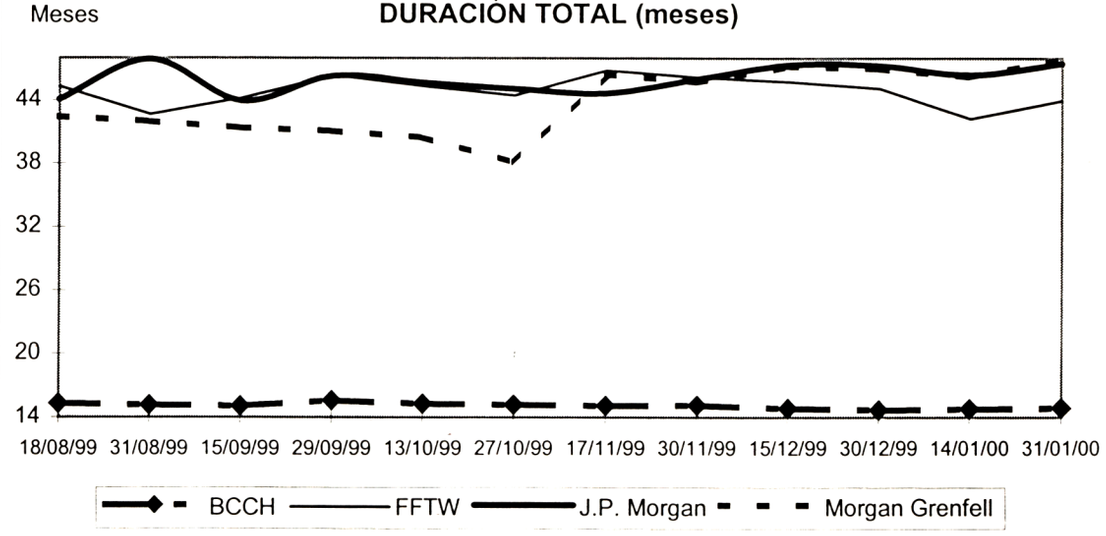
DURACIÓN BONOS (meses)



DURACIÓN TOTAL (meses)



DURACIÓN TOTAL (meses)



ANEXO N° 1

ADMINISTRACIÓN INTERNA

RESULTADOS CONTABLES PARA EL CORTO PLAZO

Retornos mensuales por área monetaria

Riesgo Bancario

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Diciembre '99	**Enero 2000**	Diciembre '99	**Enero 2000**	Diciembre '99	**Enero 2000**
Dólar	5,856%	**5,957%**	5,992%	**6,078%**	-0,136%	**-0,121%**
Euro	3,349%	**3,417%**	3,384%	**3,422%**	-0,035%	**-0,005%**
Libra	6,039%	**6,039%**	6,098%	**6,259%**	-0,059%	**-0,220%**
Yen	5,415%	**5,438%**	0,145%	**0,064%**	5,270%	**5,374%**
Total	5,335%	**5,423%**	5,174%	**5,244%**	0,162%	**0,180%**

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

Riesgo Soberano y Supranacional

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Diciembre '99	**Enero 2000**	Diciembre '99	**Enero 2000**	Diciembre '99	**Enero 2000**
Dólar	5,749%	**5,925%**	5,820%	**5,915%**	-0,071%	**0,010%**
Euro	3,180%	**3,320%**	3,186%	**3,284%**	-0,005%	**0,035%**
Libra	5,615%	**5,626%**	5,842%	**6,031%**	-0,227%	**-0,405%**
Yen	0,463%	**0,489%**	0,101%	**0,059%**	0,362%	**0,430%**
Total	4,687%	**4,749%**	5,001%	**5,092%**	-0,314%	**-0,343%**

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

ANEXO N° 2

SPREAD LIBID FEBRERO 1999 - ENERO 2000
(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
360 - 180	Febrero 99	0,17	-0,09	0,00	0,13	-0,03	-0,05	-0,03
	Marzo 99	0,24	0,00	-0,01	0,14	-0,01	0,03	0,00
	Abril 99	0,19	0,04	-0,01	0,13	0,00	0,03	0,00
	Mayo 99	0,29	0,09	0,06	0,17	0,05	0,03	0,06
	Junio 99	0,36	0,21	0,15	0,28	0,15	0,05	0,15
	Julio 99	0,16	0,21	0,13	0,20	0,13	0,04	0,13
	Agosto 99	0,17	0,30	0,19	0,21	0,19	0,06	0,19
	Septiembre 99	0,11	0,35	0,20	0,30	0,20	0,05	0,18
	Octubre 99	0,14	0,35	0,24	0,39	0,24	0,04	0,24
	Noviembre 99	0,12	0,37	0,20	0,34	0,20	0,02	0,21
	Diciembre 99	0,26	0,39	0,32	0,29	0,32	0,00	0,32
	Enero 2000	0,43	0,47	0,40	0,41	0,40	0,07	0,40
180 - 90	Febrero 99	0,05	-0,13	-0,08	0,09	-0,05	0,00	-0,04
	Marzo 99	0,07	-0,06	0,00	0,06	-0,01	0,00	-0,03
	Abril 99	0,05	-0,03	0,02	0,06	0,01	0,03	0,01
	Mayo 99	0,10	-0,01	0,03	0,07	0,03	0,01	0,02
	Junio 99	0,19	0,01	0,05	0,10	0,05	0,00	0,05
	Julio 99	0,30	0,17	0,21	0,32	0,21	0,06	0,21
	Agosto 99	0,40	0,34	0,36	0,44	0,36	0,06	0,36
	Septiembre 99	0,40	0,45	0,40	0,41	0,40	0,05	0,40
	Octubre 99	-0,09	0,13	0,08	0,03	0,08	-0,01	0,08
	Noviembre 99	-0,06	0,16	0,02	0,02	0,02	-0,03	0,02
	Diciembre 99	-0,02	0,17	0,06	0,05	0,06	-0,08	0,06
	Enero 2000	0,17	0,25	0,21	0,20	0,21	0,04	0,21
90 - 30	Febrero 99	0,05	-0,15	-0,02	0,08	-0,05	0,11	-0,04
	Marzo 99	0,06	-0,09	-0,01	0,08	-0,01	0,00	-0,01
	Abril 99	0,08	-0,04	0,01	0,06	0,01	0,02	0,03
	Mayo 99	0,11	-0,03	0,02	0,04	-0,03	0,00	0,02
	Junio 99	0,14	0,03	0,02	0,04	0,02	0,00	0,02
	Julio 99	0,13	0,04	0,04	0,11	0,04	0,00	0,04
	Agosto 99	0,16	0,11	0,08	0,13	0,08	0,00	0,08
	Septiembre 99	0,16	0,20	0,13	0,11	0,13	0,00	0,13
	Octubre 99	0,77	0,60	0,61	0,84	0,61	0,08	0,61
	Noviembre 99	0,57	0,47	0,43	0,71	0,43	0,13	0,43
	Diciembre 99	-0,30	0,37	-0,07	-0,14	-0,07	-0,39	-0,07
	Enero 2000	0,23	0,35	0,19	0,24	0,19	0,03	0,19

LIBID FEBRERO 1999 - ENERO 2000
(PROMEDIOS MENSUALES)

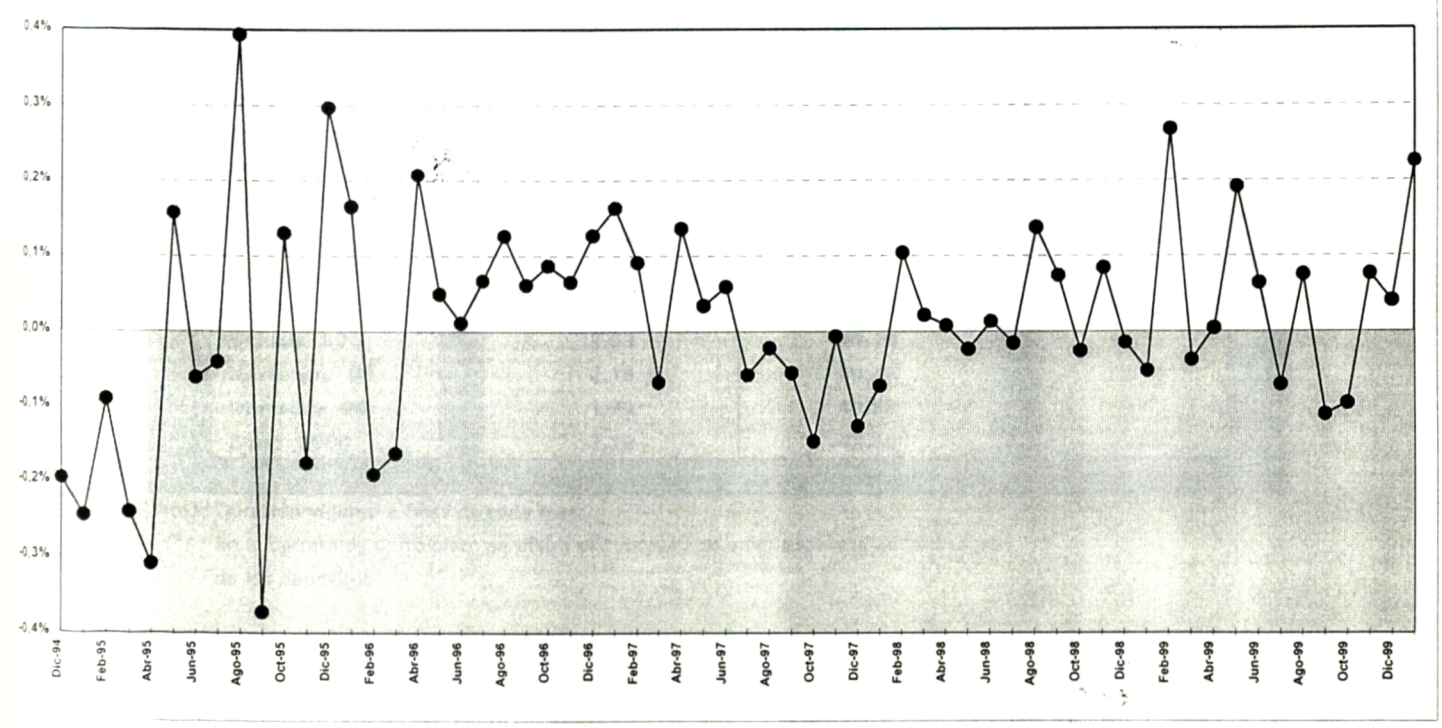
	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
LIBID 90	Febrero 99	4,87	5,42	2,98	1,14	2,99	0,32	2,97
	Marzo 99	4,88	5,29	2,93	1,18	2,94	0,08	2,95
	Abril 99	4,87	5,19	2,61	0,91	2,60	0,03	2,62
	Mayo 99	4,89	5,22	2,47	0,89	2,48	0,00	2,47
	Junio 99	5,03	5,10	2,52	0,95	2,52	0,00	2,52
	Julio 99	5,19	5,04	2,57	1,08	2,57	0,00	2,57
	Agosto 99	5,32	5,13	2,57	1,00	2,57	0,00	2,57
	Septiembre 99	5,42	5,28	2,58	1,02	2,58	0,00	2,58
	Octubre 99	6,05	5,88	3,23	1,95	3,23	0,08	3,23
	Noviembre 99	5,98	5,74	3,34	1,85	3,34	0,13	3,34
	Diciembre 99	6,01	5,93	3,33	1,81	3,33	0,23	3,33
	Enero 2000	5,91	6,00	3,21	1,70	3,21	0,03	3,21
LIBID 180	Febrero 99	4,92	5,29	2,90	1,23	2,93	0,32	2,93
	Marzo 99	4,96	5,22	2,93	1,25	2,93	0,08	2,92
	Abril 99	4,93	5,17	2,63	0,97	2,61	0,06	2,63
	Mayo 99	4,99	5,21	2,50	0,95	2,50	0,01	2,50
	Junio 99	5,22	5,11	2,57	1,04	2,57	0,00	2,57
	Julio 99	5,48	5,21	2,77	1,40	2,77	0,06	2,77
	Agosto 99	5,72	5,47	2,92	1,44	2,92	0,06	2,92
	Septiembre 99	5,82	5,73	2,98	1,43	2,98	0,05	2,98
	Octubre 99	5,96	6,01	3,32	1,98	3,32	0,07	3,32
	Noviembre 99	5,92	5,90	3,36	1,87	3,36	0,10	3,36
	Diciembre 99	5,99	6,10	3,38	1,86	3,38	0,15	3,38
	Enero 2000	6,08	6,26	3,42	1,89	3,42	0,06	3,42
LIBID 360	Febrero 99	5,09	5,21	2,90	1,36	2,90	0,27	2,90
	Marzo 99	5,20	5,22	2,92	1,39	2,92	0,12	2,92
	Abril 99	5,12	5,20	2,61	1,10	2,61	0,09	2,63
	Mayo 99	5,28	5,30	2,56	1,12	2,56	0,04	2,56
	Junio 99	5,58	5,33	2,71	1,32	2,71	0,05	2,71
	Julio 99	5,65	5,42	2,91	1,60	2,91	0,10	2,91
	Agosto 99	5,90	5,77	3,11	1,65	3,11	0,13	3,11
	Septiembre 99	5,92	6,07	3,18	1,73	3,18	0,10	3,16
	Octubre 99	6,10	6,36	3,56	2,37	3,56	0,10	3,56
	Noviembre 99	6,05	6,26	3,56	2,21	3,56	0,12	3,57
	Diciembre 99	6,25	6,49	3,70	2,15	3,70	0,14	3,70
	Enero 2000	6,50	6,73	3,82	2,31	3,82	0,13	3,82

FUENTE: Reuters y Bloomberg.

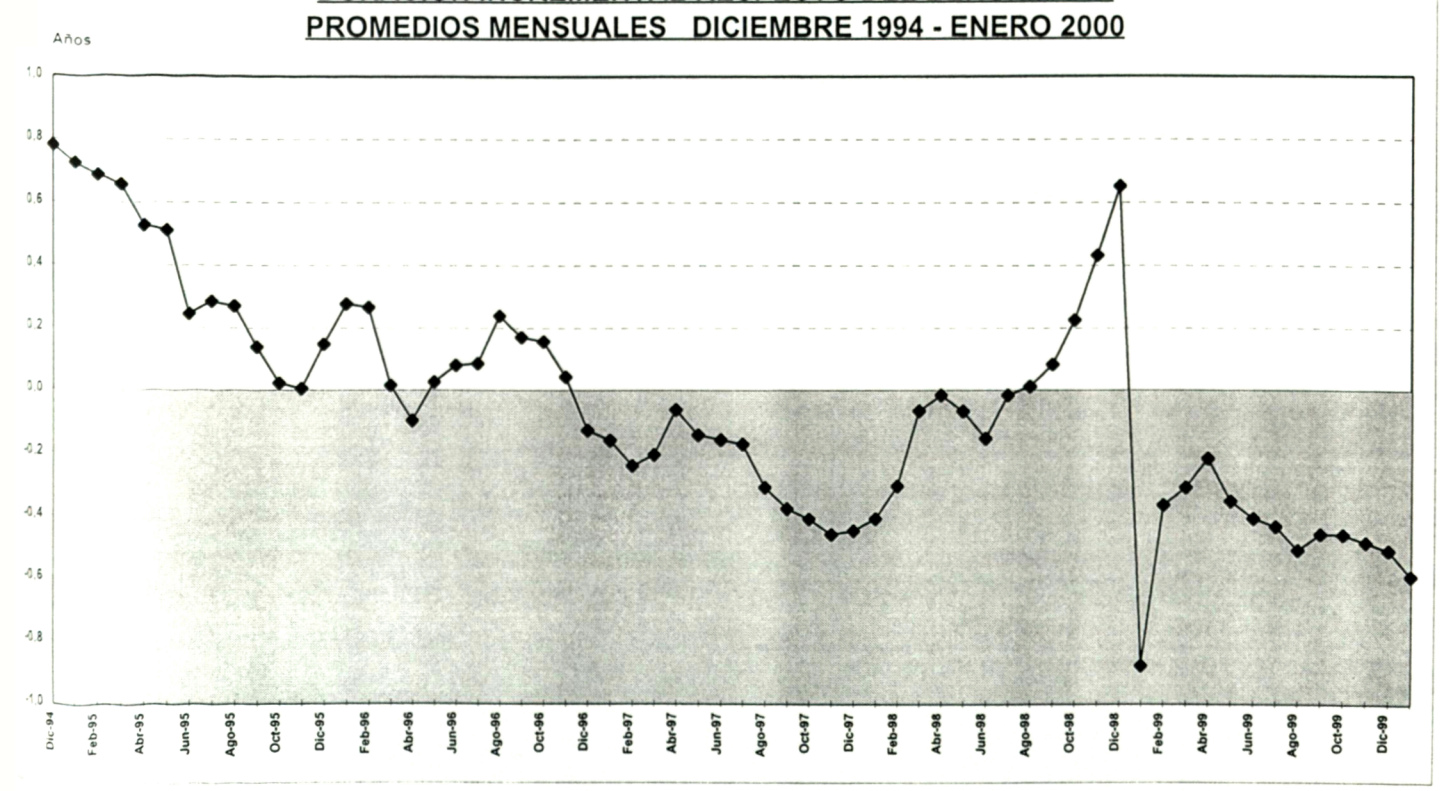
ANEXO N° 3

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

RETORNO INCREMENTAL MENSUAL (MARK TO MARKET)
DICIEMBRE 1994 - ENERO 2000



DURACIÓN INCREMENTAL RESPECTO DEL BENCHMARK
PROMEDIOS MENSUALES DICIEMBRE 1994 - ENERO 2000



ANEXO N° 4

DURACIÓN MODIFICADA DEL PORTAFOLIO

(Febrero 1999 a Enero 2000)

MESES

MES	CORTO PLAZO (*)	LARGO PLAZO	TOTAL
Febrero 99	2,89	49,16	18,25
Marzo 99	2,76	47,74	16,47
Abril 99	2,47	47,53	16,43
Mayo 99	2,27	46,59	15,65
Junio 99	2,18	45,91	16,21
Julio 99	1,96	45,19	15,58
Agosto 99	1,97	44,31	15,16
Septiembre 99	2,23	45,43	15,57
Octubre 99	2,03	44,20	15,20
Noviembre 99	2,18	44,45	15,11
Diciembre 99	1,79	43,58	14,71
Enero 2000	2,19	42,59	14,89

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.