BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 637E

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 637E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 13 de noviembre de 1997

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 1997, siendo las 12,15 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 y señores Pablo Piñera Echenique y Alfonso Serrano Spoerer.

Asistieron, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de Inversiones Internacionales, don Cristián Salinas Cerda;
Abogado Jefe, don Jorge Carrasco Vásquez;
Jefe Departamento Control de Inversiones, don Iván Montoya Lara;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

- Temas tratados:

1. Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado, correspondiente al mes de septiembre de 1997.

2. Reporte de Evaluación y Análisis del Area de Administración de Reservas, efectuado por el Sr. George Bentley, Vicepresidente del Federal Reserve Bank of New York.

Informe del rendimiento de los activos en divisas y oro certificado, correspondiente al mes de septiembre de 1997 - Memorándum N° 61 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional informa que para el período de doce meses finalizado en septiembre de 1997, los índices de gestión correspondientes a los activos en divisas administrados directamente por el Banco Central continúan siendo favorables, tanto en términos contables como económicos. Los índices son similares a los obtenidos durante el período anterior, al registrarse contablemente un índice de gestión global equivalente a 1,191 y en términos económicos, reemplazando el resultado contable acumulado de los bonos de su retorno económico, un índice total equivalente a 1,121.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Los resultados contables globales hasta septiembre, muestran ingresos acumulados por el equivalente de US$ 742,81 millones y un 4,93% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio. En términos de retorno incremental, el retorno efectivo supera en 79 puntos base anuales el rendimiento referencial, margen que se reduce a 53,2 puntos base cuando se sustituyen los resultados contables de los bonos por sus retornos económicos. El retorno por cambio en las paridades, medido respecto del dólar, sigue favoreciendo a la cartera mantenida, con un retorno incremental respecto del benchmark de 80,4 puntos base.

En términos contables, para los doce meses finalizados en septiembre, el corto plazo registra un 4,48% de tasa de retorno canasta y el largo plazo presenta un 6,63% de retorno contable canasta, explicado como es habitual, por la realización de ganancias de capital por ventas de bonos. En el caso de los bonos valorados a precios de mercado, se obtiene una tasa de retorno económico acumulada para el año móvil equivalente a un 6,691%, excediendo el comparador referencial en 97,7 puntos base.

Los retornos económicos de los bonos, en los últimos tres meses, no han sido favorables en términos relativos, ya que el aumento de precio de los bonos ha favorecido marginalmente más al comparador referencial que a la cartera mantenida. Esto en razón de un posicionamiento conservador de la cartera del Banco ante el riesgo de posibles alzas de tasas.

Durante septiembre se efectuaron compras de bonos equivalentes a US$ 565,3 millones e inversiones en el corto plazo por US$ 2.771,5 millones. Entre los bonos se incluyen compras, por primera vez, de bonos indexados en dólares por US$ 38 millones. El total de transacciones (compras, ventas y vencimientos incluido el financiamiento del prepago por US$ 315 millones de la Tesorería General de la República al B.I.D.) dio origen - en promedio - al siguiente posicionamiento relativo respecto de la estructura referencial, donde se destaca el subposicionamiento de la cartera de bonos en general y de los bonos denominados en dólares en particular:

Composición Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables septiembre 1997)

Tipo de Riesgo	Areas Monetarias				Total
	Dólar	Marco	Yen	Libra	
Bancario	5,64%	-2,47%	-1,81%	3,66%	5,02%
Soberano Corto Plazo	-4,43%	3,42%	0,96%	-1,21%	-1,24%
Soberano Largo Plazo	-3,05%	0,08%	0,78%	-1,59%	-3,78%
Total	-1,84%	1,04%	-0,07%	0,87%	0,00%

En septiembre se acentuó el sobreposicionamiento en las áreas monetarias marco y libra esterlina. Adicionalmente, se tiende a una estructura por tipo de riesgo más cercana al benchmark, al reducirse levemente el riesgo bancario y aumentarse el largo plazo.

A nivel de portafolio total, se concluye el mes con la siguiente composición de monedas: área dólar 67,84%; área marco 20,25%, área libra esterlina 7,96% y área yen 3,95%. Continúa efectuándose un intensivo uso del riesgo bancario con un posicionamiento cercano al límite máximo (52%). En septiembre, éste representó el 50,77% del portafolio. El

mes concluyó con una duración total de 8,22 meses marginalmente superior a la de septiembre, pero claramente inferior a la del benchmark.

En cuanto a la administración de la caja independiente del portafolio de activos en divisas, el saldo promedio mantenido en septiembre fue de US$ 154,01 millones, obteniéndose un 5,53% de tasa de retorno ponderada. Durante el mes, los traspasos netos desde la caja independiente al portafolio de inversiones fueron equivalentes a US$ 185 millones, totalizándose con ello US$ 2.935 millones en adiciones al portafolio de divisas durante los primeros nueve meses del presente año, lo que refleja el incremento de reservas.

Agrega el señor Le Fort que los resultados acumulados, correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, establecen utilidades de 13.080,92 onzas de oro entre mayo y septiembre de 1997, sobre una cartera promedio de 1.846.397 onzas. La tasa de retorno efectiva equivale a un 1,681% en términos anualizados, resultado que apenas supera en 1,1 puntos básicos al referente del mercado. En promedio, los forward de tasa vigentes representaron durante septiembre el 12,83% del portafolio de oro.

Para el período de nueve meses finalizado en septiembre, los resultados de gestión continúan favoreciendo a la administración interna de los recursos por sobre los correspondientes a los administradores externos de cartera. Las siguientes tablas ilustran sobre el particular:

Desempeño Contable. Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Indice Performance
Banco Central	5,006%	4,430%	0,576%	1,130
J.P. Morgan	4,544%	4,389%	0,155%	1,035
M. Grenfell	4,530%	4,389%	0,140%	1,032
Dresdner	4,524%	4,479%	0,046%	1,010

(*): Tasas anualizadas.

Desempeño Económico Bonos. Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Indice Performance
Banco Central	4,643%	3,983%	0,660%	1,166
J.P. Morgan	3,683%	3,959%	-0,276%	0,930
M. Grenfell	4,115%	3,959%	0,156%	1,039
Dresdner	3,195%	3,967%	-0,771%	0,806

(*): Tasas sin anualizar, correspondientes al período de nueve meses.

Finalmente, señala el señor Le Fort que en términos contables, no se observan variaciones significativas en los índices de gestión respecto de los ocho meses

finalizados en agosto. Sin embargo, en la perspectiva de las valoraciones económicas para la cartera de bonos, los tres administradores externos presentan mejorías, aunque sólo uno de ellos se sitúa por sobre el comparador referencial.

Al Presidente le llama la atención el precio del oro que ha continuado con su tendencia a la baja, en lugar de subir dadas las circunstancias difíciles que se ha vivido en los mercados asiáticos y consulta si eso no indicaría un cambio estructural y, por lo tanto, la necesidad de una revaluación de nuestra cartera en oro.

El Gerente de la División Internacional dice que ciertamente es un área de preocupación porque durante esta última crisis, el oro no ha sido visto como un activo de refugio. Tal vez, porque los países que más preferencia tienen por el oro, han sido también los más afectados durante el proceso de crisis, o porque no se ha registrado un aumento de expectativas inflacionarias, contra cuyo riesgo el oro es una buena defensa y por último, porque hay un aspecto estructural dado por la decisión de muchos bancos centrales de ir desinvirtiendo en oro.

El señor Massad invita a tener una conversación, con el Consejo, con una información más acabada sobre el mercado del oro y sus perspectivas, para ver si vale la pena o no revisar decisiones anteriores.

Por su parte, el señor Marshall dice que el análisis del resultado económico quedaría más claro si tuviésemos antecedentes de promedios móviles trimestrales. Mi impresión, agrega, es que si uno descompone la información acumulada - no digo a nivel mensual por la dificultad que tiene - tendríamos períodos en los cuales los administradores externos presentan un mejor performance económico.

El señor Le Fort contesta, diciendo que la presentación que se realiza mensualmente, ha sido siempre hecha sobre la misma base objetiva, acumulando en forma sistemática, meses de información para hacer una presentación global cuando se complete el primer año. Mensualmente, se han presentado los resultados de esta acumulación, por lo que comparando los distintos informes de gestión, se puede observar la tendencia de los resultados. Los antecedentes muestran que en los últimos meses, los administradores externos han estado logrando mejores resultados que el Banco, en términos de que la diferencia que existía en los períodos anteriores, se ha reducido algo, pero que en forma acumulada, los resultados siguen favoreciendo a la administración interna.

El señor Marshall difiere de esto y cree que han tenido mejores resultados que nosotros, no han reducido solamente la diferencia.

El señor Le Fort señala que va a incorporar, en el próximo informe, antecedentes más detallados que permitan ilustrar mejor cómo han estado evolucionando los resultados comparativos. En los primeros seis meses, dice, teníamos una diferencia mayor que la que tenemos los primeros nueve meses, lo que quiere decir que durante el último trimestre, los administradores externos estuvieron por encima del resultado de la administración interna.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo toma conocimiento de lo anterior y del Informe de rendimiento de los activos de divisas y oro certificado correspondiente al mes de septiembre de 1997, el que al igual que sus Anexos se acompaña a la presente Acta y forma parte integrante de ella.

Informe sobre Reporte de Evaluación y Análisis al Area de Administración de Reservas por experto independiente - Memorándum N° 62 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional informa que el señor George Bentley, Vice Presidente del Federal Reserve Bank of New York, efectuó en septiembre recién pasado una visita de evaluación y análisis al área de Administración de Reservas del Banco Central de Chile. El Presidente del citado Banco, señor William J. MacDonough, en respuesta a una solicitud del Presidente del Banco Central de Chile, designó al señor Bentley como la persona indicada para realizar la asistencia técnica solicitada por el Instituto Emisor.

Señala el señor Le Fort que la División Internacional, a su vez, había solicitado la visita de un experto que entregara una apreciación general respecto de la organización y funcionamiento del área, desde una perspectiva crítica e independiente que fuera útil para orientar los esfuerzos de desarrollo futuro.

El programa de reuniones del señor Bentley se desarrolló los días 1 y 2 de septiembre de 1997. Especial énfasis, en tiempo y apoyo provisto, fue dedicado al análisis del Departamento Tesorería Internacional, que cubre paralelamente funciones de "back office", de operación de instrucciones de terceras entidades (y/o áreas del Banco) así como de control y registro de transacciones y posiciones de los tres administradores externos. En esta área fueron revisados, con algún grado de detalle, la mayor parte de los procedimientos operativos, de ejecución y control, así como la naturaleza y funcionalidad de los Sistemas Computacionales que se han desarrollado (de Portafolio, Integrado de Caja, etc.), a efectos del registro, contabilización y mensajería asociada a cada transacción que implementa la Mesa Internacional (o terceros agentes).

Las impresiones del señor Bentley fueron vertidas en un informe, enviado con fecha 16 de octubre a la Gerencia de División Internacional, copia del cual se acompaña y forma parte integrante de la presente Acta, destacando que, en general, observa elevados estándares de eficiencia, transparencia y seguridad en los procedimientos y sistemas utilizados. Además, considera apropiada la metodología en uso para definir estrategias de inversión y los estudios que sobre el particular se realizan. Hizo referencia a que la forma de enfrentar los problemas de administración no difiere significativamente de la del Federal Reserve Bank of New York, y que muchos de los desafíos pendientes están siendo enfrentados en forma análoga. Sin embargo, reconoció importantes diferencias en cuanto a los medios disponibles, particularmente de automatización, para hacer frente a las tareas del área.

En su opinión, la ductibilidad de los sistemas y procedimientos diseñados ha evitado que la falta de recursos de automatización llegue a representar costos o riesgos significativos. Especial reconocimiento se hizo, en este sentido, al simplificado procedimiento de acceso al actual sistema "Administrador de Portafolio" (utilizado para efectos de registro,

contabilización y generación de mensajes asociados a cada transacción), así como para cada una de sus sucesivas etapas de verificación y control, estructura que permite minimizar el uso de tiempo y de recursos humanos, necesarios para perfeccionar las operaciones cursadas por la Mesa Internacional. Se observó, no obstante, una discontinuidad en la captura electrónica de los mensajes generados por nuestros sistemas y el sistema de mensajes Swift, condición que impone, para algunas transacciones, la necesidad de doble digitación y el consecuente mayor riesgo potencial de error que ello significa.

La conclusión central, respecto a la operación de la unidad de "back office", es la necesidad de incorporar sistemas adicionales de automatización a las labores de toda el área, o de ampliar la cobertura de los actuales, otorgándoles mayor capacidad de respuesta. Para mejorar controles recomendó que la administración de accesos a los sistemas del área sea realizada en una unidad externa al área. Esto, tanto en lo referido a la velocidad de operación de los sistemas, la flexibilidad de los mismos para resolver consultas y aplicar procedimientos de verificación, y la facilidad para efectuar eventuales mantenciones.

Respecto al Departamento Mesa Internacional, la evaluación destacó la metodología en uso a efectos de definir las estrategias de inversión, así como de diseño teórico de portafolios referenciales (benchmark), las medidas de administración de riesgo, su aplicación, y los modelos de optimización de portafolios. La impresión recibida fue especialmente favorable al equipo de trabajo allí constituido, consignándose la opinión de que se dispone de un grupo profesional de excelencia, con muy buen manejo analítico en especial en lo financiero y cuantitativo. Se observó, asimismo, que una disposición adicional de equipamiento de análisis e información (i.e., Bloomberg, Telerate, Riskmetrics, etc) y de software financieros adecuados, serían altamente efectivos en el logro de los objetivos perseguidos. La estructura, composición y actual organización de la Mesa se estimó conveniente, reconociéndose que a mayores desafíos se requerirá de una mayor disponibilidad así como de una creciente ductilidad de su staff.

En este contexto, estuvo también presente como tema de análisis, el aporte de los administradores externos en términos de su contribución directa en administración del portafolio, e indirecta en el análisis estratégico, de mercados e instrumentos (optimización, adm. de riesgo, etc). La impresión contenida en el Informe es que, en general, es difícil esperar una contribución muy significativa de éstos, provisto el nivel actual alcanzado por la administración interna del Banco. La excelencia de la administración interna y la capacitación del staff del Banco, sin embargo, permiten beneficiarse de una relación estrecha con administradores externos con enfoques de gestión sofisticados.

Con el Departamento Control de Inversiones, la discusión se circunscribió a la descripción de las funciones que desempeña esta unidad, con énfasis en los temas de evaluación de gestión, de administración del riesgo de contraparte, el apoyo computacional existente y los controles complementarios que se implementan, temas aplicables tanto a la gestión interna, como a aquella desarrollada por los administradores externos de cartera. La percepción fue también positiva, agregándose que en la definición de funciones de esta unidad debía cuidarse la línea de separación con otras unidades del área. De hecho, se comparten labores de control diario entre Control de Inversiones y Tesorería en lo que se refiere a cumplimientos de límites cuantitativos en cuanto a riesgo de contraparte, pero en el entendido que la responsabilidad de Control de Inversiones está en el control expost y no en la gestión diaria.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, señala el señor Le Fort que la División Internacional y las unidades del área de Administración de Reservas han tomado debida nota del reporte preparado por el señor Bentley, y harán uso de las recomendaciones presentadas en éste en el desarrollo de propuestas y acciones dirigidas a perfeccionar la labor del área.

El Consejo tomó conocimiento de lo informado por el Gerente de División Internacional.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12,45 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

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero

Incl.: Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado septiembre 1997:
Informe (11 hojas).

Cuadro N° 1	Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Septiembre 1997)
Cuadro N° 1.1	Ingresos Nominales del Portafolio de Corto Plazo. (Septiembre 1997)
Cuadro N° 1.2	Ingresos Nominales del Portafolio de Bonos. (Septiembre 1997)
Cuadro N° 2	Portafolio de Bonos Valorado a Precios de Mercado - Retorno Total Septiembre 1997.
	Evolución de Curvas Referenciales de Rendimiento. (2 hojas)
Cuadro N° 3.A	J.P. Morgan Investment Management Inc. - Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Enero-Septiembre 1997)
Cuadro N° 3.B	Morgan Grenfell Asset Management - Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Enero-Septiembre 1997)
Cuadro N° 3.C	Dresdner Bank Investment Management - Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Enero-Septiembre 1997)
Cuadro N° 3.D	Duración del Portafolio de Divisas al 30.09.97 (meses y % Participación).

BANCO CENTRAL DE CHILE

Cuadro N° 4	Ingresos Nominales de la Caja - Retorno efectivo versus Benchmark (Septiembre 1997).
Cuadro N° 5	Ingresos Nominales Depósitos a Plazo en Oro. Retorno efectivo versus Benchmark (Mayo-Septiembre 1997).
Anexo N° 1	Spread Libid Octubre 1996-Septiembre 1997 (promedios mensuales)
Anexo N° 2	Evolución Composición Portafolio de Bonos por Tramo de Madurez. (Años 1996-1997) (2 hojas)
Anexo N° 3	Duración Modificada del Portafolio. (Octubre 1996 a Septiembre 1997).

Informe del Sr. George G. Bentley, Vicepresidente del Federal Reserve Bank of New York.

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado septiembre de 1997
Resumen Ejecutivo

Para el período de 12 meses finalizado en septiembre de 1997, los índices de gestión correspondientes a los activos en divisas administrados directamente por el Banco Central continúan siendo favorables, tanto en términos contables como económicos. Los índices son similares a los obtenidos durante el período anterior, al registrarse contablemente un índice de gestión global equivalente a 1,191.- y en términos económicos, reemplazando el resultado contable acumulado de los bonos por su retorno económico, un índice total equivalente a 1,121.-

Los resultados contables hasta septiembre muestran ingresos acumulados por el equivalente de US$ 742,81 millones y un 4,93% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio. En términos de retorno incremental, el retorno efectivo supera en 79 puntos base anuales el rendimiento referencial, margen que se reduce a 53,2 puntos base cuando se sustituyen los resultados contables de los bonos por sus retornos económicos. El retorno por cambio en las paridades medido respecto del dólar sigue favoreciendo a la cartera mantenida, con un retorno incremental respecto del benchmark de . 80,4 puntos base.

En términos contables, para los 12 meses finalizados en septiembre el corto plazo registra un 4,48% de tasa de retorno canasta y el largo plazo presenta un 6,63% de retorno contable canasta explicado, como es habitual, por la realización de ganancias de capital por ventas de bonos. En el caso de los bonos valorados a precios de mercado, por su parte, se obtiene una tasa de retorno económico acumulada para el año móvil equivalente a un 6,691%, excediendo al comparador referencial en 97,7 puntos base.

Los retornos económicos de los bonos en los últimos tres meses no han sido favorables en términos relativos, ya que el aumento de precio de los bonos ha favorecido marginalmente más al comparador referencial que a la cartera mantenida. Esto en razón de un posicionamiento conservador de la cartera del Banco ante el riesgo de posibles alzas de tasas.

Durante septiembre se efectuaron compras de bonos equivalentes a US$ 565,3 millones e inversiones en el corto plazo por US$ 2.771,5 millones. Entre los bonos se incluyen compras, por primera vez, de bonos indexados en dólares por US$ 38 millones. El total de transacciones (compras, ventas y vencimientos incluido el financiamiento del prepago por US$ 315 millones de la Tesorería General de la República al B.I.D.) dio origen -en promedio- al siguiente posicionamiento relativo respecto de la estructura referencial, donde se destaca el subposicionamiento de la cartera de bonos en general y de los bonos denominados en dólares en particular:

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables septiembre 1997)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Marco	Yen	Libra	
Bancario	**5,64 %**	**-2,47 %**	**-1,81 %**	**3,66 %**	**5,02%**
Soberano Corto Plazo	**-4,43 %**	**3,42 %**	**0,96 %**	**-1,21 %**	**-1,24%**
Soberano Largo Plazo	**-3,05 %**	**0,08 %**	**0,78 %**	**-1,59%**	**-3,78%**
Total	**-1,84 %**	**1,04%**	**-0,07 %**	**0,87%**	**0,00%**

En septiembre se acentuó el sobre posicionamiento en las áreas monetarias marco y libra esterlina. Adicionalmente, se tiende a una estructura por tipo de riesgo más cercana al benchmark, al reducirse levemente el riesgo bancario y aumentarse el largo plazo.

A nivel del portafolio total, se concluye el mes con la siguiente composición de monedas: área dólar 67,84%; área marco 20,25%, área libra esterlina 7,96% y área yen 3,95%. Continúa efectuándose un intensivo uso del riesgo bancario con un posicionamiento cercano al límite máximo (52%). En septiembre éste representó el 50,77% del portafolio. El mes concluyó con una duración total de 8,22 meses marginalmente superior a la de septiembre, pero claramente inferior a la del benchmark.

En cuanto a la administración de la caja independiente del portafolio de activos en divisas, el saldo promedio mantenido en septiembre fue de US$ 154,01 millones, obteniéndose un 5,53% de tasa de retorno ponderada. Durante el mes los traspasos netos desde la caja independiente al portafolio de inversiones fueron equivalentes a US$ 185 millones, totalizándose con ello US$ 2.935 millones en adiciones al portafolio de divisas durante los primeros 9 meses del presente año, lo que refleja el incremento de reservas.

Los resultados acumulados correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, establecen utilidades de 13.080,92 onzas de oro entre mayo y septiembre de 1997, sobre una cartera promedio de 1.846.397 onzas. La tasa de retorno efectiva equivale a un 1,681% en términos anualizados, resultado que apenas supera en 1,1 puntos básicos al referente del mercado. En promedio, los forward de tasa vigentes representaron durante septiembre el 12,83% del portafolio de oro.

Para el período de 9 meses finalizado en septiembre, los resultados de gestión continúan favoreciendo a la administración interna de los recursos por sobre los correspondientes a los administradores externos de cartera. Las siguientes tablas ilustran sobre el particular:

Desempeño Contable. Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Índice Performance
Banco Central	5,006%	4,430%	0,576%	1,130
J.P. Morgan	4,544%	4,389%	0,155%	1,035
M. Grenfell	4,530%	4,389%	0,140%	1,032
Dresdner	4,524%	4,479%	0,046%	1,010

(*): Tasas anualizadas.

Desempeño Económico Bonos. Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Índice Performance
Banco Central	4,643%	3,983%	0,660%	1,166
J.P. Morgan	3,683%	3,959%	-0,276%	0,930
M. Grenfell	4,115%	3,959%	0,156%	1,039
Dresdner	3,195%	3,967%	-0,771%	0,806

(*): Tasas sin anualizar, correspondientes al período de nueve meses.

En términos contables no se observan variaciones significativas en lo índices de gestión respecto de los 8 meses finalizados en agosto. En la perspectiva de las valoraciones económicas para la cartera de bonos, sin embargo, los tres administradores externos presentan mejorías, aunque sólo uno de ellos se sitúa por sobre el comparador referencial.

GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado septiembre de 1997: Informe de la Gerencia de División Internacional

Como es tradicional, se presentan a continuación los retornos contables del portafolio de divisas para el año móvil finalizado en septiembre de 1997 y los resultados mensuales correspondientes a dicho mes. Adicionalmente, se incluye la publicación de 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. Control de Inversiones[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 período de 12 meses finalizado en septiembre de 1997 el portafolio de divisas registra ingresos contables equivalentes a US$ 742,81 millones, provenientes en un 92,38% (US$ 686,23 millones) de intereses percibidos y devengados y en un 7,62% (US$ 56,58 millones) de ganancias de capital por venta de instrumentos.

Los ingresos totales del período representan un 4,93% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio, el que se descompone en un 4,48% para instrumentos de corto plazo y un 6,63% para instrumentos de largo plazo.

El rendimiento canasta del portafolio (4,93%) es superior en 79 puntos básicos al obtenido por el comparador de mercado relevante, resultado que se mantiene en línea con la tendencia de los últimos tres períodos:

Performance contable. Resultados acumulados

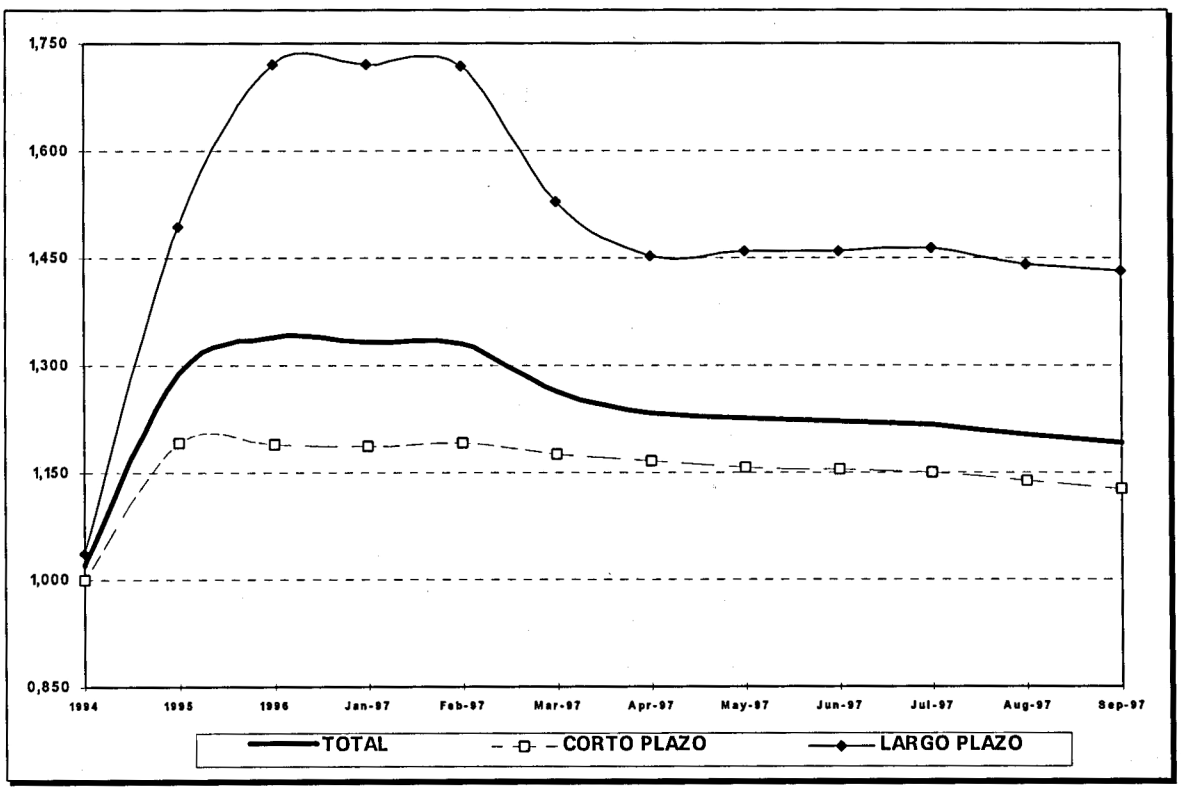
Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Agosto 96-julio 97	4,716%	3,870%	**0,846%**
Septiembre 96-agosto 97	4,820%	4,008%	**0,812%**
Octubre 96-septiembre 97	4,936%	4,145%	**0,790%**

En términos de índices de gestión, el performance para el período de 12 meses finalizado en septiembre de 1997 asciende a 1,191.-, resultado que es levemente inferior a lo acumulado hasta el mes de agosto (1,203 de índice total).

[1] Los bonos se valoran diariamente con Open Bloomberg.

El índice de corto plazo para los 12 meses finalizados en septiembre es equivalente a 1,126.-, mientras que en el largo plazo es 1,431.- El siguiente gráfico ilustra sobre las tendencias:

Índices de Performance: 1994, 1995, 1996 y años móviles hasta septiembre de 1997



RESULTADO MENSUAL SEPTIEMBRE

El rendimiento del portafolio total en septiembre de 1997 excede -en términos anualizados- en 68,6 puntos básicos el rendimiento canasta referencial, obteniéndose un índice de performance agregado de 1,134.- (ver Cuadro N° 1 en anexos). Este se desglosa en un índice de 1,049.- para el corto plazo y un índice de 1,446 para el largo plazo.

El índice de septiembre es superior al desempeño del mes anterior (1,059.- de índice) y se explica en medida importante por un alza en las ganancias de capital por ventas de instrumentos, al pasar estas desde US$ 3,42 millones en agosto a US$ 8,39 millones en septiembre. El 79,4% de estas ganancias provienen de ventas de bonos, lo que incide favorablemente en el índice de desempeño mensual de esta cartera.

CORTO PLAZO

El performance total de corto plazo en septiembre (1,049 de índice) es muy similar a lo registrado en agosto. La siguiente tabla ilustra sobre el particular:

	ÍNDICE PERFORMANCE CORTO PLAZO		
PERÍODO	**TOTAL**	**BANCARIO**	**SOB. + SUP.**
Julio 97	1,093	1,154	0,962
Agosto 97	1,044	1,119	0,904
Septiembre 97	1,049	1,115	0,919

El retorno nominal de corto plazo presenta en septiembre de 1997 un aumento de 3,9 puntos básicos, al pasar desde una tasa anualizada global del 5,214% en agosto a un 5,253%. Los comparadores referenciales, por su parte, experimentan un aumento menor equivalente a 1,3 puntos básicos, reflejando en medida importante la estabilidad relativa

observada en las tasas de interés cortas en dólares[2]. Durante septiembre se continuaron aplicando, en general, las políticas de inversión definidas en los meses previos. No obstante lo anterior, el financiamiento del prepago efectuado el 12 de septiembre por la Tesorería General de la República al B.I.D. por US$ 315 millones, condicionó parte de las decisiones de inversión.

Riesgo Bancario

Entre agosto y septiembre de 1997 el retorno efectivo del riesgo bancario se mantiene estable en un 5,67%. Similar situación se observa en el índice de performance, con un valor que fluctúa alrededor de 1,11.-

Los retornos por área monetaria son los siguientes:

Riesgo Bancario

Área Monetaria	Retorno Efectivo Agosto	Retorno Efectivo Septiembre	Retorno Referencial Agosto	Retorno Referencial Septiembre	Retorno Incremental Agosto	Retorno Incremental Septiembre
Dólar	6,007%	**5,958%**	5,739%	**5,736%**	0,268%	**0,222%**
Marco	3,147%	**3,182%**	3,302%	**3,375%**	-0,155%	**-0,193%**
Libra	7,059%	**7,080%**	7,255%	**7,294%**	-0,196%	**-0,214%**
Yen	0,058%	**0,011%**	0,523%	**0,487%**	-0,465%	**-0,476%**
Total	5,675%	**5,672%**	5,072%	**5,087%**	0,603%	**0,585%**

Nota: Retornos anualizados en base de 360 días.

En el Anexo N° 1 se presenta la evolución de las tasas de interés cortas.

En el área dólar continuaron privilegiándose inversiones por sobre los 6 meses de plazo remanente hasta la madurez, buscando mantener inversiones con un plazo promedio cercano a la estructura referencial (7 meses aprox.). La leve caída en el retorno efectivo, por su parte, se explica por el hecho que los depósitos que vencieron se renovaron a tasas de interés inferiores a las prevalecientes hace algunos meses.

En el área marco se efectuaron depósitos en promedio a 10 meses de plazo, lo que permitió -en un contexto de leves alzas de tasas cortas- aumentar el retorno efectivo. El retorno incremental disminuye respecto del mes previo, esencialmente por la diferencia de sensibilidad entre los resultados de la cartera mantenida y referencial a los movimientos de tasas del mercado.

Durante septiembre se continuó efectuando renovaciones de depósitos en libras esterlinas por sobre los 9 meses plazo, con una tasa promedio asociada de 7,363%. La caída en el retorno incremental se relaciona con el alza relativa que experimentan durante el mes las tasas referenciales a 3 meses, tramo en el cual no se efectuaron inversiones. Esto hizo aumentar en mayor medida al comparador.

En el área yen continuó impulsándose una desinversión neta, en línea con la sistemática reducción de la participación relativa de esta moneda en la estructura objetivo y el bajo atractivo de las correspondientes tasas nominales. De hecho, durante el mes la participación promedio de la moneda bajó a un 0,57% dentro del riesgo bancario, y no se efectuaron depósitos a plazo. El retorno nominal, en consecuencia, tiene más bien un carácter residual.

[2] En promedio las tasas cortas en marcos y libras aumentan levemente, mientras que las tasas en yen tienden a caer marginalmente.

Riesgo soberano y supranacional

En septiembre el retorno del riesgo soberano y supranacional de corto plazo presenta un aumento de 8,3 puntos básicos, generando una leve mejoría en el índice de performance sectorial (índice de 0,919). Las ganancias de capital por ventas de instrumentos (letras del tesoro, notas a tasa flotante y euronotas) explican en lo sustantivo el mejor resultado, al representar durante el mes US$ 1,73 millones (US$ 0,7 millones en agosto).

La obtención de un índice de performance por debajo del referente de mercado se explica, en lo medular, por la mantención de una cartera subexpuesta en dólares y libras y sobreexpuesta en las restantes áreas monetarias respecto de la estructura referencial de monedas[3]. La sobreexposición de la cartera en yens se fundamenta en consideraciones de preferencia por liquidez y rendimiento relativo, mientras que la subexposición en dólares forma parte de una estrategia global del corto plazo donde se ha privilegiado la inversión en depósitos a plazo por sobre los seis meses.

Los retornos por área monetaria son los siguientes:

Riesgo soberano y supranacional

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Agosto	Septiembre	Agosto	Septiembre	Agosto	Septiembre
Dólar	5,705%	**5,834%**	5,535%	**5,533%**	0,170%	**0,301%**
Marco	2,966%	**2,943%**	3,118%	**3,172%**	-0,152%	**-0,229%**
Libra	5,801%	**5,822%**	7,062%	**7,085%**	-1,261%	**-1,263%**
Yen	1,697%	**0,574%**	0,381%	**0,371%**	1,316%	**0,203%**
Total	4,409%	**4,492%**	4,877%	**4,887%**	-0,468%	**-0,396%**

Nota: Retornos anualizados en base de 360 días.

En el área dólar, a diferencia del riesgo bancario, continuó invirtiéndose a plazos relativamente cortos: 2,5 meses en Letras del Tesoro y 3,6 meses en Pagarés y Letras. El retorno efectivo aumenta 12,9 puntos básicos durante septiembre, pese a observarse una tendencia a la baja en la renovación de tasas de cupón en el 14,48% de la cartera de Floating Rate Notes. Como se señaló con anterioridad en este informe, las utilidades por ventas de instrumentos explican el mejor retorno incremental. En septiembre las utilidades por ventas fueron US$ 1,44 millones, lo que se compara muy favorablemente con los US$ 0,1 millones de agosto.

En el área marco se observó una salida neta por US$ 185 millones equivalentes, lo que se relaciona con el prepago de US$ 315 millones efectuado en 12 de septiembre por la Tesorería General de la República al B.I.D. Este fue financiado en un 52,3% con marcos (vencimientos y ventas de euro commercial papers, euronotas, letras del tesoro y fixbis) y en el restante 47,7% con yens. La caída en el retorno nominal es consecuencia principalmente de una reducción de un 16,4% en las utilidades por ventas de instrumentos.

En el área libra esterlina se observó una salida neta por US$ 39,77 millones equivalentes. Durante el mes sólo se efectuó una inversión por US$ 2,4 millones a 7,1 meses plazo. El leve aumento en el retorno efectivo, en consecuencia, se explica esencialmente por el reconocimiento de utilidades por ventas de instrumentos (US$ 0,14 millones en septiembre versus US$ 0,02 millones en agosto).

En el área yen se observó una salida neta por Yen 18.000 millones, que en un 83% corresponde a vencimientos de inversiones y en un 17% a ventas. En lo medular, estos

[3] En septiembre la composición efectiva de monedas fue la siguiente: área dólar 57,80%; área marco 31,06%; área libra 2,96% y yen 8,18%. La estructura referencial, por su parte, consideró lo siguiente: área dólar 67,0%; área marco 21,0%; área libra 7,0% y yen 5,0%.

recursos se destinaron a financiar parte del prepago realizado por la Tesorería General. La disminución en el retorno mensual, por su parte, se explica básicamente por una reducción de US$ 0,4 millones en las utilidades por ventas de instrumentos.

BONOS

En septiembre el índice de performance contable de los bonos fue de 1,446.-, reflejando un alza importante respecto del mes previo (1,131 de índice). Esto se explica en medida importante por un aumento desde US$ 2,72 millones a US$ 6,66 millones en las ganancias de capital por ventas de instrumentos.

Durante septiembre -y al igual que en el mes previo- se efectuaron compras netas en las áreas monetarias dólar, marco y libra esterlina y se registraron vencimientos en el área yen. En total, los movimientos de la cartera de bonos generaron adiciones netas por US$ 341,77 millones equivalentes[4], sustentados en estudios con proyecciones de retorno total y el objetivo de aumentar gradualmente la participación relativa de los bonos hacia un posicionamiento relativo más cercano a la estructura referencial (25%). En septiembre los bonos representaron en promedio el 21,2% del portafolio.

Adicionalmente, vale destacar que durante septiembre se efectuaron -por primera vez- compras de bonos indexados en dólares por US$ 38 millones. Dichas inversiones se efectuaron principalmente durante los últimos días del mes, registrando contablemente devengos de utilidades por sólo US$ 17.573 en el período[5]. Por decisión interna, la División ha limitado a un máximo de US$ 50 millones la posición máxima en dicho tipo de instrumentos.

El Anexo N° 2 ilustra sobre la evolución de la composición relativa de la cartera de bonos en distintas monedas.

2. RESULTADOS ECONÓMICOS PORTAFOLIO DE BONOS

Basados en una valoración diaria del portafolio de bonos a precios de mercado, se calcula y analiza para el período de 12 meses finalizado en septiembre de 1997 y para este último mes en particular, el "retorno total" de la cartera. Esto es, se calcula la diferencia en el valor de liquidación que experimentan los bonos, considerando las fluctuaciones en el precio de mercado de las inversiones y los intereses que devengan[6].

Al mismo tiempo, se compara este resultado con el "retorno total" de los indicadores referenciales, generándose así un índice de performance sobre una base de cálculo homogénea que es muy sensible a la volatilidad de los precios de los instrumentos.

RESULTADOS ACUMULADOS

Para el período de 12 meses finalizado en septiembre de 1997 los bonos registran un 6,691% de retorno económico global, resultado que es superior en 97,7 puntos básicos al rendimiento de los comparadores referenciales relevantes (5,714%), obteniéndose un índice de performance agregado equivalente a 1,171.- El siguiente cuadro ilustra sobre el particular:

---

4 En el área yen sólo se registraron vencimientos por el equivalente de US$ 99,3 millones.

5 Para efectos de evaluación de gestión, a contar del mes de octubre se incluirán los bonos indexados.

6 El retorno mensual es el resultado de la composición de las tasas de retorno diarias.

Resultados Económicos Acumulados cartera de bonos

Período	Retorno acumulado BCC (a)	Retorno acumulado Comparador (b)	Retorno Incremental (a-b)	Índice Performance Económico (a/b)
Agosto 96-julio 97	7,780%	6,466%	1,314%	1,203
Septiembre 96-agosto 97	6,641%	5,851%	0,789%	1,135
Octubre 96-septiembre 97	**6,691%**	**5,714%**	**0,977%**	**1,171**

La inclusión formal, desde el mes de julio, de reasignaciones de monedas entre las distintas áreas monetarias así como la creación del área libra esterlina, introduce limitaciones a los análisis de tendencia por área monetaria. No obstante lo anterior puede señalarse -para efectos ilustrativos- que los retornos incrementales a nivel de las áreas monetarias son los siguientes:

Retornos incrementales áreas monetarias. 12 meses finalizados en septiembre de 1997

Área Monetaria	Retorno acumulado BCCH (a)	Retorno acumulado Comparador (b)	Retorno Incremental (a-b)
Dólar	8,148%	7,230%	0,918%
Marco	6,108%	4,901%	1,208%
Libra (*)	1,871%	2,732%	-0,860%
Yen	1,679%	2,844%	-1,166%
Total	6,691%	5,714%	0,977%

(*): Resultados ponderados atribuibles sólo a los meses de julio, agosto y septiembre. Con anterioridad los retornos se incluyen en el área marco, respetando definiciones de áreas monetarias vigentes en su oportunidad.

El hecho de mantener retornos incrementales totales que en promedio superan durante los tres últimos años móviles en 102,6 puntos base a los comparadores referenciales, resulta destacable si se considera el proceso de ajuste estructural al que se sometió la composición de la cartera, con un benchmark que comienza a transformarse en un medida de mayor exigencia relativa con la nueva área monetaria libra esterlina.

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 terminado en septiembre de 1997 se observa un índice agregado para el portafolio total de 1,121.-, resultado que es similar a lo acumulado hasta agosto (1,117.-). 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
Agosto 96-julio 97	1,150	1,203	1,140	1,218
Sept. 96-agosto 97	1,139	1,135	1,117	1,203
Oct. 96-sept. 97	**1,126**	**1,171**	**1,121**	**1,191**

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

Performance Global Compuesto, Retornos Incrementales

Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Agosto 96-julio 97	4,993%	4,381%	0,612%
Sept. 96-agosto 97	**4,845%**	**4,338%**	**0,507%**
Oct. 96-sept. 97	**4,948%**	**4,416%**	**0,532%**

RESULTADO MENSUAL SEPTIEMBRE

En septiembre se obtiene un retorno total de 0,748% para la cartera mantenida, que resulta ser inferior en 5,6 puntos básicos al referente del mercado (0,804%). El valor económico promedio de la cartera mantenida fue de US$ 3.657,92 millones, registrándose utilidades económicas por US$ 27,08 millones de dólares equivalentes (ver Cuadro N° 2).

La siguiente tabla ilustra sobre la evolución mensual de los resultados en el último semestre:

Resultados Económicos Mensuales cartera de bonos

Mes	Retorno Total BCCH (*) (a)	Retorno Total Comparador (*) (b)	Retorno Incremental (a-b)
Abril 1997	0,782%	0,645%	0,136%
Mayo 1997	0,516%	0,482%	0,034%
Junio 1997	0,829%	0,770%	0,059%
Julio 1997	1,009%	1,067%	-0,058%
Agosto 1997	-0,059%	-0,036%	-0,023%
Septiembre 1997	**0,748%**	**0,804%**	**-0,056%**

(*): Tasas mensuales.

Exceptuando el caso del yen, en las restantes carteras de bonos se registraron durante septiembre mejores retornos económicos que en el mes anterior, debido a caídas en las curvas de rendimientos. Esta situación afectó tanto a la cartera mantenida como a la referencial, revirtiéndose los resultados negativos del mes previo y observándose un aumento global de retornos aproximado al 0,8%.

En términos de retorno incremental, el portafolio mantenido deteriora levemente su desempeño respecto del mes anterior, al aumentarse la brecha negativa desde un -0,023% en agosto a un -0,056% en septiembre. Esto se explica principalmente por un desempeño inferior en las áreas monetarias libra y yen.

A nivel global, se observa que el portafolio referencial fue más favorecido por las caídas en las tasas de interés durante el mes, debido a su mayor duración. Mientras el portafolio del Banco mantiene una duración global de 2,0 años en septiembre, el benchmark está en una postura de mayor exposición a fluctuaciones en las tasas de interés con una duración global de 2,4 años. De hecho, esta brecha en duraciones ha aumentado sistemáticamente en los últimos meses, reflejando un posicionamiento conservador de la cartera mantenida frente a un escenario de eventuales aumentos en las tasas de interés.

En el área yen, por su parte, se registra durante septiembre una leve reducción de la brecha negativa en los rendimientos incrementales. La cartera mantenida registra un duración promedio de 0,8 años limitando significativamente el riesgo de tasa de interés, mientras que la cartera referencial considera 2,9 años de duración promedio.

Los resultados del mes de septiembre por área monetaria son los siguientes:

Bonos, resultados económicos mensuales por área monetaria

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Agosto	Septiembre	Agosto	Septiembre	Agosto	Septiembre
Dólar	-0,061%	**0,977%**	-0,095%	**0,897%**	0,034%	**0,080%**
Marco	-0,136%	**0,350%**	-0,128%	**0,376%**	-0,008%	**-0,026%**
Libra	0,520%	**1,315%**	0,493%	**1,580%**	0,027%	**-0,265%**
Yen	0,114%	**0,029%**	0,402%	**0,272%**	-0,289%	**-0,243%**

Durante septiembre se efectuaron adiciones netas de bonos por el equivalente de US$ 341,77 millones, mayoritariamente en el área dólar (US$ 286,6 millones), basados en proyecciones de retornos y antecedentes sobre coyuntura de mercados. En total, durante el mes se realizaron inversiones por US$ 565,34 millones equivalentes, en las áreas dólar, marco y libra esterlina. En promedio, el 80,3% de estas inversiones se efectuaron por debajo de los 5 años de plazo remanente hasta la madurez, con énfasis en el tramo entre 1 y 3 años. En el área yen, por su parte, sólo se registraron vencimientos de inversiones por US$ 99,3 millones equivalentes.

3. DURACIÓN CARTERA ADMINISTRADA POR EL BANCO CENTRAL[7]

En septiembre de 1997 se concluye el mes con una duración total del portafolio equivalente a 8,22 meses, superior a los 7,92 meses registrados a fines de agosto (ver Anexo N° 3). Adicionalmente, a fines de septiembre la duración de corto plazo era de 3,28 meses y la de los bonos era de 24,63 meses.

A nivel global, la duración total del portafolio sigue manteniéndose por debajo del valor central autorizado (12,53 meses).

4. MONEDAS

La composición efectiva de monedas ha presentado la siguiente evolución durante el trimestre julio - septiembre de 1997:

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

Área Monetaria	Julio 97	Agosto 97	Septiembre 97	Estructura fines agosto (rangos)
Dólar	**64,48%**	**66,42%**	**67,84%**	61% - 73%
Marco	**21,85%**	**20,68%**	**20,25%**	18% - 24%
Libra	**7,66%**	**7,89%**	**7,96%**	5% - 9%
Yen	**6,01%**	**5,00%**	**3,95%**	3% - 7%

A fines de septiembre los valores centrales de referencia para cada una de las áreas monetarias que conforman el portafolio de divisas, eran los siguientes: Dólar americano 67%, Marco alemán 21%, Libra esterlina 7% y Yen japonés 5%.

[7] 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".

5. RIESGO BANCARIO

Continúa realizándose un intensivo uso del límite de riesgo bancario autorizado (52%), que significó que en el mes de septiembre el riesgo bancario representara el 50,77% del portafolio. En agosto de 1997 fue equivalente al 51,06%.

6. ENERO - SEPTIEMBRE DE 1997. COMPARACIÓN DE RESULTADOS CON ADMINISTRADORES EXTERNOS DE CARTERA

En términos comparativos, los resultados tanto contables como económicos para el período enero-septiembre continúan siendo favorables a la administración interna de los recursos. Los siguientes antecedentes ilustran sobre el particular:

Desempeño Contable Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Índice Performance
Banco Central	5,006%	4,430%	0,576%	1,130
J.P. Morgan	4,544%	4,389%	0,155%	1,035
M. Grenfell	4,530%	4,389%	0,140%	1,032
Dresdner	4,524%	4,479%	0,046%	1,010

(*): Tasas anualizadas.

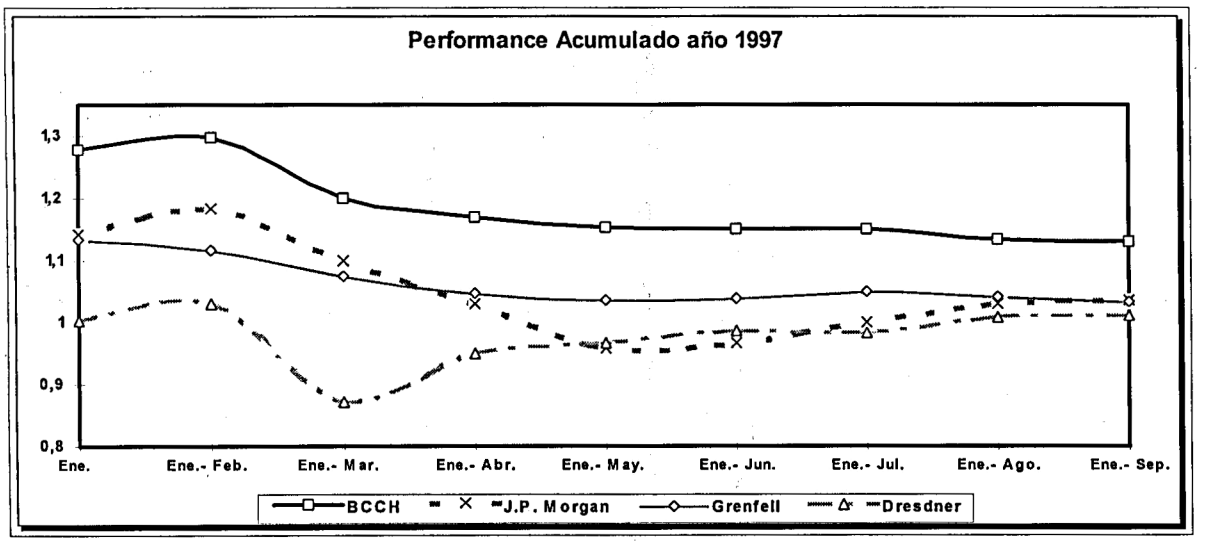
Desempeño Económico Bonos. Enero-Septiembre 1997

	Retorno Acumulado (*)	Comparador Referencial (*)	Retorno Incremental	Índice Performance
Banco Central	4,643%	3,983%	0,660%	1,166
J.P. Morgan	3,683%	3,959%	-0,276%	0,930
M. Grenfell	4,115%	3,959%	0,156%	1,039
Dresdner	3,195%	3,967%	-0,771%	0,806

(*): Tasas sin anualizar, correspondientes al período de nueve meses.

En términos contables no se observan variaciones significativas en lo índices de gestión respecto de los 8 meses finalizados en agosto. En la perspectiva de las valoraciones económicas para la cartera de bonos, sin embargo, los tres administradores externos presentan mejorías relativas, reduciéndose con ello la brecha de resultados con la administración interna.

El siguiente gráfico ilustra la evolución de los índices contables de gestión durante el presente año:



En el Cuadro N° 3 de los anexos se presentan los resultados detallados por cada administrador externo, incluyendo la estructura promedio de las carteras mantenidas durante el período enero-septiembre y antecedentes sobre duración.

7. CAJA

La caja en moneda extranjera independiente del portafolio generó durante el mes de septiembre ingresos nominales por US$ 1,09 millones, provenientes en un 97,59% (US$ 1,07 millones) de operaciones over-night y week-end y en un 2,41% (US$ 0,03 millones) de operaciones reverse-repos. Dichos retornos representan un retorno nominal anualizado de 5,53% (5,51% en agosto), el que comparado con la tasa referencial determina un índice de gestión para el mes de septiembre de 0,992 (ver cuadro N° 4). La obtención de un retorno levemente inferior al benchmark se explica por el alza de las tasas overnight hacia fines del mes, que impactó proporcionalmente en mayor medida el comparador referencial haciéndolo más exigente.

El saldo promedio mantenido en caja durante el mes fue equivalente a US$ 154,01 millones. El valor central de la caja autorizada es de US$ 250 millones, pudiendo fluctuar entre US$ 0 millones y US$ 500 millones.

Durante septiembre se efectuó un traspaso neto de US$ 185 millones desde la caja hacia el portafolio de inversiones, en virtud de la tendencia al alza de los saldos mantenidos. El saldo neto de US$ 185 millones es el resultado de traspasos por US$ 500 millones hacia el portafolio de inversiones e ingresos a la caja desde este último por US$ 315 millones, principalmente con el fin de financiar un prepago de la Tesorería General al BID.

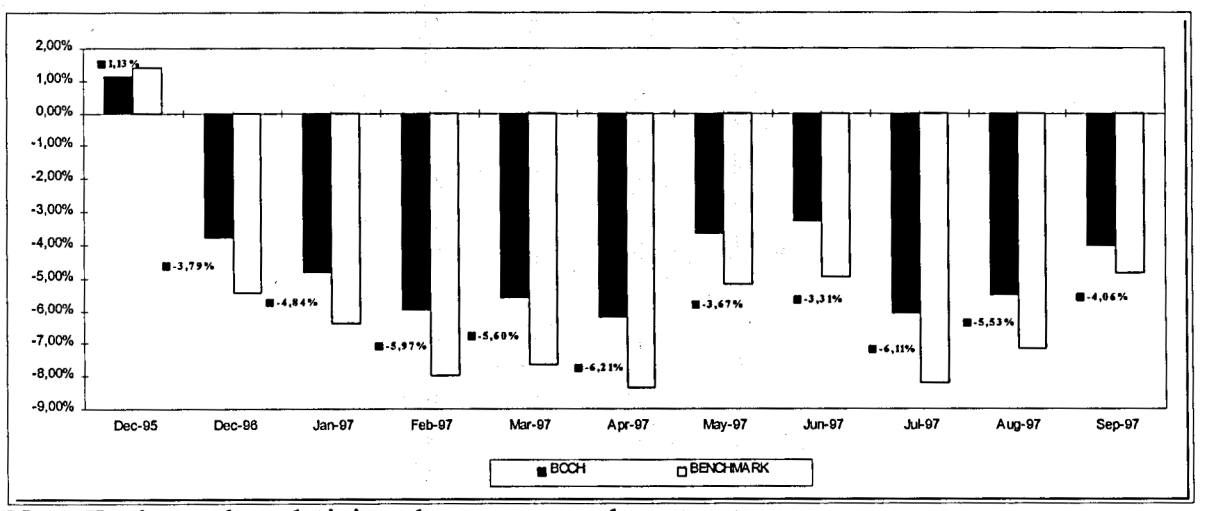
8. EFECTO PARIDAD

A continuación se presentan, a modo referencial, las mediciones del efecto paridad para 1995, 1996 y los años móviles finalizados en los siguientes 9 meses. Para tal efecto, se consideran las variaciones en las paridades de las distintas monedas que conforman el portafolio ponderadas por su participación. Se aplica el mismo procedimiento al comparador referencial.

El portafolio efectivo sistemáticamente ha obtenido mejores resultados que la cartera referencial. El resultado favorable se debe principalmente a las diferencias de composición existentes entre ambas carteras, demostrándose que las desviaciones con respecto al referente han logrado proteger el portafolio frente a los movimientos adversos en paridades que han afectado ambas carteras.

El siguiente gráfico ilustra sobre el particular:

Efecto Paridad años móviles entre 1995 y septiembre de 1997.



Nota: Excluye a los administradores externos de cartera.

9. ORO CERTIFICADO

Durante el período mayo-septiembre se registraron 13.080,92 onzas de oro como utilidad, producto de depósitos a plazo sobre una cartera promedio de 1.846.397 onzas (ver cuadro N° 5). Esto representa una tasa de retorno equivalente al 1,681% en términos anualizados, superior en 1,1 puntos base al rendimiento referencial, obteniéndose un índice de performance de 1,007.- La evolución mensual de las tasas de retorno y los comparadores referenciales ha sido la siguiente:

Desempeño Contable Oro. Mayo-septiembre 1997

	Retorno Mensual	Comparador Referencial	Retorno Incremental
Mayo	1,690 %	0,920%	0,769 %
Junio	1,658 %	1,254 %	0,404 %
Julio	1,640 %	1,850 %	-0,210 %
Agosto	1,668%	2,048%	-0,381%
Septiembre	1,751%	2,277%	-0,526%

Durante los últimos meses se observa una sistemática y sostenida tendencia al alza en las tasas de interés en oro, que impactan en forma inmediata al comparador referencial y no así a la cartera mantenida, porque esta última sólo registra en promedio un 11% de renovaciones a nivel mensual. Esto explica, en medida importante, la tendencia decreciente en los rendimientos incrementales.

En septiembre se efectuaron 3 operaciones de forward de tasas en oro por aproximadamente 96.530 onzas (5,23% de la cartera mantenida). En promedio, los forward de tasa vigentes representaron durante el mes el 12,83% del portafolio de oro.

CUADRO N° 1

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CLV / 13.10.97

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Septiembre 1997)

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	67,054%	53.164.960	7.004.562	60.169.523	6,616%	5,655%	5,911%	5,719%	1,157	0,897%
MARCO	20,931%	9.796.932	1.237.041	11.033.973	3,839%	3,294%	4,472%	3,588%	1,070	0,251%
YENS	4,330%	466.608	6.711	473.319	0,785%	0,441%	0,862%	0,546%	1,438	0,239%
LIBRAS	7,684%	7.096.831	145.662	7.242.493	6,959%	7,210%	6,900%	7,133%	0,976	-0,174%
TOTAL	100,00%	70.525.331	8.393.977	78.919.308	5,798%	5,007%	5,426%	5,112%	1,134	0,686%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	78,795%	54.750.321	1.726.996	56.477.317	5,253%	5,007%			1,049	0,247%
BONOS	21,205%	15.775.010	6.666.981	22.441.991	7,844%		5,426%		1,446	2,418%
TOTAL	100,00%	70.525.331	8.393.977	78.919.308	5,798%			5,112%	1,134	0,686%
Promedio activos en divisas US$ (a)	16.764.374.697									

(*) Excluye oro, bonos indexados 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).
(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 los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 60 % tasas Libid y en un 40 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (67%); DM (21%); Yen (5%) y LE (7%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 67%; 21%;5% y 7% respectivamente. En el caso del dólar y yen, se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y sobre 10 años. En el marco, 1 - 5 y sobre 7 años. En la libra 1-3 años, 3 - 5 años, 7 - 10 años y sobre 10 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 75% y Bonos 25%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

Jefe Depto. Contabilidad

Jefe Depto. Control Inversiones

CUADRO N° 1.1

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CLV / 10.10.97

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE CORTO PLAZO (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK

(Septiembre 1997)

ESTRUCTURA PROMEDIO CORTO PLAZO		INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (US$ EQUIV.) (a)			RETORNO NOMINAL	TASAS REFERENCIALES 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) (2) LIBID + FIXBIS	RETORNO NOMINAL / TASA REFERENCIAL PONDERADA	(1) - (2)
AREAS MONETARIAS								
DOLAR	67,596%	41.458.749	1.441.396	42.900.145	5,920%	5,655%	1,047	0,265%
MARCO	19,988%	6.486.707	133.227	6.619.934	3,051%	3,294%	0,926	-0,243%
YENS	3,264%	176.183	6.711	182.894	0,510%	0,441%	1,158	0,070%
LIBRAS	9,153%	6.628.681	145.662	6.774.343	6,935%	7,210%	0,962	-0,275%
TOTAL	100,00%	54.750.321	1.726.996	56.477.317	5,253%	5,007%	1,049	0,247%
TIPO DE RIESGO								
BANCARIO	64,606%	39.327.852	0	39.327.852	5,672%	5,087%	1,115	0,585%
SOBERANO + SUPRANACIONAL	35,394%	15.422.469	1.726.996	17.149.465	4,492%	4,887%	0,919	-0,396%
TOTAL CORTO PLAZO	100,00%	54.750.321	1.726.996	56.477.317	5,253%	5,007%	1,049	0,247%
Prom. Activos en Divisas C. Plazo US$ (a)	13.209.406.703							

(*) 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).
(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 los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 60 % tasas Libid y en un 40 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (67%); DM (21%); Yen (5%) y LE (7%).

Jefe Depto. Contabilidad

Jefe Depto. Control Inversiones

CUADRO N° 1.2

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CLV / 13.10.97

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE BONOS (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Septiembre 1997)

ESTRUCTURA PROMEDIO BONOS		INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (US$ EQUIV.) (a)			RETORNO NOMINAL	TASA REFERENCIAL ANUALIZADA	PERFORMANCE ANUALIZADO	RETORNO INCREMENTAL
ITEM \ CONCEPTO:	PORCENTAJE	INTERESES GANADOS (b)	GANANCIAS DE CAPITAL NETAS POR VENTAS (c)	TOTAL NOMINAL	TASA ANUALIZADA (%) (1)	RENDIMIENTO DE INDICE DE BONOS J.P. MORGAN (d) (2)	RETORNO NOMINAL / TASA REFERENCIAL PONDERADA	(1) - (2)
AREAS MONETARIAS								
DOLAR	65,040%	11.706.211	5.563.166	17.269.378	9,340%	5,911%	1,580	3,429%
MARCO	24,437%	3.310.224	1.103.815	4.414.039	6,270%	4,472%	1,402	1,798%
YENS	8,293%	290.424	0	290.424	1,189%	0,862%	1,378	0,326%
LIBRAS	2,230%	468.150	0	468.150	7,323%	6,900%	1,061	0,423%
TOTAL	100,00 %	15.775.010	6.666.981	22.441.991	7,844%	5,426%	1,446	2,418%
Prom. Activos en Divisas en Bonos US$ (a)	3.554.967.994							

(*) Excluye oro, bonos indexados 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).
(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) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de Indices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 67%; 21% y 5% y 7% respectivamente. En el caso del dólar y yen, se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y sobre 10 años. En el marco, 1 - 5 y sobre 7 años. En la libra 1 - 3 años, 3 - 5 años, 7 - 10 años y sobre 10 años.

Jefe Depto. Contabilidad

Jefe Depto. Control Inversiones

Gerencia División Internacional
Depto. Control de Inversiones
A.R.Z. - 6/11/97

CUADRO N° 2

PORTAFOLIO DE BONOS VALORADO A PRECIOS DE MERCADO - RETORNO TOTAL SEPTIEMBRE 1997

RETORNO TOTAL EFECTIVO VERSUS BENCHMARK

ESTRUCTURA PROMEDIO BONOS

MONEDAS	Paridades Promedio (a)	PORCENTAJE (b)	Valor Promedio Cartera (c) (moneda de origen)	Retorno Total Mensual (%) (d)	Monto Retorno Total (moneda de origen) (e)	RETORNO REFERENCIAL MENSUAL J.P. Morgan (f)	RETORNO INCREMENTAL RET. TOT. BCCH - RET. REF.
DOLARES AMERICANOS		58,18%	2.126.648.663	0,914%	19.288.512	0,897%	0,080% (*)
MARCOS ALEMANES	1,787	24,95%	1.628.639.943	0,350%	5.703.739	0,376%	-0,026%
YENES JAPONESES	120,845	8,39%	36.963.894.830	0,028%	10.571.637	0,272%	-0,243%
LIBRAS ESTERLINAS	0,680	2,01%	50.944.710	1,315%	602.326	1,580%	-0,265%
DOLARES NEOZELANDÉSES	1,572	3,63%	209.855.155	1,300%	2.549.141		
DOLARES AUSTRALIANOS	1,382	2,84%	142.296.738	1,862%	2.773.240		

		US Dollars		US Dollars Equivalentes		
TOTAL	100,00%	3.657.921.222	0,748%	27.082.833	0,804%	-0,056%
VALOR PROMEDIO CARTERA BONOS (US$)	3.657.921.222					
DURACION PROMEDIO MENSUAL (AÑOS)	2,065				2,441	

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

	US Dollar		*D. Mark*		*YENS*		*Libras Esterlinas*		*Francos Franceses*	*Coronas Suecas*	*Coronas Danesas*	*Dólar Neozelandés*	*Dólar Australiano*
	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH
oct-96	2,400	2,284	3,380	2,760	2,716	2,682	1,562	-	2,137	-	2,325	-	0,834
nov-96	2,424	2,307	3,094	2,713	2,490	2,602	1,658	-	1,813	-	2,350	-	1,233
dic-96	2,342	2,307	2,912	2,732	2,116	2,615	1,571	-	1,420	-	-	-	1,688
ene-97	2,186	2,264	2,858	2,704	1,959	2,551	1,448	-	1,578	-	-	-	2,333
feb-97	2,067	2,286	2,829	2,806	1,716	2,476	1,436	-	1,554	-	-	-	3,152
mar-97	2,124	2,287	2,858	2,811	1,722	2,499	1,745	-	1,510	-	-	-	2,897
abr-97	2,353	2,269	2,788	2,714	1,671	2,733	-	-	-	-	-	-	2,856
may-97	2,251	2,293	2,709	2,684	1,540	2,646	-	-	-	-	-	-	2,747
jun-97	2,183	2,308	2,951	2,700	1,121	2,764	-	-	-	-	-	-	2,845
jul-97	2,199	2,298	2,787	2,609	0,850	2,894	2,886	2,594	-	-	-	-	3,147
ago-97	2,085	2,302	2,460	2,639	0,770	2,810	2,536	2,619	-	-	-	2,302	3,379
sep-97	2,061	2,308	2,343	2,692	0,792	2,930	2,313	2,612	-	-	-	2,023	3,921

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

b: Participación promedio de cada moneda respecto a la cartera total de bonos, durante septiembre 1997.

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

d: Corresponde a la composición de los retornos diarios registrados durante septiembre 1997. 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 septiembre 1997.

f: Promedio Ponderado de los Retornos Totales Indices JP Morgan. Para US$ se utilizan los índices de entre 1- 3 y 10+ años, ponderados en un 93,36% y 6,64% respectivamente.
Para Yens se utilizan los índices de entre 1- 3 y 10+ años, ponderados en un 92,6% y 7,40% respectivamente. Para Marcos se utilizan los índices de entre 1- 5 y 7+ años, ponderados en un 98,95% y 1,05% respectivamente.
Para Libras se utilizan los índices de entre 1- 5 y 7+ años, ponderados en un 98,95% y 1,05% respectivamente.

El Retorno Benchmark Total utiliza los siguientes ponderadores por moneda: US$ (67%); DEM(21%); YEN(5%); GBP (7%)..

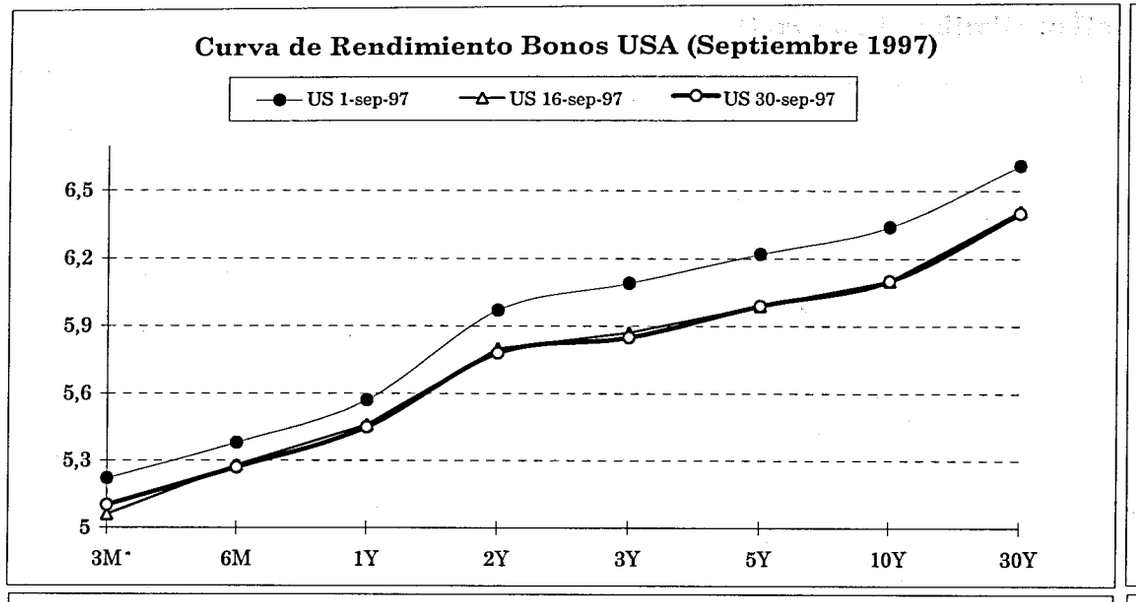
(*) : Incluye Dólar Americano, Dólar Australiano, y Dólar Neozelandés

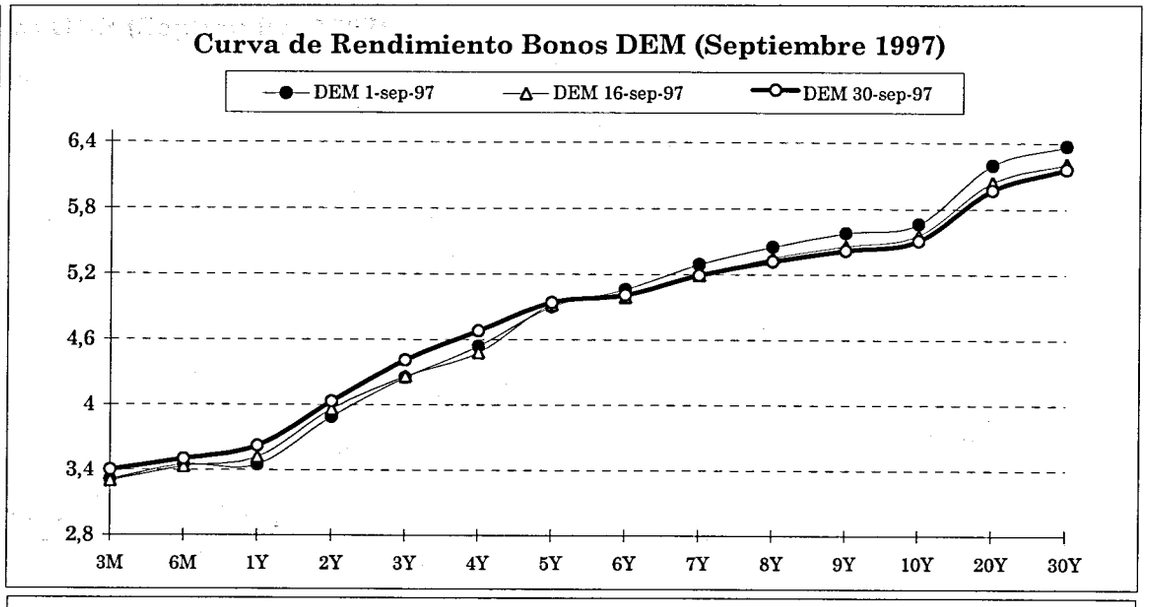
(**) : El comparador para la duración del Franco Francés y Corona Danesa es la duración del JP Morgan para el Marco Alemán.

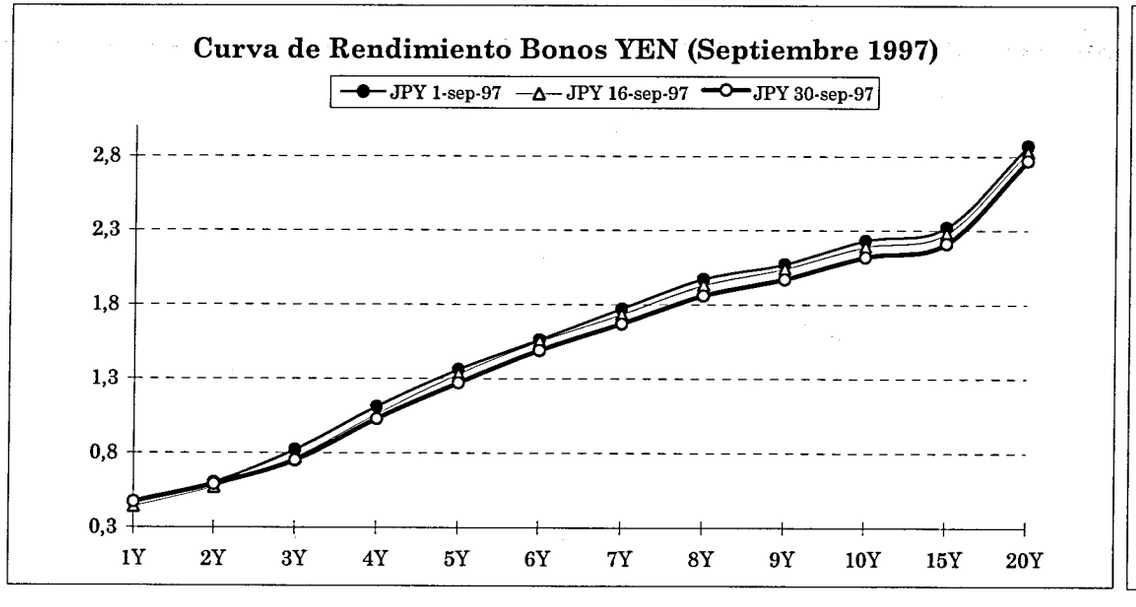
(**): El comparador para la duración del Dólar Australiano y el Dólar Neozelandés es la duración del JP Morgan para el Dólar Americano.

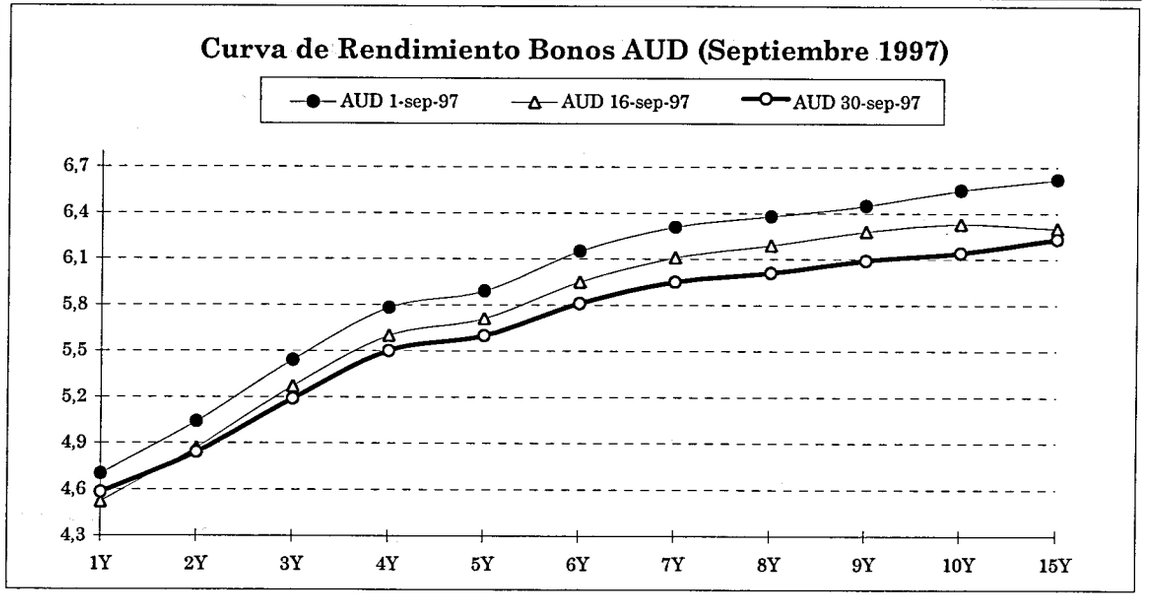
EVOLUCIÓN DE CURVAS REFERENCIALES DE RENDIMIENTO
(Complemento Cuadro N° 2)

CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
SEPTIEMBRE 1997

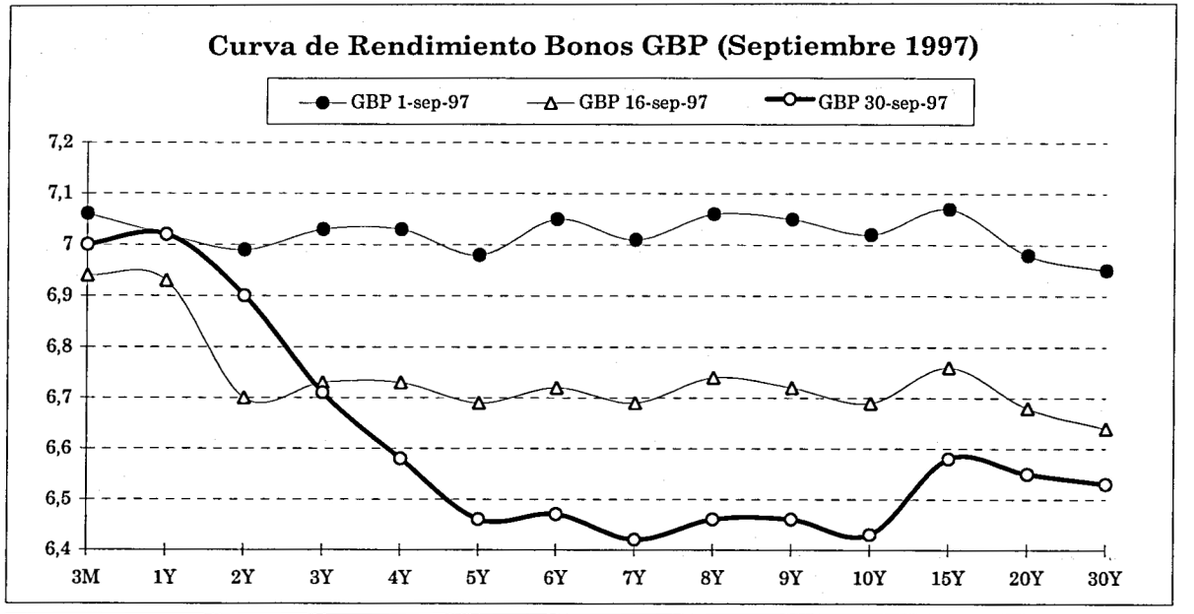


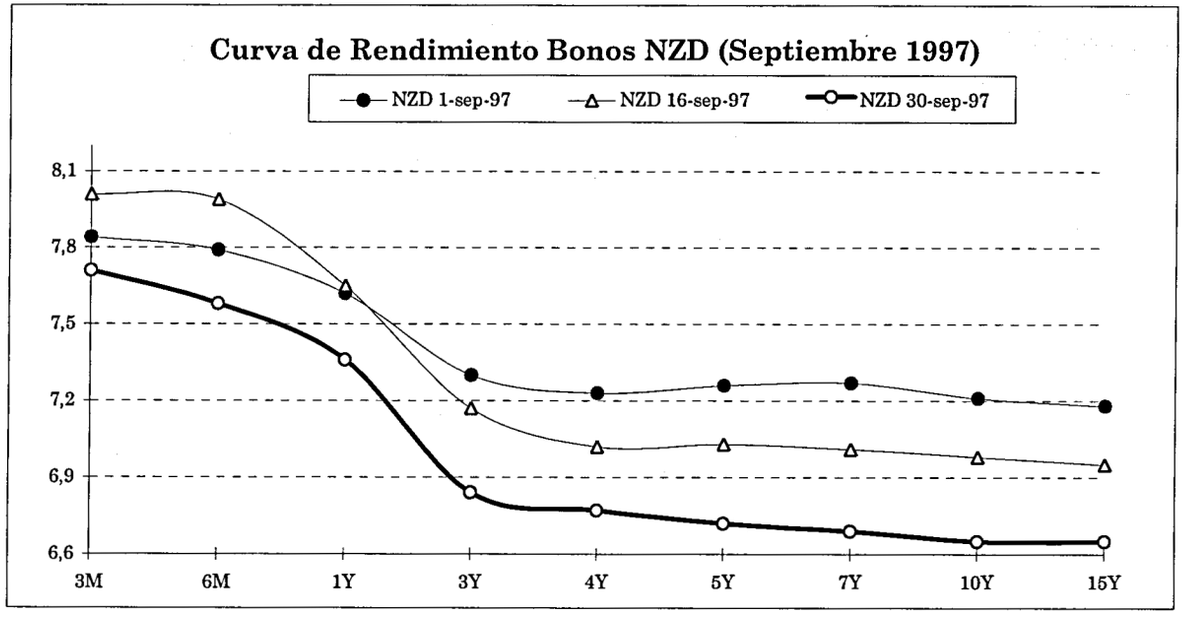






CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
SEPTIEMBRE 1997





Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CBL / 31.10.97

CUADRO N° 3.A.

J.P. MORGAN INVESTMENT MANAGEMENT INC.
INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Enero - Septiembre 1997)

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	57,418%	5.892.785	173.885	6.066.670	5,855%	5,665%	6,092%	5,772%	1,014	0,083%
MARCO	25,208%	1.579.594	108.388	1.687.983	3,702%	3,100%	4,244%	3,386%	1,093	0,316%
YEN	14,843%	207.494	-34.305	173.189	0,643%	0,457%	0,999%	0,592%	1,085	0,050%
LIBRAS	2,532%	301.851	-24.223	277.628	6,079%	7,141%	7,023%	7,112%	0,855	-1,033%
TOTAL	100,00%	7.981.724	223.745	8.205.469	4,544%	4,234%	4,854%	4,389%	1,035	0,155%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	48,636%	4.170.384	19.107	4.189.490	4,769%	4,234%			1,126	0,535%
BONOS	51,364%	3.811.341	204.638	4.015.978	4,331%		4,854%		0,892	-0,523%
TOTAL	100,00%	7.981.724	223.745	8.205.469	4,544%			4,389%	1,035	0,155%
Promedio activos en divisas US$ (a)	239.616.442									

(*) Dólares equivalentes según tipo de cambio promedio del período.
(Fuente: Informativo del Depto. de Publicaciones del BCCH)

(a) Fuente: Informes enviados por J.P. Morgan Investment Management Inc.
(b) Intereses devengados contablemente en el período, incluyendo amortización de premios (pérdidas) y capitalización de descuentos (ganancias).
(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 los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 60 % tasas Libid y en un 40 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (56,8333%); DM (26%); Yen (15,2222%) y Libra Esterlina (1,9444%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 56,8333%; 26%; 15,2222% y 1,9444% respectivamente. En el caso del dólar y yen, se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y sobre 10 años. En el marco y libra esterlina, 1 - 5 y sobre 7 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 75% y Bonos 25%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

Gerencia División Internacional.
Depto. Contpol de Inversiones.
CBL / 31.10.97

MORGAN GRENFELL ASSET MANAGEMENT
INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Enero - Septiembre 1997)

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	59,865%	5.944.154	-41.294	5.902.861	5,413%	5,665%	6,092%	5,772%	0,938	-0,359%
MARCO	24,231%	1.753.613	129.480	1.883.093	4,261%	3,100%	4,244%	3,386%	1,258	0,875%
YEN	13,035%	100.327	-108.287	-7.960	-0,033%	0,457%	0,999%	0,592%	-0,056	-0,626%
LIBRAS	2,869%	341.329	130.495	471.824	9,095%	7,141%	7,023%	7,112%	1,279	1,983%
TOTAL	100,00%	8.139.423	110.394	8.249.817	4,530%	4,234%	4,854%	4,389%	1,032	0,140%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	63,168%	5.584.700	14.427	5.599.126	4,865%	4,234%			1,149	0,631%
BONOS	36,832%	2.554.724	95.967	2.650.691	3,954%		4,854%		0,815	-0,900%
TOTAL	100,00%	8.139.423	110.394	8.249.817	4,530%			4,389%	1,032	0,140%
Promedio activos en divisas US$ (a)	241.750.152									

(*) Dólares equivalentes según tipo de cambio promedio del período.
(Fuente: Informativo del Depto. de Publicaciones del BCCH)

(a) Fuente: Informes enviados por Morgan Grenfell Asset Management.
(b) Intereses devengados contablemente en el período, incluyendo amortización de premios (pérdidas) y capitalización de descuentos (ganancias).
(c) Corresponde a ganancias netas realizadas (utilidades menos pérdidas), producto de ventas de instrumentos en el periodo. 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 los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 60 % tasas Libid y en un 40 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (56,8333%); DM (26%); Yen (15,2222%) y Libra Esterlina (1,9444%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 56,8333%; 26%; 15,2222% y 1,9444% respectivamente. En el caso del dólar y yen, se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y sobre 10 años. En el marco y libra esterlina, 1 - 5 y sobre 7 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 75% y Bonos 25%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

CUADRO N° 3.C

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CLV / 21.10.97

DRESDNER BANK INVESTMENT MANAGEMENT
INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS DRESDNER BANK. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Enero - Septiembre 1997)

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	61,080%	6.273.890	156.089	6.429.980	5,861%	5,666%	6,094%	5,773%	1,015	0,088%
MARCO	22,977%	1.510.806	-107.836	1.402.970	3,389%	3,100%	4,237%	3,384%	1,001	0,005%
YEN	13,674%	216.886	-188.158	28.728	0,116%	0,457%	0,995%	0,591%	0,196	-0,475%
LIBRA	2,269%	278.674	0	278.674	6,845%	7,141%	7,023%	7,112%	0,962	-0,267%
TOTAL	100,00%	8.280.257	-139.905	8.140.352	4,524%	4,327%	4,935%	4,479%	1,010	0,046%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	54,374%	4.840.399	1.376	4.841.775	4,952%	4,327%			1,144	0,625%
BONOS	45,626%	3.439.858	-141.281	3.298.577	4,016%		4,935%		0,814	-0,919%
TOTAL	100,00%	8.280.257	-139.905	8.140.352	4,524%			4,479%	1,010	0,046%
Promedio activos en divisas US$ (a)	243.060.648									

(*) Dólares equivalentes según tipo de cambio promedio del período.
(Fuente: Informativo del Depto. de Publicaciones del BCCH)

(a) Fuente: Informes enviados por Dresdner Bank Investment Management
(b) Intereses devengados contablemente en el período, incluyendo amortización de premios (pérdidas) y capitalización de descuentos (ganancias).
(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 los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 60 % tasas Libid y en un 40 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (59,19%); DM (24,71%); Yen (14,10%) y LE (2%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 59,19%; 24,71%;14,10% y 2% respectivamente. En el caso del dólar y yen, se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y sobre 10 años. En el marco, 1 - 5 y sobre 7 años. En la libra 1-3 años, 3 - 5 años, 7 - 10 años y sobre 10 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 75% y Bonos 25%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

Gerencia División Internacional
Depto. Control de Inversiones
CLV 15.10.97

CUADRO N° 3 - D

Duración del Portafolio de Divisas al 30.09.97 (*)
(meses)

Portafolio	BCCH	Dresdner Bank	J.P. Morgan	Morgan Grenfell	Consolidado
Corto Plazo	3,28	4,15	0,76	1,65	3,25
Largo Plazo	24,63	19,14	25,98	41,35	24,82
Total	8,22	8,88	11,41	12,28	8,33

Duración del Portafolio de Divisas al 30.09.97 (*)
(% Participaciòn)

Portafolio	BCCH	Dresdner Bank	J.P. Morgan	Morgan Grenfell	Consolidado
Corto Plazo	76,89%	68,50%	57,76%	73,20%	76,45%
Largo Plazo	23,11%	31,50%	42,24%	26,80%	23,55%

	BCCH	Dresdner Bank	J.P. Morgan	Morgan Grenfell	Consolidado
Depósitos a Plazo	49,70%	0,00%	5,58%	27,00%	48,08%
Aceptaciones Bancarias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Certificados de Depósitos	0,27%	43,00%	18,39%	14,80%	1,32%
Letras del Tesoro	6,16%	0,00%	0,00%	24,20%	6,24%
Papeles Comerciales	10,68%	5,30%	13,62%	0,00%	10,49%
Floating Rate Notes	9,26%	18,90%	19,66%	7,00%	9,50%
Bonos	22,94%	27,90%	36,62%	25,20%	23,22%
Eurobonos	0,17%	3,60%	5,62%	1,60%	0,32%
Cuenta Corriente	0,83%	1,30%	0,51%	0,20%	0,82%

(*) De acuerdo a antecedentes recepcionados y vigentes al 30.09.97

CUADRO Nº 4

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
LAE / 07.10.97

INGRESOS NOMINALES DE LA CAJA (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Septiembre 1997)

ESTRUCTURA PROMEDIO CAJA		INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (US$) (a)	RETORNO NOMINAL	TASA REFERENCIAL ANUALIZADA	PERFORMANCE ANUALIZADO	RETORNO INCREMENTAL
ITEM \ CONCEPTO:	PORCENTAJE	INTERESES GANADOS (b)	TASA ANUALIZADA (%) (1)	TASAS BENCHMARK OVERNIGHT (c) (2)	RETORNO NOMINAL / TASA REFERENCIAL = (1)/(2)	(1) - (2)
SUBCARTERAS						
OVERNIGHTS, WEEKENDS	96,321%	1.066.544,97	5,529%	5,5727%	0,992	-0,044
REVERSE REPOS	3,679%	26.351,39	5,580%	5,5727%	1,001	0,008
TOTAL	100,00 %	1.092.896,36	5,531%	5,5727%	0,992	-0,042
Prom. Activos en Divisas en CAJA US$ (a)	154.010.833					

(*) Todos los activos de la caja están denominados en dólares norteamericanos

(a) Fuente: Saldos de los registros contables del BCCH.
(b) Intereses devengados contablemente en el período.
(c) Promedio simple de tasa overnight en dólares. Fuente: OPEN BLOOMBERG.

(1) Tasa de retorno promedio ponderado

CUADRO N° 5

Gerencia División Internacional.
Depto. Control de Inversiones.
CLV / 22.10.97

INGRESOS NOMINALES DEPOSITOS A PLAZO EN ORO
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Mayo - Septiembre 1997)

ESTRUCTURA PROMEDIO DEPOSITOS EN ORO	INGRESOS NETOS NOMINALES DEL PERIODO (Onzas) (a)	RETORNO NOMINAL	TASA BENCHMARK ANUALIZADA	PERFORMANCE ANUALIZADO	RETORNO INCREMENTAL
ITEM \ CONCEPTO:	INTERESES GANADOS (b)	TASA ANUALIZADA (%) (1)	TASAS DEPOSITOS A PLAZO ORO (c) (2)	RETORNO NOMINAL / TASA BENCHMARK PONDERADA	(1) - (2)
MONEDA					
ONZAS	13.080,92	1,681%	1,670%	1,007	0,011%
Promedio Depósitos a Plazo OZ (a) 1.846.397					

(a) Fuente: Saldos de los registros contables del BCCH.
(b) Intereses devengados contablemente en el período.
(c) Promedio de tasas de cierre para depósitos a plazo informadas por Societe Generale y UBS. Los plazos considerados son 3, 6 y 12 meses.

ANEXO N° 1

SPREAD LIBID OCTUBRE 1996 - SEPTIEMBRE 1997
(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN
360 - 180	Octubre 96	0,19	0,26	0,13	0,16	0,09	0,08
	Noviembre 96	0,17	0,34	0,13	0,19	0,10	0,10
	Diciembre 96	0,19	0,36	0,10	0,10	0,02	0,04
	Enero 97	0,26	0,38	0,10	0,12	0,00	0,03
	Febrero 97	0,23	0,31	0,09	0,13	0,01	0,03
	Marzo 97	0,34	0,35	0,12	0,07	0,10	0,05
	Abril 97	0,38	0,37	0,10	0,13	0,10	0,10
	Mayo 97	0,27	0,29	0,06	0,06	0,07	0,21
	Junio 97	0,23	0,27	0,08	0,18	0,06	0,19
	Julio 97	0,18	0,23	0,11	0,09	0,09	0,06
	Agosto 97	0,20	0,17	0,19	0,13	0,18	0,06
	Septiembre 97	0,19	0,12	0,22	0,23	0,22	0,05
180 - 90	Octubre 96	0,09	0,10	0,01	0,03	0,07	0,05
	Noviembre 96	0,05	0,19	0,01	0,05	0,08	0,04
	Diciembre 96	0,04	0,19	-0,01	-0,03	0,02	0,03
	Enero 97	0,11	0,12	0,01	0,03	-0,02	0,01
	Febrero 97	0,09	0,14	0,00	0,01	0,01	0,00
	Marzo 97	0,15	0,19	0,01	0,00	0,06	0,01
	Abril 97	0,18	0,23	0,04	0,03	0,05	0,04
	Mayo 97	0,18	0,19	0,09	0,08	0,07	0,08
	Junio 97	0,12	0,16	0,08	0,10	0,06	0,09
	Julio 97	0,10	0,19	0,07	0,04	0,08	0,04
	Agosto 97	0,11	0,14	0,12	0,14	0,12	0,02
	Septiembre 97	0,12	0,12	0,14	0,19	0,11	0,00
90 - 30	Octubre 96	0,16	0,17	0,02	0,07	0,05	0,03
	Noviembre 96	0,12	0,28	0,08	0,18	0,05	0,02
	Diciembre 96	-0,07	0,30	-0,04	-0,10	0,01	0,01
	Enero 97	0,10	0,26	-0,01	0,05	-0,01	0,02
	Febrero 97	0,10	0,13	-0,01	0,03	0,02	0,03
	Marzo 97	0,11	0,20	0,00	-0,05	0,05	-0,02
	Abril 97	0,15	0,29	0,02	0,05	0,05	0,01
	Mayo 97	0,13	0,15	0,04	0,06	0,10	0,03
	Junio 97	0,11	0,18	0,01	0,09	0,08	0,03
	Julio 97	0,08	0,23	0,00	0,01	0,04	0,09
	Agosto 97	0,09	0,11	0,10	0,07	0,09	0,05
	Septiembre 97	0,07	0,12	0,12	0,11	0,07	-0,02

LIBID OCTUBRE 1996 - SEPTIEMBRE 1997
(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN
LIBID 90	Octubre 96	5,43	5,90	3,01	1,52	3,39	0,41
	Noviembre 96	5,38	6,27	3,08	1,85	3,34	0,41
	Diciembre 96	5,43	6,30	3,11	2,00	3,32	0,41
	Enero 97	5,44	6,30	3,01	1,71	3,24	0,42
	Febrero 97	5,39	6,16	3,06	1,61	3,21	0,44
	Marzo 97	5,49	6,17	3,16	1,76	3,24	0,48
	Abril 97	5,70	6,33	3,14	1,76	3,27	0,47
	Mayo 97	5,69	6,40	3,10	1,59	3,34	0,47
	Junio 97	5,67	6,61	3,04	1,23	3,31	0,50
	Julio 97	5,62	6,91	3,03	1,44	3,26	0,57
	Agosto 97	5,60	7,11	3,16	1,40	3,29	0,49
	Septiembre 97	5,60	7,17	3,21	1,34	3,27	0,47
LIBID 180	Octubre 96	5,52	5,99	3,02	1,55	3,46	0,46
	Noviembre 96	5,42	6,46	3,09	1,90	3,42	0,45
	Diciembre 96	5,47	6,49	3,11	1,97	3,34	0,43
	Enero 97	5,55	6,42	3,02	1,73	3,21	0,43
	Febrero 97	5,47	6,30	3,07	1,62	3,22	0,45
	Marzo 97	5,64	6,36	3,17	1,76	3,30	0,49
	Abril 97	5,88	6,56	3,18	1,79	3,32	0,50
	Mayo 97	5,87	6,59	3,18	1,67	3,40	0,55
	Junio 97	5,79	6,78	3,12	1,32	3,37	0,59
	Julio 97	5,72	7,10	3,10	1,48	3,33	0,61
	Agosto 97	5,71	7,25	3,28	1,54	3,41	0,51
	Septiembre 97	5,71	7,29	3,35	1,53	3,38	0,47
LIBID 360	Octubre 96	5,71	6,25	3,15	1,71	3,55	0,53
	Noviembre 96	5,59	6,80	3,22	2,09	3,52	0,55
	Diciembre 96	5,65	6,85	3,21	2,07	3,36	0,48
	Enero 97	5,81	6,79	3,12	1,86	3,21	0,46
	Febrero 97	5,70	6,61	3,16	1,75	3,23	0,47
	Marzo 97	5,99	6,70	3,29	1,83	3,40	0,54
	Abril 97	6,26	6,93	3,28	1,92	3,42	0,61
	Mayo 97	6,14	6,88	3,24	1,73	3,47	0,76
	Junio 97	6,02	7,04	3,19	1,50	3,43	0,78
	Julio 97	5,90	7,33	3,22	1,57	3,42	0,67
	Agosto 97	5,91	7,41	3,47	1,67	3,59	0,57
	Septiembre 97	5,90	7,42	3,57	1,76	3,60	0,52

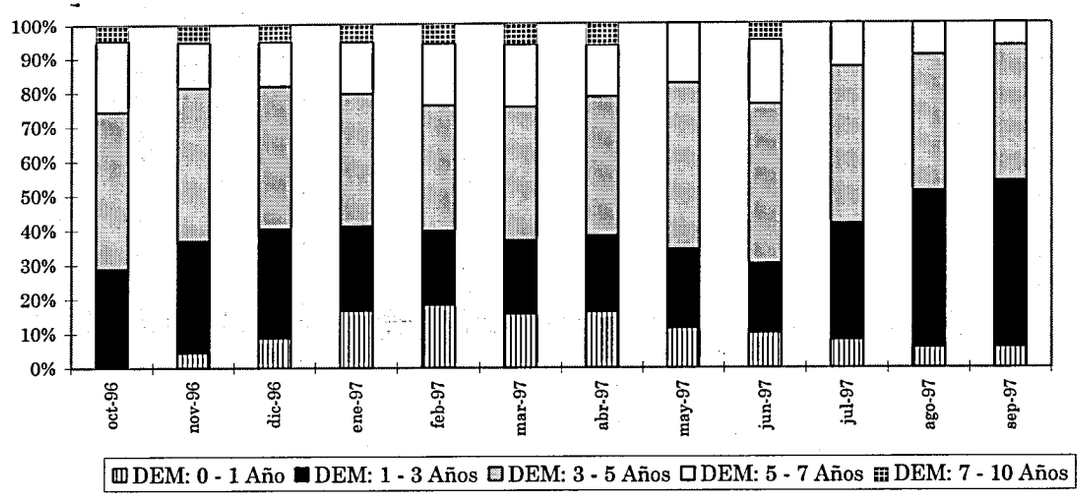
FUENTE: Reuters y Bloomberg.

ANEXO Nº 2

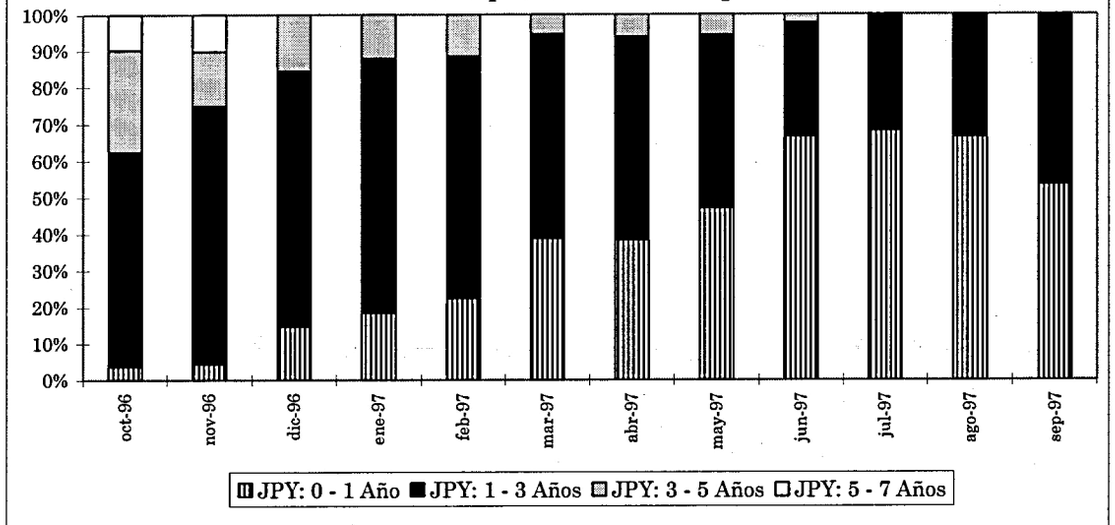
Gerencia División Internacional
Depto. Control de Inversiones
FBT 31/10/97

Evolución Composición Portafolio de Bonos por Tramo de Madurez (Años 1996 - 1997)

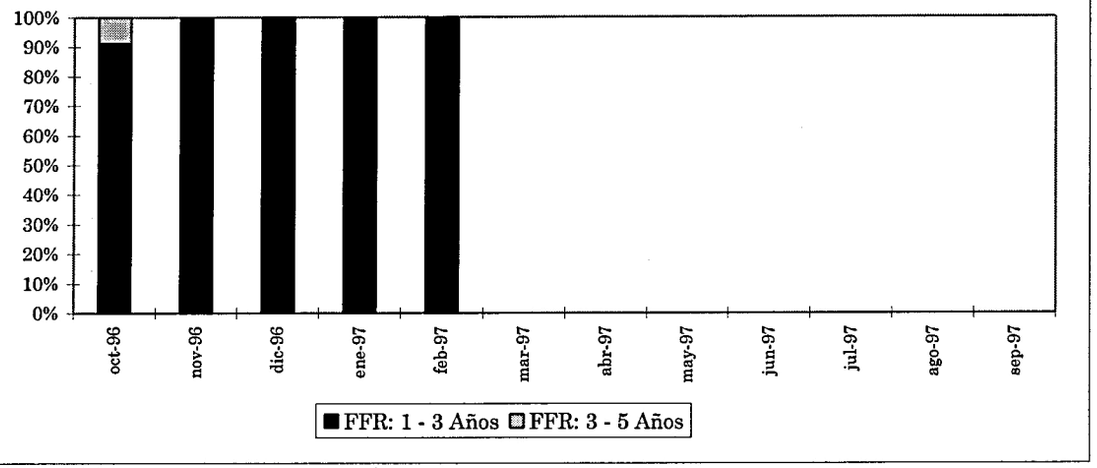
Evolución Composición Bonos Alemanes



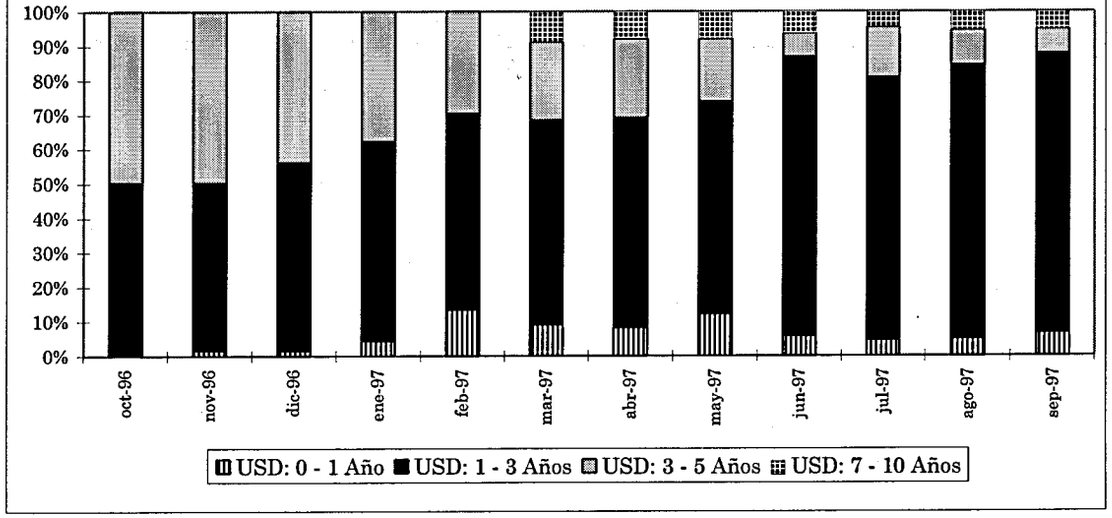
Evolución Composición Bonos Japoneses



Evolución Composición Bonos Franceses



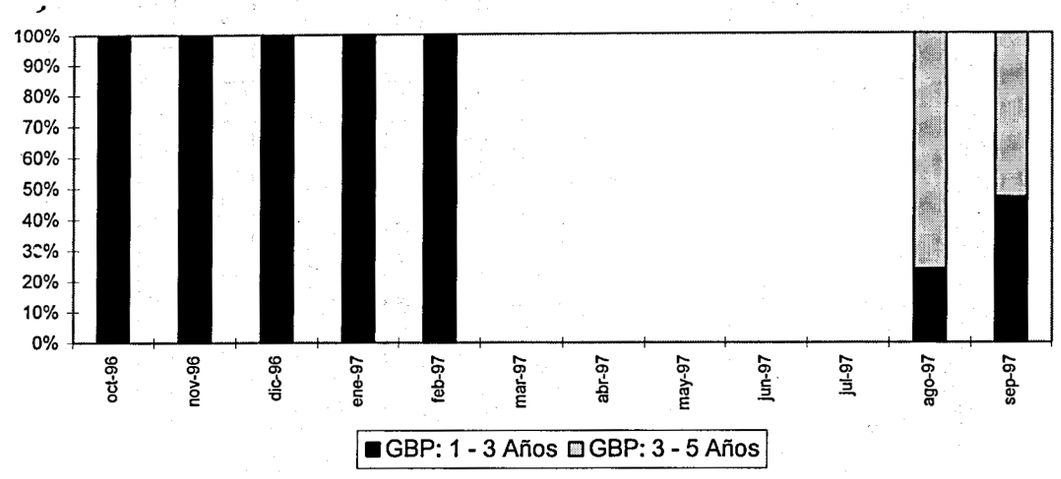
Evolución Composición Bonos Norte Americanos



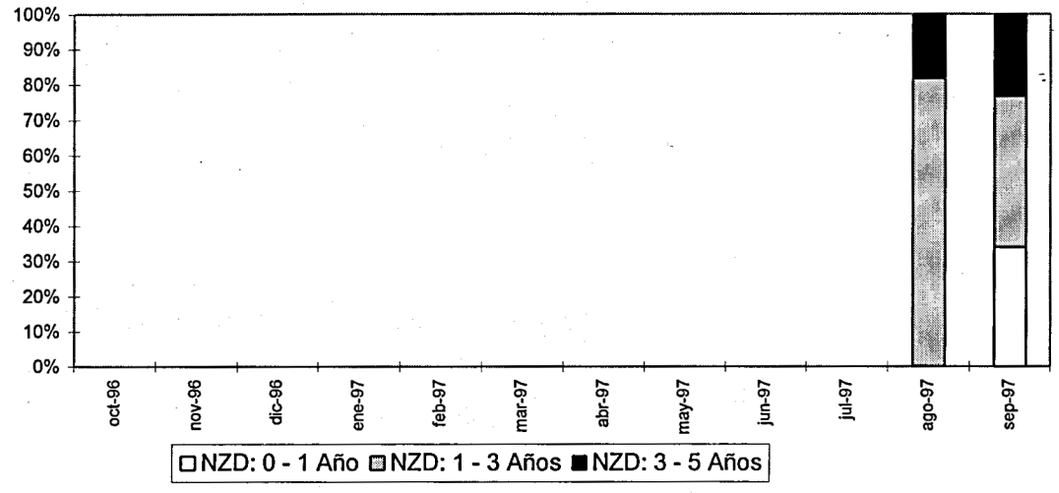
Gerencia División Internacional
Depto. Control de Inversiones
FBT 31/10/97

Evolución Composición Portafolio de Bonos por Tramo de Madurez (Años 1996 - 1997)

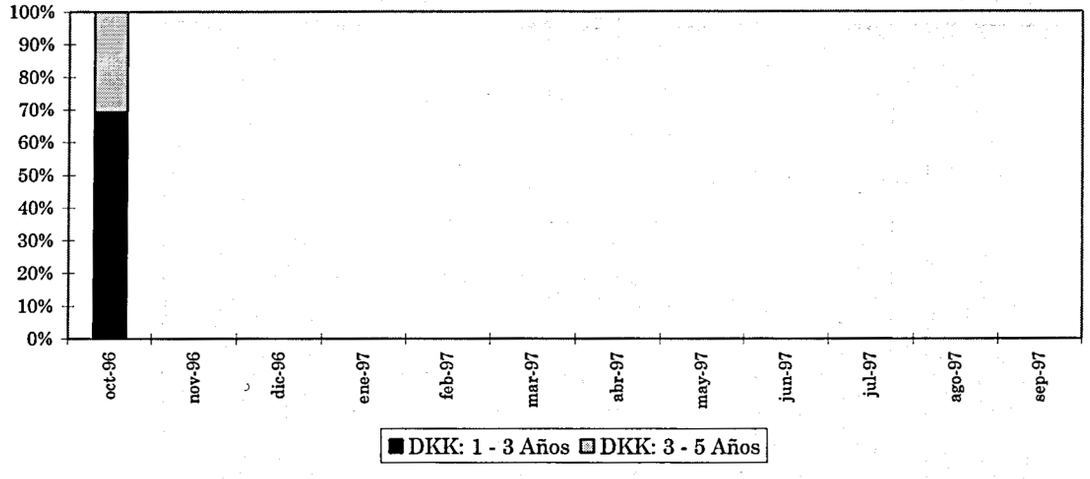
Evolución Composición Bonos Ingleses



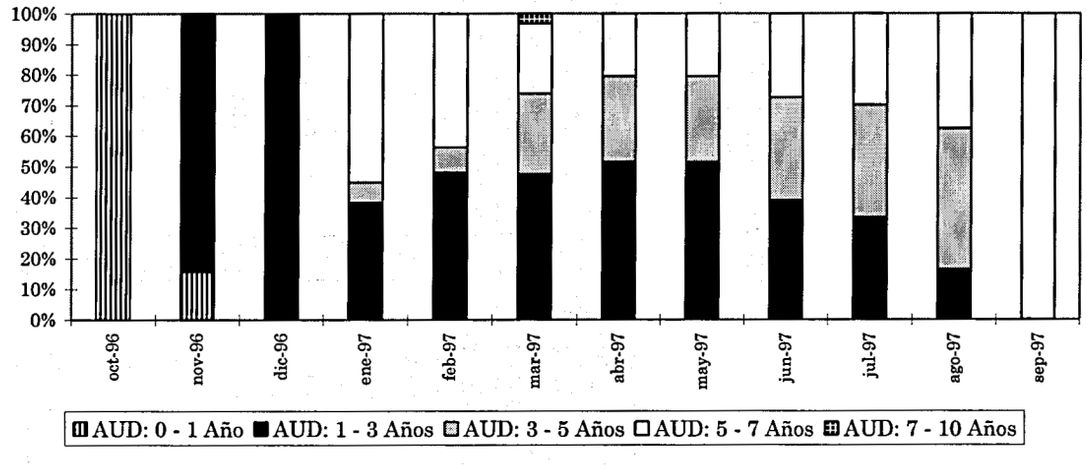
Evolución Composición Bonos Neozelandeses



Evolución Composición Bonos Daneses



Evolución Composición Bonos Australianos



GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
Departamento Control de Inversiones
CLV / 29/10/97

ANEXO N° 3

DURACIÓN MODIFICADA DEL PORTAFOLIO

Octubre 1996 a Septiembre 1997

MESES

MES	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL
Octubre 96	2,57	32,47	8,53
Noviembre 96	2,66	30,04	7,57
Diciembre 96	2,84	28,11	7,33
Enero 97	2,74	27,71	7,91
Febrero 97	2,74	26,46	7,97
Marzo 97	2,90	28,92	9,04
Abril 97	3,43	27,92	9,34
Mayo 97	3,42	27,24	8,86
Junio 97	3,61	27,5	8,73
Julio 97	3,33	26,46	8,2
Agosto 97	3,24	25,18	7,92
Septiembre 97	3,28	24,63	8,22

SEPTIEMBRE 1997 (FIN DE MES)

CARTERA	CORTO PLAZO		LARGO PLAZO		TOTAL	
ÁREA MONETARIA	DURACIÓN		DURACIÓN		DURACIÓN	
	Efectiva	Referencial	Efectiva	Referencial	Efectiva	Referencial
Dólar	3,15	7,00	24,89	27,70	8,05	12,18
Marco	3,23	7,00	27,39	32,30	9,44	13,33
Yen	1,90	7,00	11,49	35,16	5,20	14,04
Libras	5,05	7,00	24,32	31,34	7,95	13,09
TOTAL	3,28	7,00	24,63	29,29	8,22	12,57

CORTO PLAZO	DURACIÓN	
	Efectiva	Referencial
Riesgo Bancario	3,72	7,00
Riesgo Soberano y Supranacional	2,48	7,00

Nota: Duración calculada a fines de cada mes.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK
33 Liberty Street
NEW YORK, N.Y. 10045-0001

E-Mail:george.bentley@frb.org
Telephone: (212) 720-5658
Facsimile: (212) 720-6927

GEORGE G. BENTLEY
VICE PRESIDENT

October 16,1997

VIA FACSIMILE
Guillermo Le Fort
Gerente de Division International
Banco Central de Chile
Agustinas 1180
Santiago, Chile

Dear Guillermo,

I want to thank you again for the opportunity last month of visiting your bank and discussing with you and your colleagues many of the shared concerns that we face at our respective institutions in managing external reserves. Because many of your challenges are parallel to ours, my visit afforded me a too-infrequent reminder that the issues that we face here are rarely unique and that there is a community of others--central bankers in particular--that are toiling away at many of the same issues.

As we discussed, a wholesale review of the reserves management process, even if focused strictly on issues of internal controls, is an enormous undertaking. Obviously, an overview of your Division's responsibilities and a walk-through of your transaction processing is not an adequate grounding from which I, or anyone, can make critical judgements. Nonetheless, in the spirit of the critical review that you are contemplating, I would like to humbly pass on some of my personal observations. These are loosely organized in the attachment under five classifications--Controls, Automation, Benchmark Process, External Managers, and Division of Responsibilities.

The bulk of these observations jumped out at me because they were so close to home. In the area of operational controls, we are also striving for improvement in many of the same areas. Along those lines, I should point out two related efforts that we are undertaking in our Bank with regards to our internal controls and transaction processing.

First, in an effort to improve controls and to adopt a standard externally-recognized framework in which controls can be evaluated, the Federal Reserve Bank of New York ("FRBNY") has committed itself to adopting the Internal Controls Integrated Framework ("Framework"). The Framework published in a report in 1992 by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission ("COSO") was designed to provide

a standard against which entities can assess their control systems. In the case of the FRBNY, we will be adopting initially the portion of the Framework dealing with external financial reporting. Thus, due to the scope and integrated nature of the endeavor, it will involve most of the operational areas of the FRBNY with a nexus in the Accounting and Audit Functions. The resource implications are quite large, involving a number of staff persons on a full-time basis for several months as well as outside consultants. A separate portion of the Framework dealing with the effectiveness and efficiency of operations might be more directly focused on your areas of concern involving middle- and back-office procedures. Moreover, to the degree that you have an interest in having an external stamp of approval on your controls, the Framework, attested to by an outside auditor, is designed to provide it.

Second, on a more local basis within the Markets Group of the FRBNY, we are embarking on a major project of review and redesign of our transaction processing systems. The object is to improve both efficiency and control. This project was originally conceived from a more limited perspective as an automation project. But rather than simply replicating the current transaction processes in a more automated fashion, we are tackling the project from a more ambitious, but we feel appropriate manner, of reviewing every step in our multiple transaction processes with an aim of imbedding controls and reducing processing time. In terms of resources, the review phase is being conducted by a team of five staff working full time for the next four months. The team includes an automation expert, an accountant, and a trader. We also have enlisted a part-time consultant with a background in business re-engineering.

These two efforts could potentially form an area for more mutually-constructive dialogue between our institutions. More particularly, I am confident that a visit by you or any number of your deputies to see how we are proceeding on both of these projects might be very constructive and would certainly be welcomed by us.

Although we have already had a chance to discuss some of the critical observations on the attachment, I look forward to talking about them further with you or any of your colleagues at your convenience.

Thank you again for the gracious hospitality of both you and your management team. In particular, Herman Graznow's assistance and good company were greatly appreciated.

Sincerely,

George G. Bentley
Vice President

Observations from Visit to Banco Central de Chile
Attachment to Letter of October 16

Controls:
Overall internal controls regarding transaction processing seemed quite good given the state of automation. All of your processes seem very well designed to maintain a strict separation of duties. In particular , the new automated transaction processing system is quite impressive--highlighted by limits on individual-user functionality and two-step verification.

Strictly from a control perspective, one should minimize any "disconnects" in the overall transaction process that create inefficiencies and potential control concerns. In terms of your processing, one such disconnect is the manner in which deal entry does not take place in the front office but rather by operators in the back office that are rekeying off of source documentation. Another disconnect is the manner in which some telecommunication messages were manually keyed into SWIFT terminals rather than automatically queuing up straight from the automated transaction processing system. These appear to be issues that can only be addressed by automation.

Given my limited time at your bank, I had a much harder time getting a handle on the confirmation processes between you and your counterparties. This is an enormous challenge for any back office because conventions and technologies are different across markets and transaction types. We have thought a lot about this in our back office and are currently working to improve our consistency across markets. In terms of your securities transactions, I think it is not uncommon to rely on the match-status reports from your custodian or correspondent as your initial confirmation. But obviously, the quicker these confirmations are received, the lower is your pre-settlement risk. If you are relying on receive-against-payment or delivery-against-payment instructions, this probably does not present any significant control problems beyond the larger pre-settlement risk that exists in the event that the trade is disputed. Obviously, on foreign exchange transactions, no such match from a third party is possible and same-day confirmation direct with the counterparty is essential.

Separately, your automated system should also be allowing you to dramatically reduce paper flow. I assume that it has, but I still had a sense that hard copy print-outs continue to be viewed as important documents of record. Where possible, computer archives of transaction records should replace the need for hard-copy records. We struggle with the same issue because of antiquated preferences of some auditors.

Finally, I did not think to ask during my visit, but obviously the administration of access control to your transaction processing system is critical. Given that your small Treasury unit staff are the sole operators of the system, the creation of user id's and passwords to access the system should be administered in a different staff unit.

Automation

The overall resources dedicated to automation within your Division are relatively small. By comparison, within the Markets Group at the FRBNY, we have grown our automation resources enormously in the past three years. We now have 17 staff maintaining and developing our automated systems under our direct management control and another 17 professionals dedicated to serving us from the central automation group within the Bank. Even though these figures represent support for domestic operations as well as foreign operations in our Group, the relative difference in committed resources is still enormous.

The transaction processing system that you designed appears like an enormous step forward. From what I was told, however, project implementation and any changes to the application are frustratingly slow, and the system seems to be processing "slowly" at times. We have both of these problems by shifting away from mainframe applications to broader use of client-server hardware. Particularly in terms of wanting to frequently modify and adapt your own applications, the client-server environment is far more flexible.

Division of Responsibilities

I was genuinely struck by the degree of camaraderie that seemed to exist across Division management and the familiarity that everyone seems to have with the responsibilities and businesses of the entire Division.

Of the three units that I had an opportunity to visit, the role of the Investment Control unit was most poorly defined and I sensed a lack of agreement on what the role of the unit should be. I think that this is quite common for the "middle" office and we struggle with the same thing here. The Control unit seems to be almost fully occupied in carrying out their credit analysis role and in the routine work of keeping the benchmark portfolio "invested" so that all of the comparative reporting can be done. I assume that there are automation improvements that would make standard benchmark tracking and reporting easier, but they are costly. At the same time, other activities that might have been carried out in the middle office were not. For example, they are not positioned in the operational work flow to provide any kind of day-to-day compliance. For instance, it is your back office that checks that credit limits are adhered to and that reference interest rates are achieved on all bank deposits. Moreover, efforts at analytically improving the benchmark seem to be the domain of the entire management team rather than simply that of the Control unit. Again, I think this somewhat blurry identity of the middle office is common. And although your current team seems to work well together, greater clarity of roles is always desirable.

Benchmark process

Your benchmarking and management review process are enviable. With your routinely scheduled meetings, you appear to have found an efficient way of engaging and educating your Directors on key portfolio issues.

I also am envious of your focus on annual performance. For us, one of the most vexing questions has always been what time horizon to consider in evaluating risk and return tradeoffs in terms of benchmark construction. With the effective term of our liabilities being unknown (and with no balance sheet marking-to-market of our assets), the time horizon becomes relatively arbitrary for us. I was struck by how Mr. Massad's annual statement to the Senate on financial performance define for you a meaningful time period.

I was very impressed with Christian Johnson's work aimed at achieving expected returns higher than those of the benchmark while staying on the efficient frontier in terms of constraining risk. Upon reflection, I recognize that, if adopted, this will simply eliminate the current practice of Division management making strategic decisions on a relatively ad hoc basis. For whatever its worth, Christian's systematic approach is closer to our own. In our philosophical framework, markets are generally efficient and ad hoc decisions only threaten to move you off of the efficient frontier. If you begin with a benchmark on the efficient frontier, you can only systematically augment return by increasing risk. Thus any effort to significantly augment return simply takes the form of a conscious decision to choose a precise new point on the efficient frontier.

External Managers

Of everything that I learned on my visit, I was most struck by your reports of external managers that routinely violate the benchmark guidelines that they are given. Under such circumstances, I must say I am unsure why you would maintain the relationship.
In the case of certain central banks that hire external managers as a means of knowledge transfer or capacity building, I understand the logic, though I am personally skeptical of the effectiveness of that goal. In the case of your bank, I certainly see no need for any knowledge transfer. I am certain that all of your external managers could learn a lot from listening to Christian Johnson describe his latest work on benchmarking. If on the other hand, the external managers offered up one of their back-office operations risk managers for a tour of duty that would be another story.

George G. Bentley
October 13, 1997