BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 865

865-01-000921 Define márgenes de inversión y comparadores referenciales para bonos indexados (TIPS) – Modifica Manual de Políticas Vigentes para la Administración de Activos en Divisas y Oro Certificado – Memorándum N° 50 de la Gerencia de División Internacional.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 865 DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE celebrada el jueves 21 de septiembre de 2000

En Santiago de Chile, a 21 de septiembre de 2000, siendo las 12.00 hrs. se celebra la Sesión Ordinaria N° 865 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del subrogante don Jorge Marshall Rivera y con la asistencia de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Comercio Exterior y Cambios Internacionales, don Gustavo Díaz Vial;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Gestión y Desarrollo, don Carlos Pereira Albornoz;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Gerente de Inversiones Internacionales, don Cristián Salinas Cerda;
Revisor General, don Mario Ulloa López;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 861 y 862E, celebradas el 7 de septiembre de 2000.

El Presidente Subrogante presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 861 y 862E, celebradas el 7 de septiembre de 2000, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Acuerdos cumplidos o por cumplir.

El Presidente Subrogante deja constancia que se ha hecho entrega al señor Ministro de Hacienda y a los señores Consejeros, de una relación de los acuerdos adoptados durante el mes de agosto de 2000, con mención de los acuerdos cumplidos o por cumplir, conforme lo dispone el número 3.- del Artículo 22 del Párrafo Segundo del Título II de la Ley Orgánica Constitucional.

III. Tema tratado:

- Definición márgenes de inversión y comparadores referenciales para bonos indexados (TIPS) – Modificación del Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado.

865-01-000921 – Define márgenes de inversión y comparadores referenciales para bonos indexados (TIPS) – Modifica Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado – Memorándum N° 50 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional Subrogante manifiesta que los Instrumentos Indexados emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos de América han tenido una significativa penetración en los mercados financieros internacionales. Los volúmenes transados han crecido continuamente mientras que los "spreads" bid-offer de estos instrumentos, aún siendo algo mayores que el de los nominales, mantienen su valor acotado en un rango razonable. Los retornos de los instrumentos indexados están relativamente arbitrados con aquellos de los instrumentos nominales y la volatilidad asociada a los mismos es inferior. Estos se analizan en el informe "Propuesta de Márgenes de Inversión y Comparadores Referenciales para Instrumentos Indexados del Tesoro Norteamericano, Tips", de agosto del 2000, el cual se acompaña como Anexo a la presente Acta y forma parte integrante de ella.

Estos instrumentos indexados tienen un particular perfil de riesgo y retorno que los diferencia de sus equivalentes nominales, especialmente por el papel de activo de resguardo frente a procesos inflacionarios que ellos cumplen, siendo similar al ofrecido por una cartera de oro certificado.

Señala el Gerente de División Internacional Subrogante que la creciente importancia que el mercado reconoce a estos títulos ya se expresa en su incorporación a índices de gestión elaborados por bancos y casas de inversión de primer nivel, lo que permite independizar la evaluación de gestión entre carteras de instrumentos soberanos nominales e indexadas del mismo emisor.

Por su parte, el Banco Central mantiene a la fecha una cartera de US$ 550 millones en Bonos Indexados emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos de América, que representa algo más de un 4% del total del portafolio de activos en divisas y que se ha estructurado en forma paralela a la reducción del portafolio de tenencias físicas de oro certificado.

Agrega el señor Sanhueza que el Banco Central no ha incorporado series de retorno y volatilidad de estos instrumentos a sus ejercicios de optimización financiera, producto de lo cual no forman parte de las familias consideradas en la generación de los comparadores referenciales actualmente en uso. En tal contexto, su consideración como una cartera independiente del portafolio de activos en divisas, con pautas de inversión y parámetros de comparación específicos al instrumento, representa un primer paso en dirección a su plena incorporación al proceso de generación de Comparadores Referenciales globales.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta no entender el punto 1.4 del proyecto de acuerdo, especialmente la frase que dice "adicionalmente se podrán efectuar inversiones en instrumentos indexados emitidos por riesgos soberanos elegibles en monedas distintas al dólar de los Estados Unidos de América, provisto que no excedan, en total, el equivalente a US$ 100 millones...", aclarando el señor Sanhueza que se refiere a otros instrumentos que no sean en dólares. Insiste el señor Marshall si por alguna razón no se invirtiera en Estados Unidos de América, pasaría a ser éste el límite máximo y no el 5% indicado en el punto 1.1 del proyecto de acuerdo.

Responde el Gerente de Inversiones Internacionales, señor Salinas, diciendo que la idea es que en monedas distintas del dólar americano se explore las emisiones de bonos ingleses y franceses, que son los únicos dos instrumentos indexados adicionales a los tips y que en una primera instancia no se supere, para ambos, el equivalente a los US$ 100 millones en total, o sea, está pensado más como algo transitorio que permanente. Señala que la primera parte del numeral 1.4 es lo permanente, que son los emitidos en dólares porque tienen ya sus índices y sus comparadores bien establecidos. En el caso de los papeles indexados emitidos en monedas distintas del dólar, en libras y en euros, aún no hay ningún índice en la industria que permita comparar, y su utilización solamente sería como un test en el entendido de que estos papeles aumenten y ganen profundidad en los mercados.

Consulta el señor Marshall cómo van a componer el benchmark. Contesta el señor Salinas diciendo que el benchmark va a estar solamente denominado en dólares y por lo tanto, estos 100 millones máximos que se pudiera tener en monedas distintas del dólar, representarían desviaciones con el consecuente riesgo en monedas que se estaría tomando respecto al comparador. Al tomar posiciones distintas en instrumentos no dólar, el comparador que es el índice barclays no lo va a capturar, por lo tanto, va a ser una desviación del parámetro referencial con el cual se está midiendo y la desviación va a estar fundamentalmente expresada por la toma de riesgo de una moneda distinta a aquella que está en el comparador.

El Consejero señor Desormeaux entiende que este es un mercado que ha ido madurando y cada vez con menores diferencias de spreads entre oferta y entre bid y offer y consulta si no es pequeño el margen de US$ 550 millones o un 5% de la cartera.

Explica el señor Salinas que hoy día los US$ 550 millones que hay en el portafolio, vigentes, representan ya cerca de un 25% del total del portafolio de bonos en dólares de la Tesorería americana, o sea, es un porcentaje relativamente importante en la posición de hoy día. El tema del 5% como límite para el portafolio total de activos responde un poco al carácter que tuvo esta cartera de "sustitución de la cartera precedente en oro certificado", la que siempre se movió entre un rango máximo de 4% a 4,5%. El tema es que cuando se revisen los comparadores referenciales, en el ejercicio anual en el primer trimestre del próximo año, se van a incorporar los bonos indexados, con sus retornos y sus volatilidades, al ejercicio de optimización del cual se derivan las participaciones que financieramente serían óptimas y ese número puede ser superior o inferior a este 5% que hoy día se dá, lo que es reflejo de la similitud que tenían las dos carteras, "oro-bono indexado", como instrumentos de protección de inflación.

El Consejo acordó lo siguiente:

1. Modificar el "Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado", incorporando una nueva sección titulada: "XI Instrumentos Indexados", con los siguientes requisitos de administración:

1.1 Se establece como límite máximo de inversión para los instrumentos indexados bajo administración de la Gerencia de Inversiones Internacionales, dependiente de la Gerencia de División Internacional, el equivalente al 5% del portafolio total de activos internacionales, con un punto central referente del 3%.

1.2 Las inversiones en instrumentos indexados se podrán efectuar sólo dentro de los límites vigentes aprobados para emisores soberanos, pero no afectarán la composición ni límites del riesgo de monedas.

1.3 La evaluación de la gestión de la cartera de bonos indexados se realizará de manera independiente al resto del portafolio, reportándose sus resultados en forma separada dentro de los Informes Mensuales de Gestión.

1.4 Las inversiones en Instrumentos Indexados, podrán hacerse dentro de los márgenes establecidos en el literal 1.1 anterior para riesgos soberanos elegibles y en dólares de los Estados Unidos de América. Adicionalmente, se podrán efectuar inversiones en instrumentos indexados emitidos por riesgos soberanos elegibles en monedas distintas al dólar de los Estados Unidos de América, provisto que no excedan, en total, el equivalente a los US$ 100 millones, y se comparen, en gestión, respecto del mismo referente.

1.5 El índice del Comparador quedará definido por el retorno total del índice "Global inflation-linked bond index" de Barclays (en US Dólares), para los tramos 1 - 10 años y 10 + años, con ponderaciones del 70 y 30 por ciento respectivamente.

2. En cumplimiento de lo establecido en el N° 2 del Acuerdo N° 503-04-960509, se actualiza el "Manual de Políticas Vigentes para la Administración de los Activos en Divisas" con los cambios señalados en el N° 1 anterior, en los términos que se indican en el documento que se acompaña a la presente Acta y que forma parte de este Acuerdo.

3. La modificación que se aprueba por este acuerdo, entra en vigencia a partir del 1° de Octubre de 2000.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12,20 hrs.

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

Incl. Anexos Acuerdo 865-01-000921

Banco Central de Chile
Gerencia de División Internacional
Gerencia Inversiones Internacionales
Departamento Mesa Internacional
MRM/ARF/CASC. 30 de Agosto 2000

Minuta

Propuesta de Márgenes de Inversión y Comparadores Referenciales para Instrumentos Indexados del Tesoro Norteamericano "TIPS"

Agosto '2000

RESUMEN EJECUTIVO

En este documento se analiza la evolución de los instrumentos indexados emitidos por el Tesoro de los EEUU dentro de los mercados financieros internacionales, así como la conveniencia de separar esta cartera como un activo independiente dentro del total de activos internacionales BCCh. Lo anterior, en atención al perfil de riesgo retorno ofrecido, y a su definición como activo de resguardo frente a procesos inflacionarios, función en la que sustituye de hecho, al portafolio precedente de oro físico. El análisis se realiza sobre la base de tres criterios financieros referidos a volúmenes de emisión, "spreads" y volatilidad de retornos

En lo referido al volumen de emisión de estos instrumentos, se observa que éste ha sido cercano a los USD 30.0 billones anuales, lo que representa entre un 5% a 7% del total de la emisión de bonos nominales; Del análisis se deriva también, que el diferencial de rendimientos entre la compra y la venta de estos papeles ha permanecido estable en el tiempo y en torno a un (1) punto base; mientras que la volatilidad de sus retornos se muestra significativamente inferior a la de los instrumentos nominales del mismo emisor

La consideración de los criterios anteriores, sumado a la creciente importancia de estos instrumentos en los mercados internacionales (lo que se evidencia en su incorporación a índices de gestión elaborados por las principales casas de inversión), permite sugerir la conveniencia de separar esta cartera como un activo independiente de la cartera de activos internacionales de reserva del BCCh, con pautas de inversión y parámetros de comparación específicos al instrumento. Así se propone:

1.- Un límite máximo de inversión equivalente al 5% del portafolio total de activos internacionales, con un punto central o referente del 3% y quedando igualmente sujeto a los límites relevantes del emisor dentro de la categoría de riesgo soberano.

2.- La evaluación de la gestión y la medición de la duración asociada a la cartera de bonos indexados, será independiente de aquella realizada para el portafolio de bonos nominales, presentándose sus resultados en secciones distintas del "Informe de Gestión Mensual".

3.- El índice del comparador quedará compuesto por el retorno total del índice "Global Inflation-linked bond index" de Barclays para los tramos 1-10años y 10+años, con la siguiente ponderación: 70% para 1-10años, y 30% para el índice de 10+años. La elección de los tramos y de sus repectivas ponderaciones, se propone en atención a la distribución actual de la emisión de bonos indexados –TIPS- en el mercado.

4.- Considerar la totalidad de papeles indexados emitidos en dólares por riesgos soberanos elegibles, dentro del abanico de posibilidades de inversión de los activos internacionales del BCCh, provistos los límites indicados en (1).
Sin perjuicio de lo anterior y de manera preliminar, considerar también todos aquellos papeles indexados emitidos por riesgos soberanos elegibles, pero en monedas distintas del U.S. dólar, provisto que no excedan, en total, el equivalente a U.S.$ 100 millones, y se comparen, en su gestión, respecto del mismo referente indicado en (3).

5.- Incorporar a las familias de instrumentos indexados, emitidos por riesgos soberanos elegibles, en el próximo ejercicio de revisión de parámetros referenciales, de manera de facilitar su plena incorporación al Portafolio de Divisas del Banco Central de Chile, definiendo en esa instancia sus comparadores referenciales por área monetaria.

Indice

Introducción	4.
Criterios de análisis	5.
Indices de Performance	8.
Conclusión	11.
Bibliografía	12.

I. Introducción

La siguiente nota tiene por objeto la introducción formal de los instrumentos TIPS dentro del portafolio de inversiones, a través de un porcentaje referencial y un margen de variación provisorios.

En general, la propuesta se fundamenta en la profundidad relativa que estos instrumentos han alcanzado en los últimos dos años, explicada por cambios en las expectativas de inflación en la economía norteamericana que han llevado a los inversionistas a buscar alternativas de protección contra esta[1].

Gráfico CPI-U %yoy

Al comparar la evolución del índice de inflación urbano CPI-U[2] en términos de tasas promedios, es posible apreciar que este ha aumentado sostenidamente desde enero de 1999 a la fecha. En efecto, el promedio para enero-1997 a diciembre-1998 fue de 1.85%, aumentando a 2.5% para el período enero-1999 a la fecha.

II. Criterios de análisis.

Con el fin de analizar la profundidad de mercado de los TIPS, se han escogido tres criterios: *Emisión*, *Spreads* y *Volatilidad.*

a.- Volumen de Emisión:

En la actualidad existen aproximadamente USD$103,000 millones que el Tesoro norteamericano ha emitido en los tramos 5, 10 y 30 años. Aun cuando, el Tesoro cambió la periodicidad de las emisiones de 4 a 3 veces por año. En la siguiente tabla se presenta la evolución de montos emitidos desde 1997 a la fecha.

[1] Morris, Keith. Presentación CHASE SECURTIES, U.S. Government Securities, *"TREASURY INFLATION PROTECTED SECURITIES: AN ALTERNATIVE INVESTMENT"*. March, 2000.
[2] CPI-Urban: Non seasonally Adjusted CPI for all Urban Areas. Bureau of Labor Statistics.

Tabla I

Año	Monto MMUSD$ Emitido	Fecha emisión
1997	31,419	enero-abril-julio-octubre
1998	32,016	enero-abril-julio-octubre
1999	29,006	enero-abril-julio-octubre
2000 a la fecha	11,001	enero-julio-octubre
Total a la fecha	103,442	

Desde este punto de vista del total de las emisiones anuales, el Tesoro norteamericano ha proveído de liquidez en forma continua y estable dada la estructura de montos de emisión anual cuyo promedio es de USD$30,000 millones.

Tabla II

Año	TIPS/UST
1997	5.56%
1998	6.59%
1999	6.97%
2000 a la fecha	5.78%

Respecto al total de la emisión de notas y bonos del tesoro, la emisión de TIPS ha aumentado desde la inserción de estos papeles. En términos de porcentajes, la emisión de TIPS subió de un 5.56% en 1997, a un 6.97% en el año 1999. En lo que va corrido del año, dicha proporción está por sobre el 5%.

En cuanto a la recompra observada de instrumentos del tesoro norteamericano, hasta el momento, estos no se han incluido oficialmente dentro de los anuncios por parte de esa entidad. Esto último, se vio reflejado en el anuncio del monto de la re-emisión de 10 años que resultó ser cercano al volumen esperado[3] en Julio de este año.

b.- Spreads:

Se utilizó una medida standard de liquidez definida como la diferencia entre el rendimiento de compra y venta en términos de puntos base (Bid-Ask spread). El siguiente gráfico, muestra la evolución de dicho spread desde julio de 1998 a la fecha.

Gráfico spread bid-ask

Como el gráfico muestra, el bid-ask spread ha aumentado levemente desde 1999 a la fecha. Esto se puede apreciar al comparar los promedios en torno a 0.9 p.b. para los años 1997-1998, comparado con el promedio para el período 1999 a la fecha que se observa aproximadamente en 1 p.b.. Estos se comparan con un diferencial de 0.4 p.b. en el caso de los bonos de tesorería a diez años.

[3] Se re-emitirán USD$5,000 millones y el mercado esperaba entre USD$5,000 y 6,000 millones.

El aumento en el spread puede ser explicado por períodos de mayor volatilidad en las variaciones mensuales del CPI-U, que se hicieron más notorias a partir del año 1999. El siguiente gráfico muestra la evolución de dicho spread desde julio de 1998 a la fecha, comparado con la variación mensual del CPI-U(-3) rezagada un período.

Gráfico bid-ask spread v/s variación mensual del CPI-U

En el gráfico, es posible apreciar que el spread aumenta toda vez que la variación del IPC muestra caídas sucesivas o pronunciadas, llevando a los inversionistas a liquidar sus posiciones debido a expectativas de menor inflación.

Cabe destacar de que a pesar de que el movimiento observado en el diferencial de compra y venta tiende a señalar que estos instrumentos se han hecho, relativamente, más difíciles de liquidar, dicho cambio es marginal y se ha mantenido estable en torno al valor promedio de 1 p.b..

c.- Volatilidad:

Con el fin de analizar la volatilidad de los papeles, se calculó la desviación estándar mensual para datos semanales del rendimiento del TII3.875 1/2009, la que se presenta en el gráfico junto a la misma medida para el bono nominal genérico de 10 años. Además, se ajustó una tendencia para cada serie con el fin de apreciar de manera más clara el aumento en la volatilidad a partir de mediados de 1999. Sin embargo, la volatilidad promedio para el instrumento indexado es 3.5 p.b., comparada con la del genérico nominal de 11.5 p.b..

Gráfico de Volatilidades (S.d.)

Alternativamente, se realizó el mismo ejercicio para los retornos totales mensuales, a partir de los índices de retorno total para TIPS y bonos nominales con madurez entre 7 y 10 años[4]. En este, se observa la misma situación en que la volatilidad de los retornos totales de los TIPS es menor que para los bonos nominales, durante casi todo el período con excepción de algunos meses a partir de mediados del año 1999. Además, al observar los "turning-points" de ambas series, es posible apreciar una disminución significativa en la correlación de estas.

Gráfico de Volatilidades de retornos totales (S.d. del índice)

III. Indices de performance

[4] "*Global Real: US TIPS (unhedged)*" , y "*US Treasury: 7-10 year*" de Lehman Brothers.

Como resultado del mayor atractivo relativo de estos instrumentos, se han introducido en el mercado índices de retorno total de TIPS[5]. De esta forma, se amplían las posibilidades de análisis y medición de resultados de la misma manera que para el caso de los bonos nominales.

Hasta el momento se conocen dos índices confeccionados por dos casas de inversión internacionales: Lehman Brothers y Barclays, los cuales muestran algunas diferencias en el método de cálculo y construcción. A continuación, se detalla la metodología de cálculo utilizada para cada uno de ellos.

Barclays Global Inflation-Linked Bond Index.

Indice de retorno total, disponible para los tramos 1-5 años, 5-10años, 1-10años, y 10+años. Actualmente está constituido por siete instrumentos que pagan intereses semi-anualmente. El precio de mercado es un precio real, cuyo cálculo de cupones, rendimiento e intereses acumulados es realizado de la misma manera utilizada para bonos nominales. El precio, cupón o intereses acumulados son luego ajustados por un factor de indexación para así obtener el valor de mercado.

Respecto a las reglas de inclusión de instrumentos en el índice son:

- Que tanto el principal como el cupón del instrumento deben ser indexados a la medida usualmente utilizada de inflación en el país emisor.
- El plazo remanante de vida del bono al momento de calcularse el ajuste por inflación, debe ser mayor a un año.
- El valor de mercado de la emisión debe ser igual o mayor a US$100 millones.

Las reglas de exclusión de las emisiones del índice son:

- Si el valor de mercado del bono cae debajo del 90% de su valor par, este es retirado de la medición de performance. Lo anterior tiene por objeto otorgar estabilidad al índice.
- Otros motivos de exclusión de instrumentos del índice son: revisión del rating del emisor por debajo de dobleA-, episodios de deflación.

Estos criterios se revisan al final de cada mes, y los cambios que de ello resulten comienzan a afectar al índice a partir del siguiente mes.

El cálculo de retorno total y sus componentes, se lleva a cabo de la siguiente forma:

Indice de referencia, corresponde al Indice de Precios al Consumidor Urbano no ajustado por estacionalidad.

[5] En la actualidad existen índices disponibles para todas las emisiones indexadas, estas son: Francia, Reino Unido, Australia, Canada y Suecia.

Intereses acumulados. Corresponden a los intereses acumulados con base actual/actual, ajustados por el factor de indexación para el día de cálculo.
Fuente de precios. Se utiliza la fuente Barclays.
Calculo de precio. El precio al momento del Settlement de la transacción, así como los intereses acumulados, se calculan utilizando el método tradicional de cálculo, ajustado por un factor de indexación diario, que se calcula de la siguiente manera:

Paso1. Se calcula un valor llamado "IPC de referencia" de acuerdo a los IPC de los dos y tres meses anteriores a la fecha valor o settlement. Este valor de referencia se aplica en forma lineal (interpolación lineal) entre el primer día del mes del settlement, y el primer dia del mes del mes siguiente. Esto es:



donde

d : día del mes en número.
m : número de días en ese mes.

Paso2. Calcular el factor de indexación como el IPC de referencia para la fecha valor o settlement date, dividido por el IPC de referencia de la fecha base.

De esta forma se ajusta el capital y los intereses acumulados por el factor de indexación, obteniendo así el precio real de mercado del instrumento.

El paso siguiente para obtener el retorno total, es calcular la reinversión de los flujos generados por el cupón del papel. La reinversión de estos flujos se lleva a cabo cuando los fondos son recibidos en la fecha indicada. La reinversión es hecha en el mismo índice a precios de cierre. La fecha valor se asume que ocurre de acuerdo a las convenciones de mercado.

Global Real: US TIPS (unhedged), de Lehman Brothers.

Este índice se publicó inicialmente a fines de 1997, después de la primera emisión de TIPS en EE.UU.. En general la forma de cálculo es similar a la del índice de Barclays, y las reglas de inclusión en el índice son las siguientes:

- Todos los bonos deben tener flujos de dinero indexados a un índice de inflación.
- El monto mínimo de emisión será de USD100 millones.
- Todos los bonos deberán ser soberanos, denominados en moneda local.
- Todos los bonos deberán tener más de un año restante para su madurez.

En una etapa inicial, y a diferencia del índice de Barclays, este índice reportó sólo retornos, y no entregó ninguna medida de información, como duración modificada promedio. En una etapa posterior, se construyó una medida de riesgo para el índice de estos instrumentos, construida en base a un ejercicio de optimización del tipo "mean-variance", en que se

replica la duración de un TIPS, con un portafolio de bonos nominales del tesoro norteamericano.

IV. Conclusión

Aún cuando, el perfil de riesgo-retorno de los TIPS se ha mantenido estable durante el tiempo, no es posible descartar la incorporación de acontecimientos que pueden tener efectos en el potencial de este mercado. El Tesoro Norteamericano ha continuado con la emisión necesaria concentrada en ciertos plazos de la curva de forma de asegurar liquidez y alternativas de protección para un espectro de inversionistas en aumento, tales como fondos de pensiones domésticos e internacionales, fondos mutuos e inversionistas institucionales. Además, ha informado que la reducción de emisión, producto del superávit fiscal actual y proyectado que para el próximo año, será proporcional a las reducciones de emisión en el mercado nominal.

El análisis basado en los tres criterios examinados, sumado al hecho de la aparición de Indices específicos de retorno para estos instrumentos[6], reflejan la creciente importancia

[6] "*Global Real: US TIPS (unhedged)*" de Lehman Brothers, y *"Global Inflation-Linked Bond Index"* de Barclays.

relativa que éstos han adquirido en los mercados financieros internacionales[7]. Este último desarrollo, permite a su vez contar con medidas estándar y periódicas de "performance" de estos instrumentos, facilitando su incorporación a los informes de medición y evaluación de resultados. En cuanto al índice específico de retorno a utilizar, se sugiere al elaborado por Barclays, que se encuentra disponible para los tramos: de 1-5 años, 5-10 años, 1-10 años y 10+años. Lo anterior, facilitaría la construcción de un comparador referencial que puede ser derivado del mismo Ejercicio de Optimización Financiera con que se obtienen los actuales comparadores, agregando los instrumentos TIPS's como un activo independiente de la cartera de bonos en dólares norteamericano.

En forma provisoria, y en tanto no se materialice un nuevo ejercicio de revisión de comparadores referenciales, se propone como límite máximo de exposición al equivalente de un 5% del portafolio total de activos internacionales del Banco Central de Chile, con un valor central o referencial de 3% y quedando sujeto a los límites del emisor elegible, dentro de la categoría riesgo soberano. Los porcentajes sugeridos son independientes de aquellos asociados a los bonos nominales.

Por lo anterior, la medición de la performance y duración de la cartera de bonos TIPS será independiente de aquella realizada para el portafolio de bonos nominales, informándose de su retorno en secciones diferentes dentro del informe de gestión mensual, en un esquema similar al utilizado para el portafolio de oro. Respecto a los tramos del índice a utilizar, se propone considerar plazos de 1-10 años y 10+ años, ponderados en un 70 y 30 por ciento respectivamente, en atención a la composición actual de las emisiones de TIPS's

Bibliografía

Morris, Keith. (2000). *"Treasury Inflation Protected Securities: An alternative Investment"*. Chase Securities. U.S. Government Securities presentation.

Vankudre, Prashant. (1997). *"Risk Characteristics of TIPS compared to Nominal Treasury Securities"*. Lehman Brothers. Government bond research.

[7] El siguiente texto es un extracto de la introducción a la nota técnica *"Global Inflation-Linked Bond Index"* de Barclays: *"The Barclays Global Inflation-Linked Bond Index was developed in recognition of the growing importance and distinctive characteristics of inflation-linked securities as an asset class..."*

Lloyd, William et. al. (2000). *"The Barclays Global Inflation-Linked Bond Index"*. Barclays Capital. Index Products.

Credit Suisse First Boston. (1997). *"Treasury Inflation Protected Securities"*. CSFB. Fixed Income Research-Americas.

Abuhoff, Nanette. Malik, Hussein. (1996). *"Inflation Protected Bonds: an update"*. JPMorgan. Fixed Income Research.

Lehman Brothers Indices. (2000). *"Global Real: US TIPS (Unhedged)"*.

Barclays Capital Indices. (2000). *"Global Inflation-Linked Bond Index"*.

Bureau of the Public Debt. (2000). *"Treasury Bill, Notes, and Bond Auction History"*.

Bureau of Labor Statistics. (2000). *"CPI Urban series"*.

BANCO CENTRAL DE CHILE

DIVISIÓN INTERNACIONAL

ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS EN DIVISAS Y ORO CERTIFICADO

MANUAL DE POLÍTICAS VIGENTES

SEPTIEMBRE 2000

ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS EN DIVISAS Y ORO CERTIFICADO DEL BANCO CENTRAL
MANUAL DE POLÍTICAS VIGENTES

INTRODUCCIÓN

La administración de los activos en divisas y oro certificado del Banco Central la realiza la Gerencia de División Internacional, en la cual el Consejo ha delegado facultades de administración, condicionadas por políticas generales que limitan los grados de exposición que pueden asumirse en las inversiones. La División informa mensualmente al Consejo sobre la administración del portafolio que desarrolla y los resultados obtenidos en términos de años móviles, y semestralmente sobre el ejercicio de las facultades delegadas. Al interior de la División Internacional, la Gerencia de Inversiones Internacionales, por medio de sus Departamentos Mesa Internacional y Tesorería Internacional, efectúa la administración diaria de los recursos, contratando y registrando las operaciones, por su parte el Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo supervisa los riesgos que se asumen y mide los resultados de la gestión.

Las **políticas aprobadas** se refieren a los siguientes aspectos, y deben revisarse a lo menos una vez al año:

Composición de monedas.
Duración.
Riesgo Crediticio: Diversificación por tipo e instrumentos.
Riesgo Crediticio: Emisores.
Riesgo Crediticio: Instrumentos.
Riesgo Crediticio: Intermediarios.
Riesgo Crediticio: Custodia.
Comparadores Referenciales.
Caja en Moneda Extranjera.
Administración de oro certificado.

La creación de este manual fue autorizada por el Acuerdo N° 503-04-960509. La Gerencia de División Internacional debe mantenerlo actualizado. El manual contiene las siguientes modificaciones de política aprobadas después de su creación: 533-04-960718 (emisores de bonos y Floating Rate Notes); 546-05-960905 (riesgo soberano); 517E-01-960618 (duración, comparadores referenciales y caja en moneda extranjera); 546-06-960905, 655-04-980209, 706-05-980924 y 757-03-990527 (caja en moneda extranjera); 569-05-961212 ("broker de depósitos"); 586-04-970214, 600-05-970430, 604-03-970522 y 696-02-980813 (composición de monedas); 596-06-970410, 648-04-980108 y 757-04-990527 (administración de oro); 610-07-970626 (programas de préstamos de valores); 635-04-971106 (límites de inversión riesgo bancario, soberano y supranacional); 699-05-980827 y 820-01-000210 (forward de monedas); 699-06-980827 (ventas con pactos de retrocompra de instrumentos); 717-04-981119 (riesgo bancario); 722-04-981217 (comparador

referencial y duración); 761-05-990617 (custodia); **xxx-xx-xxxxxx (márgenes de inversión y comparadores referenciales para Bonos Indexados).**

POLÍTICAS VIGENTES

I. Composición de monedas portafolio de activos en divisas

Se establece la siguiente composición de monedas para el portafolio de activos en divisas del Banco Central de Chile **(Acuerdo N° 696-02-980813)**:

Área monetaria	Punto central	Rango de desviación
Dólar de los Estados Unidos	**72%**	**66% - 78%**
EURO	**18%**	**15% - 21%**
Libra Esterlina	**5%**	**3% - 7%**
Yen Japonés	**5%**	**0% - 7%**

Hasta la fecha en que finalice la transición hacia la plena vigencia del EURO como moneda única en la Unión Monetaria Europea, podrán utilizarse, indistintamente, como moneda central para dicha área el EURO, el Marco Alemán o la ECU, quedando el conjunto de ellas sujetas al rango de valores permitidos.

Las 4 áreas monetarias estarán compuestas -además de las monedas base antes individualizadas- por monedas secundarias agrupadas en función de la correlación de sus correspondientes retornos dolarizados. Las monedas secundarias deben pertenecer a países elegibles por riesgo soberano según los criterios vigentes. Con esto, las áreas monetarias quedan estructuradas de la siguiente forma:

a) Área Dólar: Dólar de los E.U.A. y Dólar Canadiense.
b) Área EURO: EURO, ECU, Marco Alemán, Shilling Austríaco, Florín Holandés, Franco Belga, Franco Francés, Franco Suizo, Corona Danesa, Corona Noruega, Markka Finesa, Lira Italiana, Peseta Española, Escudo Portugués, y Libra Irlandesa.
c) Área Libra Esterlina: Libra Esterlina y Corona Sueca.
d) Área Yen: Yen Japonés, Dólar de Singapur, Dólar Australiano y Dólar Neozelandés.

Las inversiones en monedas distintas a la principal de cada área monetaria, deberán cumplir simultáneamente con los siguientes requisitos:

a) Representar individualmente menos del 25% del límite central asignado al área respectiva y, en ningún caso, alcanzar o superar en forma individual el 5% del portafolio total.

b) En el conjunto, las monedas no principales de cada área monetaria no pueden llegar a representar más del 40% del valor central asignado para el total del área respectiva.

II. Duración portafolio de activos en divisas

Se considera una cifra de **17 meses como valor central para la duración del portafolio de activos en divisas excluida la caja independiente y la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional**. Como rango de duración total se contempla un mínimo de 0 meses y un valor máximo de 20 meses. **La subcartera de bonos, por su parte, tendrá una duración central de 49,3 meses, pudiendo variar entre cero meses y los 54,3 meses. (Acdo. N° 722-04-981217)**

El ejercicio financiero para determinar la duración objetivo, por una parte, replica la estructura de los pasivos del Banco (el denominado portafolio de calce), y por otra, diversifica la duración del excedente de activos netos en base a un modelo de optimización financiera. Dicho enfoque fue ratificado por el Acuerdo N° 365-01-940728:

a) ***Portafolio de calce***. Mantener para esta porción de los activos una duración equivalente a la del total de pasivos en moneda extranjera del Banco.

b) ***Portafolio de activos netos***. Determinar la duración óptima del portafolio de activos netos de acuerdo a la solución de un modelo de optimización financiera que maximiza la rentabilidad corregida por el riesgo, representado por dos desviaciones estándar de los retornos.

III. Riesgo Crediticio: Diversificación por tipo e Instrumentos

Las políticas sobre riesgo crediticio se refieren, por una parte, al grado de diversificación permitido entre tipos de riesgos, y por otra, a las normas que establecen las transacciones que puede efectuar el Banco y la forma de realizarlas.

1 Composición relativa por tipo de riesgo (Acuerdo N° 365-01-940728):

Tipo de Riesgo	**Máximo permitido**
• Riesgo Bancario:	***52% del portafolio***
• Riesgo Soberano:	***100% del portafolio***
• Supranacionales:	***US$ 1.560 millones***

En el caso del oro, el límite máximo de inversión es el **monto total de oro de "buena entrega" mantenido en el exterior.**

IV. Riesgo Crediticio: Emisores

Las normas sobre transacciones permitidas y forma de operar, consideran definiciones respecto de dónde invertir (emisores), en qué invertir (instrumentos), a través de quien efectuar transacciones en los casos que corresponda (intermediarios) y, por último, dónde dejar en el exterior los documentos que corresponden a instrumentos con mercado secundario (bancos custodios).

1 Riesgo bancario (Acuerdos N°s 365-01-940728, 635-04-971106 y 717-04-981119):

Metodología de selección de instituciones y asignación de límites basado en clasificaciones de riesgo internacional y tamaño de las entidades. Administración de criterios delegada en la Gerencia de División Internacional, debiendo informar semestralmente al Consejo los cambios efectuados y la lista actualizada correspondiente.

1.1 ***Requisitos de selección:***

a) Clasificaciones de instrumentos de largo plazo en **categoría igual o superior a "A-"** en a lo menos dos de las tres Agencias de rating internacional seleccionadas (Fitch IBCA, Moody's y Standard & Poor's), utilizando, cuando corresponda, la homologación de nomenclaturas según las convenciones de la Securities Valuation Office de los Estados Unidos, y

b) Patrimonio mínimo equivalente a **US$ 1.000 millones**.

1.2 ***Asignación de límites (Acuerdo N° 635-04-971106).*** Intervalos discretos entre US$ 90 millones y US$ 540 millones, según la siguiente tabla:

Metodología
(cifras en US$ millones)

Ratings	Patrimonio mayor a 4.000	Patrimonio entre 1.000 y 4.000
AAA Aaa	**540**	**450**
AA+ Aa1 **AA Aa2** **AA- Aa3**	**360**	**270**
A+ A1 **A A2** **A- A3**	**180**	**90**

2 Riesgo soberano (Acuerdos N°s 546-05-960905 y 635-04-971106):

Metodología de selección de países y de asignación de límites, con delegación de facultades en la Gerencia de División Internacional para aplicar los criterios aprobados, pudiendo modificar la lista de países elegibles pero no modificar los montos máximos de exposición. La División Internacional deberá informar semestralmente al Consejo la lista de países elegibles y los límites máximos de inversión vigentes, y los cambios que se han efectuado desde el último informe.

2.1 ***Selección de Países***. Criterio de elegibilidad en base a la clasificación de riesgo soberano de largo plazo. Son elegibles aquellos países que en los últimos 24 meses han mantenido una clasificación de riesgo de "AA-" o superior, emitido por al menos 2 de las siguientes tres agencias clasificadoras de riesgo internacional: Fitch IBCA, Moody´s y Standard & Poor´s.

2.2 ***Asignación de límites***. Definición de límites máximos de inversión en base a las siguientes variables, asignando ponderaciones equivalentes a cada una de ellas: a) Clasificaciones de Riesgo de Largo Plazo. b) Tamaño económico del país medido por el PNB o el PIB según disponibilidad de datos, expresado en dólares de los Estados Unidos de América. c) Relación deuda pública a PIB o PNB. En base a los criterios anteriores, los límites máximos de inversión que corresponde asignar son los siguientes: US$ 375 millones; US$ 625 millones; US$ 1.250 millones, US$ 2.500 millones; US$ 4.375 millones; US$ 5.625 millones y US$ 6.250 millones.

En el caso de los países que no han sido considerados anteriormente en la lista de elegibles por riesgo soberano, o que se reincorporan a ella en virtud de una mejora en su clasificación de riesgo, el límite máximo de exposición en ellos será el menor considerado para la lista de elegibles, US$ 375 millones equivalentes en esta oportunidad.

En base a los criterios anteriores y la disponibilidad de antecedentes, los países elegibles en la actualidad son 22: Estados Unidos; Japón; Alemania; Francia; Reino Unido; Holanda; Suiza; Austria; Canadá; España; Australia; Suecia; Bélgica; Dinamarca; Finlandia; Noruega; Irlanda; Nueva Zelandia; Italia, Luxemburgo, Portugal y Singapur.

3 Riesgo Supranacional o Multilateral:

3.1 ***Requisitos de selección (Acuerdo N° 635-04-971106)***. Entidades supranacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo iguales o superiores a "AA-", emitidas por al menos dos de las siguientes tres

agencias clasificadoras de riesgo internacional: Fitch IBCA, Moody's y Standard & Poor´s. Prima la clasificación inferior en caso de discrepancia entre las mencionadas agencias de riesgo. Adicionalmente se considera el BIS.

3.2 ***Asignación de límites (Acuerdo N° 635-04-971106).*** US$ 1.560 millones, como máximo, para la suma de las instituciones elegibles, debiendo cumplirse los siguientes requisitos de diversificación:

a) BIS: hasta el 100% del margen total autorizado.

b) Supranacionales con un riesgo dominante "AAA" en al menos dos de las tres agencias clasificadores de riesgo internacional seleccionadas y un patrimonio igual o superior a los US$ 9.000 millones equivalentes: hasta el 40% del margen total asignable a este tipo de riesgo.

c) En las restantes supranacionales "AAA" de tamaño menor, el margen máximo individual se reduce a un 20% del total, y

d) Las supranacionales con un riesgo dominante al menos equivalente a "AA-", individualmente podrán representar, como máximo, el 10% del límite global.

Facultad de administración de los criterios delegada en la Gerencia de División Internacional, debiendo informar semestralmente al Consejo la lista de emisores utilizados.

V. Riesgo Crediticio: Instrumentos Elegibles

El N° 7 del Artículo 38 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece que las inversiones podrán estar constituidas por monedas extranjeras, oro o títulos de crédito y valores o efectos de comercio emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales. Consecuente con lo anterior, los instrumentos elegibles en la actualidad son los siguientes:

1 **Riesgo bancario (Acuerdos N°s 365-01-940728 y 469-07-951207).** Depósitos a plazo y Certificados de Depósito incluido oro. Papeles Comerciales. Depósitos nocturnos ("overnight") y fin de semana ("week end"). Aceptaciones Bancarias, mantención de saldos en cuenta corriente y realización de operaciones de cambio (Forex).

2 **Riesgo Soberano y Supranacional (Acuerdos N°s 365-01-940728 y 469-07-951207).** Depósitos a Plazo en BIS y Bank of England (se incluye en este último depósitos en oro y/o swaps de oro). Notas de Tasa Flotante, Papeles Oficiales de corto plazo con garantía estatal (Letras del Tesoro de países elegibles, Euro notas,

Papeles Comerciales y Euro papeles Comerciales), Bonos y Notas de mediano y largo plazo.

3 **Otras operaciones elegibles (Acuerdos N°s 365-01-940728, 610-07-970626, 699-05-980827 y 699-06-980827).**

Operaciones de Venta con Pacto de Retrocompra de instrumentos (Acuerdo N° 699-06-980827). Podrán efectuarse "Repo´s" y "Reverse Repo´s" con bancos elegibles según las disposiciones vigentes de administración del riesgo bancario, así como con entidades que califiquen como dealers primarios en los Estados Unidos de América, el Reino Unido y Francia. En el caso de los bancos, estos podrán actuar directamente o a través de entidades especializadas que les pertenezcan en al menos un 90%.

Las operaciones de Venta con Pacto de Retrocompra de instrumentos, podrán realizarse con instrumentos emitidos por riesgos soberanos elegibles, denominados en cualquier moneda de las elegibles para inversión, según las políticas de administración vigentes.

Se faculta a la División Internacional para administrar los criterios señalados y suscribir los contratos que resulten necesarios requiriéndose, en cada caso, la aprobación previa de la Fiscalía de las condiciones legales establecidos en éstos. Semestralmente, la Gerencia de División Internacional deberá informar sobre el particular al Consejo.

Operaciones Forward de Monedas (Acuerdos N°s 699-05-980827 y 820-01-000210). Se establece la siguiente normativa para el uso de mecanismos de cobertura cambiaria utilizando forwards de monedas, para la administración del portafolio de activos en divisas del Banco:

a) Podrán suscribirse contratos forward –bajo las modalidades *cash* y *non-cash delivery*- de monedas hasta un año de plazo máximo, para cubrir el riesgo cambiario de los activos de las sub-carteras de corto y largo plazo. Se define, para ello, como instrumento subyacente de la cobertura a cualquier activo denominado en la moneda que se desea cubrir, siempre y cuando para el caso de ventas forwards de una moneda, éstas no excedan el valor nominal de la cartera de activos en dicha moneda. Es decir, no se podrán realizar ventas forwards si no existen posiciones de activos en esa moneda.

b) El cálculo del porcentaje de monedas dentro del portafolio de divisas deberá incluir las posiciones forwards, agregando las compras y sustrayendo las ventas. Dichos porcentajes no podrán exceder los márgenes autorizados en este manual.

c) Los contratos forward de monedas podrán realizarse tanto con monedas pertenecientes a una misma área monetaria, así como entre las monedas

centrales del portafolio de divisas. En adición, se autoriza la contratación de forwards para cualquier moneda, toda vez que el dólar de Estados Unidos sea una de las monedas involucradas en el contrato.

d) Estas operaciones sólo podrán efectuarse con bancos elegibles según las disposiciones vigentes de administración del riesgo bancario. El riesgo de contraparte asociado a cada contrato corresponderá a los porcentajes del valor nominal que se indican a continuación, determinados en base a la volatilidad de las paridades internacionales y el plazo de la cobertura:

Período	Hasta 6 meses	Entre 6 y 12 meses
Riesgo de contraparte (% sobre valor nominal del contrato)	**15%**	**30%**

El riesgo de contraparte deberá calcularse en forma diaria para los contratos vigentes, según la tabla anterior. El monto total así determinado, corresponderá al uso dado por este concepto al riesgo bancario total autorizado para cada institución, según las pautas de asignación de límites de inversión. En modo alguno podrá excederse el margen máximo de inversión permitido para cada banco, sumadas las restantes inversiones mantenidas en éste, incluida la cuenta corriente.

e) El riesgo de contraparte asumido en las operaciones forward no podrá exceder, en su conjunto, el 1.5% (ajustado de acuerdo a la tabla anterior) del portafolio bajo administración.

Se faculta a la Gerencia de División Internacional para aplicar los criterios señalados, debiendo informar mensualmente al Consejo sobre el particular en los informes de gestión, considerando los montos nominales contratados, la verificación de los límites autorizados y una valoración neta -a precios de mercado- del conjunto de los contratos vigentes.

Programas de Préstamo de Valores, "Securities Lending"(Acuerdo N° 610-07-970626). Estos Programas deberán establecerse sobre la base de los siguientes criterios de operación:

a) Serán elegibles como intermediarios, instituciones que a su vez presten o puedan proveer el servicio de custodia al Banco Central, conforme a los criterios de elegibilidad vigentes.

b) Los intermediarios elegibles deberán actuar bajo la modalidad de "Principales" de las transacciones que generen, o bajo la modalidad de "Agentes", sujeto en

este último caso a que sean provistos todos los resguardos y/o cláusulas de indemnización que sean requeridas, para cada caso, por la Fiscalía del Banco, y que en adición, se reúnan las condiciones de administración y control que para tal efecto defina la División Internacional.

c) Las operaciones de préstamo de valores no deberán exceder, en cada caso, los 90 días de plazo.

Se faculta a la División Internacional para suscribir los contratos que resulten necesarios a efectos de implementar la decisión indicada en el párrafo precedente, provisto en cada caso, la aprobación previa de Fiscalía a las condiciones legales establecidos en éstos.

4 **Bonos y Notas de mediano y largo plazo a tasa fija y flotante (FRNs). (Acuerdo N° 533-04-960718)**

Se consideran elegibles en los mercados domésticos y/o en el euro-mercado, las emisiones que corresponden a los siguientes emisores:

4.1 El gobierno central de los países elegibles por riesgo soberano (22 en la actualidad) y el BIS.

4.2 Entidades supranacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo en Moody's y S&P iguales o superiores a "AA-". Prima la clasificación inferior en caso de discrepancia entre las mencionadas agencias de riesgo, y

4.3 Entidades del sector público o instituciones controladas por el estado en los países elegibles por riesgo soberano, cuyas emisiones estén garantizadas explícitamente por el gobierno central, y

Administración de criterios delegada en la Gerencia de División Internacional, debiendo informar semestralmente al Consejo la lista de emisores utilizados.

5 **Papeles Comerciales (Acuerdo N° 469-07-951207)**

Se consideran elegibles en los mercados domésticos y/o en el euro-mercado, las emisiones que corresponden a los siguientes emisores:

5.1 El gobierno central de los países elegibles por riesgo soberano (22 en la actualidad) y el BIS.

5.2 Entidades supranacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo en Moody's y S&P iguales o superiores a "AA-". Prima la clasificación inferior en caso de discrepancia entre las mencionadas agencias de riesgo.

5.3 Entidades del sector público o instituciones controladas por el estado en los países elegibles por riesgo soberano, cuyas emisiones estén garantizadas explícitamente en un 100% por el gobierno central, y

5.4 Bancos comerciales elegibles para inversión.

Administración de criterios delegada en la Gerencia de División Internacional, debiendo informar semestralmente al Consejo la lista de emisores autorizados y efectivamente utilizados.

VI. Riesgo Crediticio: Intermediarios

La intermediación podrá efectuarse exclusivamente en países elegibles por riesgo soberano a través de (Acuerdo N° 382E-02-941027):

1 BIS y bancos que, siendo elegibles para inversión, presten directamente el servicio de intermediación, o bien, subsidiarias de estas entidades, en la medida que los correspondientes bancos matrices, acrediten a lo menos el 90% de la propiedad.

Si las subsidiarias disponen de clasificaciones de riesgo de largo plazo en a lo menos dos de las tres agencias de "rating" internacional seleccionados por el Instituto Emisor, primarán estas últimas por sobre las del banco, debiendo cumplirse, en todo caso, con la categoría mínima exigida a la entidad matriz para ser captador de depósitos.

2 Bancos de inversión (incluyendo subsidiarias con a lo menos un 90% de propiedad de la matriz), que dispongan de las mismas clasificaciones de riesgo de largo plazo exigidas a los bancos elegibles para inversión.

Si la subsidiaria posee, directamente, clasificaciones de riesgo internacional en a lo menos dos de las agencias citadas, primarán éstas últimas por sobre las de la compañía matriz.

3 Entidades que dispongan de la categoría de "Dealers Primarios" en los Estados Unidos de América, el Reino Unido y Francia.

Administración de criterios delegada en la Gerencia de División Internacional, debiendo informar semestralmente al Consejo la lista de intermediarios efectivamente utilizados (Acuerdo N° 481-04-960208).

Adicionalmente, para la realización de depósitos a plazo en la administración de los activos en divisas del Banco, se autoriza la utilización de "brokers de depósitos", en la medida que estas empresas especializadas actúen exclusivamente como "agentes" y no involucren costos ni compromisos de exclusividad para el Instituto Emisor. La Gerencia de División Internacional podrá seleccionar estos "brokers de depósitos" y suscribir convenios con dichas instituciones, previo visto bueno de Fiscalía. Adicionalmente, deberá informar semestralmente al Consejo la lista de entidades vigentes y el monto de depósitos realizados utilizando sus servicios de información (Acuerdo N° 569-05-961212).

VII. Riesgo Crediticio: Custodia (Acuerdos N°s 435E-01-950628 y 761-05-990617)

1. Facultad otorgada al Gerente de División Internacional para que, contando con la aprobación de Fiscalía en lo referente a los contratos que deba suscribir, pueda abrir cuentas de custodia bajo la modalidad "contractual settlement" en las instituciones que cumplan los siguientes requisitos:

   1.1 Bancos que siendo elegibles para inversión de conformidad con las políticas vigentes para la administración del riesgo bancario, presten directamente el servicio de custodia global y que, además, estén clasificados entre las categorías "AAA" y "AA-".

   Para tales efectos deberá considerarse sólo a aquellos bancos cuyas emisiones de deuda de largo plazo en moneda extranjera se encuentren clasificadas en alguna de las citadas categorías de "rating", por a lo menos dos agencias internacionales, aplicándose la definición de rating dominante que se utiliza para la selección de bancos contrapartes para la inversión de las reservas internacionales.

   1.2 Subsidiarias, con al menos un 90% de propiedad, de los bancos que cumplan los requisitos de clasificación de riesgo señalados en el literal 1.1 anterior, en la medida que los contratos de custodia global sean avalados por los respectivos bancos comerciales y que los saldos de caja que generen las inversiones en custodia sean mantenidos en cuenta corrientes en el banco matriz.

   El Gerente de División Internacional deberá suspender la mantención de custodia en aquellas instituciones que dejen de cumplir los requisitos señalados en los literales 1.1 y 1.2. Estos cambios deberá informarlos al Consejo en el transcurso del mes calendario inmediatamente posterior al de la fecha de su ocurrencia.

2. Facultad para realizar custodia en el BIS y los siguientes bancos centrales: Bank of England; Banque de France; Federal Reserve Bank of New York; Bank of Canada y Bank of Japan.

VIII.- **Comparadores Referenciales** (Acuerdos de Consejo N°s 517E-01-960618, 546-06-960905, 604-03-970522 y 722-04-981217).

Portafolio de activos en divisas excluida caja independiente en moneda extranjera y la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional

Desde enero de 1999 los comparadores referenciales globales son los siguientes:

b.1) Tasas FixBis a 6 meses para el corto plazo asociado a riesgo soberano y supranacional.
b.2) Tasas Libid a 6 meses para el riesgo bancario.
b.3) Rendimientos de los tramos de madurez 1-3 años y 7-10 años de los índices para bonos elaborados por JP Morgan, para la cartera de largo plazo.

Para propósitos de evaluación, la cartera referencial estará compuesta en un 70% por corto plazo (riesgo bancario más soberano y supranacional a corto plazo) y en un 30% por bonos. El 70% de corto plazo, a su vez, corresponderá a un 40% de riesgo bancario y a un 30% de riesgo soberano y supranacional.

La estructura referencial tendrá la siguiente composición por área monetaria, expresado como porcentaje del portafolio total:

Concepto	% S/Total	Comparadores Referenciales	
Corto Plazo			
Área Monetaria			
Dólar de los E. U. A.	50,5%	Tasas	6 meses
Marco Alemán/Euro	12,0%	Tasas	6 meses
Libra Esterlina	3,0%	Tasas	6 meses
Yen Japonés	4,5%	Tasas	6 meses
Total Corto Plazo	**70%**	**Promedio Tasas**	**6 meses**
Bonos			
Área Monetaria		**Tramo 1-3 años**	**Tramo 7-10 años**
Dólar de los E. U. A.	21,5%	11%	10,5%
Marco Alemán/Euro	6,0%	3,0%	3,0%
Libra Esterlina	2,0%	1,0%	1,0%
Yen Japonés	0,5%	0,25%	0,25%
Total Bonos	**30%**	**15,25%**	**14,75%**
Total General	**100%**		

Caja en moneda extranjera independiente del portafolio de activos en divisas

Comparador Referencial = Tasa "over-night" en dólares.

Facultad delegada en la Gerencia de División Internacional para seleccionar la fuente de información que será utilizada (tasa "over-night").

IX.- Caja en Moneda Extranjera

1. Se establece la creación de una Caja en Moneda Extranjera, independiente del Portafolio de divisas, constituida por inversiones de alta liquidez tales como depósitos over-night y "reverse repos", con un valor **mínimo de US$ 0 millones** y un valor **máximo que corresponderá al monto más alto entre US$ 1.000 millones y el total de pasivos exigibles del Banco determinados diariamente por la Gerencia de Inversiones Internacionales.** La determinación de los pasivos exigibles deberá considerar los saldos mantenidos en cuentas corrientes en el Instituto Emisor por los bancos privados, el banco del Estado, Codelco y el Fisco, así como otros pasivos internos correspondientes a los bancos comerciales (entre ellos depósitos overnight y compra/venta de dólares).

   Para todos los efectos de control y evaluación, la Caja en moneda extranjera no estará afecta a las restricciones de composición de monedas ni de duración que se definan para el portafolio de divisas.

2. Se establece un margen adicional de **US$ 1.000 millones** en los límites de riesgo bancario, distribuidos uniformemente entre 10 instituciones, los que podrán ser utilizados exclusivamente en inversiones asociadas al manejo de la caja. Adicionalmente, se faculta a la Gerencia de División Internacional para seleccionar a estas 10 instituciones entre las elegibles según la metodología de riesgo bancario.

3. En el evento de generarse niveles de Caja superiores (inferiores) al máximo (mínimo) establecido, deberán efectuarse los traspasos pertinentes entre dicha Caja y el Portafolio de Divisas, los que deberán materializarse durante el transcurso del día siguiente de su ocurrencia. La División Internacional podrá disponer traspasos entre la Caja y el Portafolio de Divisas en rangos intermedios, en función de las necesidades del banco y las condiciones prevalecientes en los mercados financieros.

4. En forma complementaria, la División Internacional podrá contratar y utilizar Líneas de Crédito dentro del contexto de la administración de la Caja en Moneda Extranjera, sobre la base de los siguientes criterios de operación:

(a) Ser suscritas con instituciones que, conforme a los criterios definidos en este Manual para la Administración de los Activos en Divisas, sean elegibles para efectos de la administración del Portafolio de Activos en Divisas.

(b) Las utilizaciones de Líneas de Crédito no deberán exceder, en su totalidad, los US$ 600 millones.

(c) Las Líneas deberán ser convenidas, sólo en el caso que no contemplen comisión de compromiso.

Se faculta a la División Internacional para gestionar los contratos que, en la eventualidad de ser requeridos, fuese necesario suscribir para los efectos de implementar lo señalado en este numeral, requiriéndose en cada caso, de la aprobación del contrato por Fiscalía.

(Acuerdos N°s 517E-01-960618, 546-06-960905, 655-04-980209, 706-05-980924 y 757-03-990527)

X.- Administración de tenencias de oro certificado

Se establecen los siguientes requisitos para la administración del oro certificado mantenido en el exterior, para propósitos de inversión (Acuerdos N°s 596-06-970410, 648-04-980108 y 757-04-990527):

1. Las tenencias de oro certificado bajo administración de la Gerencia de Inversiones Internacionales dependiente de la División Internacional, podrán representar entre un 0% y un 3% del valor del portafolio de Activos en Divisas. Sin perjuicio de lo anterior, las compras y ventas netas de oro estarán limitadas por un margen para las operaciones de oro físico.

2. La Gerencia de División Internacional queda facultada para efectuar compras de oro hasta por un volumen acumulado de 25.000 onzas, y ventas netas de oro por un valor acumulado de hasta 1.150.000 de onzas, respecto del stock actual de aproximadamente 1.213.000 onzas. Una vez completado alguno de los límites anteriores, podrá solicitarse una nueva autorización al Consejo para aumentar el margen de operaciones. Todas las operaciones de venta realizadas ya sea por la venta directa o el ejercicio de opciones deberá ser informada mensualmente al Consejo.

3. El oro certificado podrá ser utilizado en depósitos a plazo de hasta un año y en algunas operaciones de cobertura. Se autoriza la realización de operaciones de cobertura de precio mediante la compra de opciones Put (de venta) de Oro, las que se podrán adquirir siempre y cuando el total de opciones vigente no exceda en términos de volumen comprometido el 50% del oro certificado mantenido en el portafolio.

4. La compra de Opciones de venta de oro sólo podrá realizarse en bolsa, y para un plazo fijo con un máximo de un año, previa aprobación, por parte del Gerente de División Internacional, de una estrategia y de los montos a comprometer en estas operaciones. Las operaciones con que se implemente la estrategia y los montos autorizados deberán contar, caso a caso, con el visto bueno del Gerente de Inversiones Internacionales y del Jefe del Departamento Mesa Internacional.

5. Pueden contratarse operaciones de futuros de tasas en oro (GOLDFRA) como cobertura para los vencimientos de depósitos de oro de los próximos 12 meses. El total de operaciones a futuro vigentes no podrán exceder del 50% del oro físico mantenido en el portafolio, y sólo podrán realizarse en bancos elegibles según las políticas vigentes de selección de instituciones para la administración del portafolio de activos en divisas. Estas operaciones deberán contar con la previa aprobación, por parte del Gerente de División Internacional, de una estrategia y de los montos a comprometer en estas operaciones. Las operaciones con que se implemente la estrategia y los montos autorizados deberán contar, caso a caso, con el visto bueno del visto bueno del Gerente de Inversiones Internacionales y del Jefe del Departamento Mesa Internacional, debiendo mantenerse un adecuado registro con los fundamentos tomados en consideración para realizar la transacción.

6. Las contrapartes elegibles para efectuar depósitos y futuros (riesgo soberano y bancos) serán las mismas autorizadas para efectos de la administración del portafolio de activos en divisas. Los depósitos y futuros que se realicen, se incorporarán en el cálculo del uso de los límites de inversión establecidos para la administración del portafolio de activos en divisas, según las políticas vigentes.

7. Por la naturaleza del activo, el portafolio de oro no afecta el cálculo de la composición de monedas y la duración del portafolio de divisas. La duración del portafolio de oro se calculará en forma independiente. En términos de duración para el portafolio de oro, se faculta a la Gerencia de División Internacional para considerar un rango de desviación entre cero y doce meses con un valor central de 7 meses.

8. La gestión del portafolio de oro se medirá en forma independiente del portafolio de activos en divisas, considerando como comparador referencial el promedio simple de las cotizaciones para depósitos en oro a 3, 6 y 12 meses. Se faculta a la Gerencia de División Internacional para seleccionar la fuente de información más apropiada para el comparador.

9. El oro amonedado depositado en la bóveda del Banco Central no tiene propósitos de inversión y aunque pertenece contablemente a las Reservas Internacionales, se mantendrá bajo la administración de la Tesorería General del Instituto Emisor.

XI.-Instrumentos Indexados

Se establecen los siguientes requisitos para la administración de los instrumentos indexados, para propósitos de inversión (Acuerdo N° xxx-xx-xxxxxx):

1. Se establece como límite máximo de inversión para los instrumentos indexados bajo administración de la Gerencia de Inversiones Internacionales, dependiente de la Gerencia de División Internacional, el equivalente al 5% del portafolio total de activos internacionales, con un punto central referente del 3%.

2. Las inversiones en instrumentos indexados se podrán efectuar sólo dentro de los límites vigentes aprobados para emisores soberanos, pero no afectarán la composición ni límites del riesgo de monedas.

3. La evaluación de la gestión de la cartera de bonos indexados se realizará de manera independiente al resto del portafolio, reportándose sus resultados en forma separada dentro de los Informes Mensuales de Gestión.

4. Las inversiones en Instrumentos Indexados, podrán hacerse dentro de los márgenes establecidos en el literal 1 anterior para riesgos soberanos elegibles y en dólares de los Estados Unidos de América. Adicionalmente, se podrán efectuar inversiones en instrumentos indexados emitidos por riesgos soberanos elegibles en monedas distintas al dólar de los Estados Unidos de América, provisto que no excedan, en total, el equivalente a los US$ 100 millones, y se comparen, en gestión, respecto del mismo referente.

5. El índice del Comparador quedará definido por el retorno total del índice "Global inflation-linked bond index" de Barclays (en US Dólares), para los tramos 1 - 10 años y 10 + años, con ponderaciones del 70 y 30 por ciento respectivamente.