BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°802E

Informe sobre las ventas de Oro Certificado del Banco Central de Chile
Memorándum N° 70 de la Gerencia de División Internacional.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 802E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 11 de noviembre de 1999

En Santiago de Chile, a 11 de noviembre de 1999, 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, señor Pablo Piñera Echenique y señor Alfonso Serrano Spoerer.

Asisten, además, los señores:

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

Temas tratados:

- Informe sobre las Ventas de Oro Certificado del Banco Central de Chile.
- Informe de Rendimiento de los Activos en Divisas y Oro Certificado.

Informe sobre las Ventas de Oro Certificado del Banco Central de Chile – Memorándum N° 70 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional señala que en virtud de lo establecido en Acuerdo N° 757-04-990527, entre el 4 de junio de 1999 y el 27 de septiembre de 1999 la Gerencia de División Internacional procedió a vender un total de 1.150.000 onzas de oro certificado (aproximadamente 36 toneladas del referido metal), en la modalidad "forward". La fecha de valor para estas ventas se fijó a junio del año 2000, con excepción de dos toneladas pactadas a marzo del mismo año.

Informa que con dichas transacciones se ha finalizado el proceso de enajenación de las tenencias de oro certificado mantenidas como depósito de valor, quedando sólo un volumen cercano a las 2 toneladas bajo administración de la Tesorería General del Banco, para fines no financieros. Las ventas recientes se enmarcan en una política sistemática de enajenación de oro iniciada en el año 1998 cuando, en una primera etapa, se procedió a la venta, también bajo la modalidad "forward", de 20 toneladas.

El precio forward promedio de venta de las últimas 36 toneladas ascendió a US$ 273,29 por onza, totalizando aproximadamente US$ 314 millones. Durante el año 1998 el precio promedio alcanzado de venta fue del orden de US$ 308,00 por onza, lo que a su vez significa un precio promedio global de venta, para las 56 toneladas, cercano a los US$ 286 por onza.

Señala el señor Le Fort que la sorpresiva decisión de los bancos centrales europeos de limitar sus ventas futuras de oro significó un quiebre en la tendencia del precio del metal. La continua caída iniciada hace casi dos años se interrumpió y el oro volvió a niveles que no se veían desde mediados de 1998. Si bien el precio del oro se ha estabilizado, por ahora, en los niveles entre US$ 290,00 y US$ 300,00 la onza, no existen fundamentos evidentes que permitan concluir que deba mantenerse en dicho rango o subir, porque no se observan cambios estructurales importantes en el mercado.

Señala también que las ventas de oro se fundamentan en el contexto de una política de sustitución del metal por otro activo con similares características de protección contra la inflación, pero de mejor desempeño, como es el caso de los bonos en dólares indexados a la inflación (TIPS). Dentro de este esquema, la oportunidad en que se realizaron las ventas de oro parece haber sido la adecuada, en cuanto su materialización correspondió a "peaks locales" registrados por el precio del oro dentro del período de ejecución.

Siendo imposible anticipar un quiebre en la tendencia del precio del oro, manifiesta el señor Le Fort que las ventas se realizaron cada vez que el mercado registraba un alza de alguna significación. Haber esperado alzas mayores conllevaba asumir riesgos adicionales, en el sentido de que si se exigía un precio de venta mayor en cada oportunidad se enfrentaba la posibilidad de no poder realizar dichas ventas y, por ende, agravar las consecuencias de que la caída en el precio se acentuara. Posponer en el tiempo las decisiones operativas de venta habría implicado además, contravenir la decisión de política adoptada en su oportunidad por el Consejo de la Institución.

El Consejo toma conocimiento de lo anterior.

Informe de Rendimiento de los Activos en Divisas y Oro Certificado correspondiente al mes de septiembre de 1999 – Memorándum N° 71 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional comienza su informe señalando que en términos de desempeño el año móvil finalizado en septiembre de 1999 presenta un índice global compuesto de 1,118, resultado que se mantiene en línea con la trayectoria observada durante los últimos informes. A nivel contable, los índices de gestión acumulados continúan presentando leves descensos, mientras que en términos económicos se acentúa la volatilidad en el desempeño de la cartera de bonos, producto de la magnitud de las caídas acumuladas en los precios de los instrumentos que afectan tanto a la cartera mantenida como referencial.

Evolución Índices de Gestión Anuales

	Julio 98-Junio 99	Agosto 98–Julio 99	Sept. 98–Agosto 99	Octubre 98–Sept 99
Contable Total	1,199	1,184	1,164	1,141
Corto Plazo	1,143	1,134	1,121	1,107
Bonos	1,325	1,293	1,252	1,207
Bonos Económico	1,345	1,312	2.874	1,816
Global Compuesto	1,168	1,143	1,141	1,118

Para el año móvil finalizado en septiembre, la cartera total registra ingresos contables por el equivalente de US$ 688,59 millones y una tasa de retorno canasta de 5,17% anual, superando en 63,8 puntos base al comparador. El margen favorable se reduce a 35,8 puntos base, cuando para los bonos se consideran sus retornos acumulados a precios de mercado. El retorno por cambio en las paridades medido respecto del dólar, por su parte, es inferior en 113 puntos base anuales al registrado por la cartera referencial, lo que se explica fundamentalmente por la mantención de una marcada subexposición en yenes en un contexto que evidencia una progresiva apreciación de esa moneda.

En términos contables, el corto plazo registra para el año móvil finalizado en septiembre un 4,88% de retorno contable canasta y el largo plazo un 5,84%. En términos económicos, sin embargo, el retorno acumulado para los bonos medidos a precios de mercado es –0,079%, resultado que pese a ser en negativo se compara favorablemente con el retorno referencial (-0,431% para los 12 meses).

Durante septiembre se registran renovaciones de inversiones por US$ 1.668 millones equivalentes y una reducción de US$ 350 millones en la cartera mantenida, producto de traspasos netos hacia la caja independiente. En lo sustantivo, los recursos se invirtieron privilegiando la composición neutral del portafolio, alcanzándose durante el mes una estructura promedio que refleja una sobrexposición de un 0,73% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 44,75%, con una sobrexposición de 4,75% en este tipo de riesgo. Con relación a la composición de monedas, se observan sobrexposiciones totales en dólares (0,50%) y en libras (0,82%) compensadas con una marcada subexposición en yenes (-1,27%). En euros se mantiene una posición neutral. En el riesgo soberano de largo plazo se privilegia la neutralidad en todas las monedas, explicándose la sobrexposición por las tenencias de instrumentos indexados en dólares, que tienen un riesgo limitado ante variaciones en la tasa de interés. En términos generales, la estructura promedio del portafolio en septiembre fue la siguiente:

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables Septiembre 1999)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario	4,11%	1,35%	-1,51%	0,80%	4,75%
Soberano Corto Plazo	-4,58%	-1,61%	0,37%	0,34%	-5,48%
Soberano Largo Plazo	0,98%	0,20%	-0,13%	-0,32%	0,73%
Total	0,50%	-0,06%	-1,27%	0,82%	0,00%

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

A fines de septiembre, continuaba manteniéndose una actitud conservadora ante el riesgo de alzas en las tasas de interés, al registrarse una duración global de 15,57 meses para el portafolio. El mes de septiembre constituye el séptimo período consecutivo con una duración inferior al valor referencial de 17 meses.

A nivel del riesgo bancario comienzan a privilegiarse en septiembre inversiones entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa, basados en los resultados de modelos de optimización. Adicionalmente, comienza a privilegiarse una estructura de vencimientos más homogénea a través del tiempo. En el área yen, se privilegian inversiones en

monedas secundarias y en el manejo del riesgo soberano de corto plazo, continúan primando consideraciones propias de las coyunturas de mercado.

En términos mensuales, el retorno contable total en septiembre es levemente inferior al del comparador referencial, lo que se explica esencialmente por el efecto rezagado de decisiones de inversión previas, en un contexto donde han estado primando las alzas en las tasas de interés. Respecto de los bonos valorados a precio de mercado, la cartera mantenida obtiene un retorno mensual equivalente al 0,366%, resultado que es inferior en 11,1 puntos base al del referente de mercado. En septiembre se observan nuevas caídas en los precios de los bonos en Europa y alzas en los precios de los bonos de las áreas dólar y yen. El posicionamiento más corto de la cartera mantenida con relación al benchmark, genera menores pérdidas relativas en las áreas libra y euro. Sin embargo, esta postura conservadora también permite beneficiarse en menor grado de las mejoras en los precios en las áreas dólar y yen ocurridas durante la primera quincena del mes, obteniéndose en definitiva un resultado agregado que beneficia en esta oportunidad a la cartera referencial.

La administración del portafolio independiente de caja generó en septiembre un 5,25% de tasa de retorno en dólares, con un saldo promedio mantenido de US$ 170,77 millones. Los resultados correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, por su parte, establecen un 1,49% de tasa de retorno para el año móvil finalizado en septiembre, superando en 11,2 puntos básicos al referente del mercado. Durante el mes se finalizó el proceso de venta forward de oro, iniciado en junio del presente año.

Septiembre constituye el primer mes de operaciones de nuestros tres administradores externos de cartera luego del período de puesta en marcha. Por tal razón, constituyen los primeros resultados comparables, beneficiando en esta oportunidad a la administración interna en términos contables y a Morgan Grenfell en términos económicos.

Desempeño Contable. Septiembre 1999

Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	5,479%	5,516%	-0,037%
2°	**J.P. Morgan**	5,461%	5,516%	-0,054%
3°	**M. Grenfell**	5,095%	5,516%	-0,420%
4°	**FFT & W**	4,790%	5,516%	-0,725%

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

Desempeño Económico. Septiembre 1999

Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**M. Grenfell**	0,576%	0,477%	0,099%
2°	**FFT & W**	0,502%	0,477%	0,025%
3°	**J.P. Morgan**	0,406%	0,477%	-0,071%
4°	**Banco Central**	0,366%	0,477%	-0,111%

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

El Consejo toma conocimiento de lo informado precedentemente.

Se levanta la Sesión a las 12,30 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.: Informe sobre las ventas de las tenencias de oro por parte del Banco Central de Chile (10 hojas)
Anexo N° 1 Ventas de oro a futuro
Anexo N° 2 Histograma de los retornos diarios en los precios del oro (2 de enero 1990 – 30 de septiembre de 1999)

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado Agosto 1999:
Informe (9 hojas)
Cuadro N° 1 Ingresos Nominales del Portafolio de Divisas. (Septiembre 1999).
Cuadro N° 2 Portafolio de Bonos Valorado a Precios de Mercado - Retorno Total Septiembre 1999.
Evolución de Curvas Referenciales de Rendimiento. (2 hojas)
Anexo N° 1 Administración Interna - Resultados Contables para el Corto Plazo- Retornos mensuales por área monetaria.
Anexo N° 2 Spread Libid Octubre 1998 - Septiembre 1999 (promedios mensuales)
Anexo N° 3 Cartera de bonos bajo administración interna. Evolución mensual de retornos incrementales y duración incremental.
Anexo N° 4 Duración Modificada del Portafolio. Octubre 1998 - Septiembre 1999.

INFORME SOBRE LAS VENTAS DE ORO CERTIFICADO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL
GLV/CSC/IML. Noviembre 5 de 1999

RESUMEN EJECUTIVO

En virtud de lo establecido en el Acuerdo N° 757-04-990527, entre el 4 de junio y el 27 de septiembre de 1999 la Gerencia de División Internacional procedió a vender un total de 1.150.000 onzas del oro certificado (aproximadamente 36 toneladas del referido metal), en la modalidad *"forward"*. La fecha de valor para estas ventas se fijó a junio del año 2.000, con la excepción de dos toneladas pactadas a marzo del mismo año.

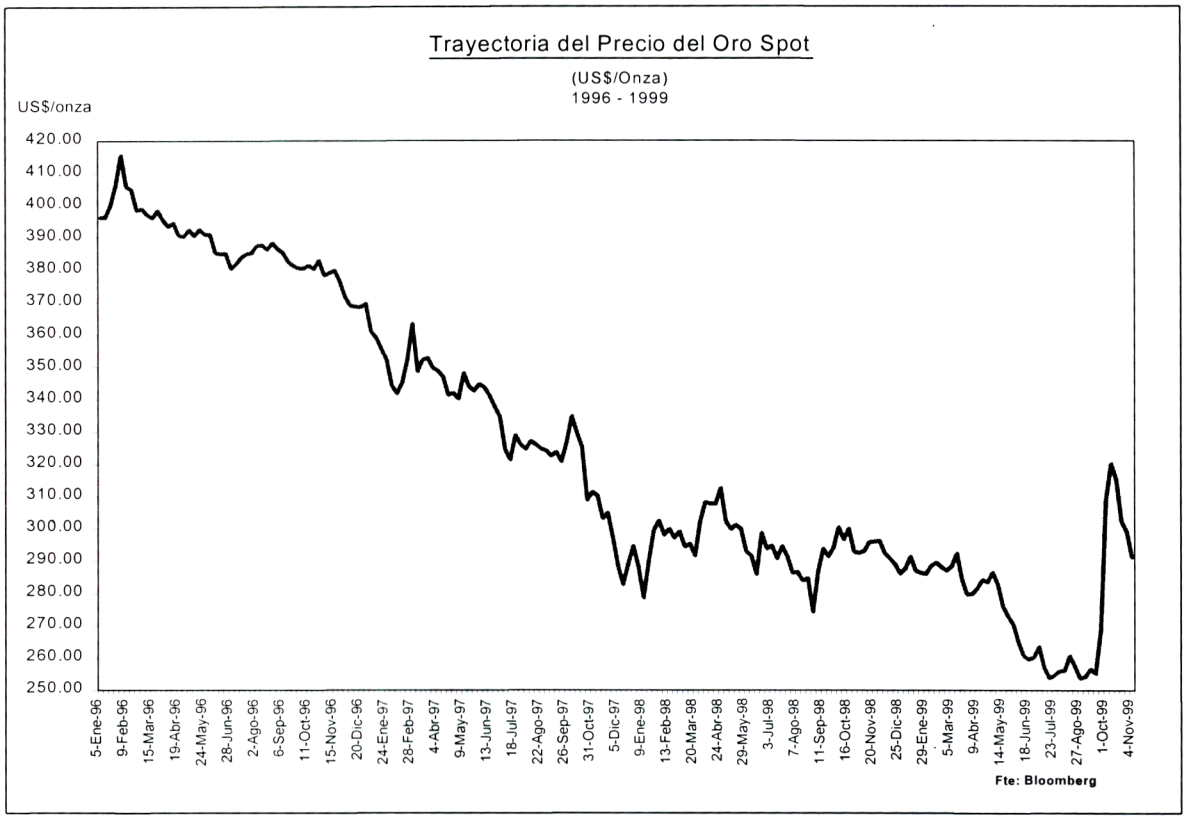
Con dichas transacciones se ha finalizado el proceso de enajenación de las tenencias de oro certificado mantenidas como depósito de valor, quedando sólo un volumen cercano a las 2 toneladas bajo administración de la Tesorería General del Banco, para fines no financieros. Las ventas recientes se enmarcan en una política sistemática de enajenación de oro iniciada en el año 1998 cuando -en una primera etapa- se procedió a la venta, también bajo la modalidad "*forward*", de 20 toneladas.

El precio forward promedio de venta de las últimas 36 toneladas ascendió a US$ 273,29 por onza, totalizando aproximadamente US$ 314 millones. Durante el año 1998 el precio promedio alcanzado de venta fue del orden de US$ 308,00 por onza, lo que a su vez significa un precio promedio global de venta, para las 56 toneladas, cercano a los US$ 286 por onza.

El detalle de las transacciones efectuadas durante el presente año es el siguiente:

Fecha Negociación	Fecha Valor	Precio Forward	Monto Onzas	US$ equivalentes	Contraparte	Ton.
4-Jun-1999	5-Jun-2000	275.40	32,000	$ 8,812,800	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
4-Jun-1999	5-Jun-2000	275.40	32,000	$ 8,812,800	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
4-Jun-1999	5-Jun-2000	275.80	64,000	$ 17,651,200	DEUTSCHE BANK, N.Y.	2
7-Jun-1999	5-Jun-2000	276.20	32,000	$ 8,838,400	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
7-Jun-1999	5-Jun-2000	276.20	32,000	$ 8,838,400	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
11-Jun-1999	15-Jun-2000	271.00	64,000	$ 17,344,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	2
11-Jun-1999	15-Jun-2000	271.50	64,000	$ 17,376,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	2
18-Jun-1999	21-Jun-2000	271.00	32,000	$ 8,672,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
18-Jun-1999	21-Jun-2000	271.25	32,000	$ 8,680,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
18-Jun-1999	21-Jun-2000	271.50	32,000	$ 8,688,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
18-Jun-1999	21-Jun-2000	272.00	32,000	$ 8,704,000	DEUTSCHE BANK, N.Y.	1
18-Jun-1999	22-Jun-2000	271.00	32,000	$ 8,672,000	MORGAN, N.Y.	1
18-Jun-1999	22-Jun-2000	271.25	32,000	$ 8,680,000	MORGAN, N.Y.	1
18-Jun-1999	22-Jun-2000	271.50	32,000	$ 8,688,000	MORGAN, N.Y.	1
18-Jun-1999	22-Jun-2000	272.00	32,000	$ 8,704,000	MORGAN, N.Y.	1
25-Jun-1999	28-Jun-2000	272.00	32,000	$ 8,704,000	MORGAN, N.Y.	1
30-Jun-1999	28-Jun-2000	272.00	32,000	$ 8,704,000	MORGAN, N.Y.	1
30-Jun-1999	28-Jun-2000	272.50	64,000	$ 17,440,000	MORGAN, N.Y.	2
30-Jun-1999	28-Jun-2000	273.00	64,000	$ 17,472,000	MORGAN, N.Y.	2
3-Ago-1999	30-Jun-2000	265.00	64,000	$ 16,960,000	MORGAN, N.Y.	2
3-Ago-1999	30-Jun-2000	265.00	64,000	$ 16,960,000	MORGAN, N.Y.	2
23-Sep-1999	29-Jun-2000	271.50	32,000	$ 8,688,000	MORGAN, N.Y.	1
24-Sep-1999	29-Jun-2000	272.50	32,000	$ 8,720,000	MORGAN, N.Y.	1
24-Sep-1999	29-Jun-2000	275.00	64,000	$ 17,600,000	MORGAN, N.Y.	2
27-Sep-1999	31-Mar-2000	285.00	64,000	$ 18,240,000	MORGAN, N.Y.	2
27-Sep-1999	27-Jun-2000	284.50	62,000	$ 17,639,000	MORGAN, N.Y.	2
Totales		**273.29**	**1,150,000**	**$ 314,288,600**		**36**

La evolución que ha experimentado el precio del oro ha sido la siguiente:



La sorpresiva decisión de los bancos centrales europeos de limitar sus ventas futuras de oro significó un quiebre en la tendencia del precio del metal. La continua caída iniciada hace casi dos años se interrumpió y el oro volvió a niveles que no se veían desde mediados de 1998. Si bien el precio del oro se ha estabilizado por ahora en los niveles entre US$ 290,00 y $ 300,00 la onza, no existen fundamentos evidentes que permitan concluir que deba mantenerse en dicho rango o subir, porque no se observan cambios estructurales importantes en el mercado.

Las ventas de oro se fundamentan en el contexto de una política de sustitución del metal por otro activo con similares características de protección contra la inflación pero de mejor desempeño, como es el caso de los bonos en dólares indexados a la inflación (TIPS). Dentro de este esquema, la oportunidad en que se realizaron las ventas de oro parece haber sido la adecuada, en cuanto su materialización correspondió a "peaks locales" registrados por el precio del oro dentro del período de ejecución.

Siendo imposible anticipar un quiebre en la tendencia del precio del oro, las ventas se realizaron cada vez que el mercado registraba un alza de alguna significación. Haber esperado alzas mayores conllevaba asumir riesgos adicionales, en el sentido de que si se exigía un precio de venta mayor en cada oportunidad se enfrentaba la posibilidad de no poder realizar dichas ventas y, por ende, agravar las consecuencias de que la caída en el precio se acentuara. Posponer en el tiempo las decisiones operativas de venta, habría implicado además, contravenir la decisión de política adoptada en su oportunidad por el Consejo de la Institución.

Gerencia de División Internacional
Gerencia Inversiones Internacionales
Depto. Mesa Internacional. Noviembre 1999

INFORME SOBRE LAS VENTAS DE LAS TENENCIAS DE ORO POR PARTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Objetivo

El siguiente informe tiene por objetivo desarrollar un análisis de las ventas de las tenencias de oro certificado recientemente materializadas por el Banco Central de Chile. A tal efecto, se describe primero el contexto de mercado dentro del cuál se desarrollan estas operaciones, examinando los factores cuya concurrencia contribuye a explicar la trayectoria reciente del precio del oro, así como también sus perspectivas futuras. Se desarrolla además, un ejercicio de evaluación de las ventas de oro, considerando el contexto antes descrito y de las políticas seguidas por el Banco Central de Chile.

Introducción

Según lo establecido en el Acuerdo de Consejo Nro. 757-04-990527 del 27 de mayo del presente año, referido a la Administración de los Activos en Divisas y Oro Certificado que corresponde realizar en esta Gerencia de División Internacional, se ha procedido, a través de un proceso de ventas escalonadas, a enajenar la totalidad de las tenencias de oro certificado disponibles, con la sola excepción de un volumen cercano a las 2 toneladas, las que serán mantenidas, a futuro, en las bóvedas del Banco Central de Chile para fines no monetarios. De esta forma, y en el período comprendido entre el 4 de junio de 1999 y el 27 de septiembre de 1999, se procedió a vender un total de 1.150.000 onzas del metal, cifra equivalente a aproximadamente 36 toneladas.

Las ventas del oro fueron realizadas con la modalidad "*venta forward*", con fecha valor efectiva Junio del año 2000. Excepcionalmente se vendieron 2 toneladas con fecha valor a Marzo del año 2000.

El precio forward promedio de estas ventas fue de US$ 273,29 por onza, representando un monto total en dólares de EE.UU. de aproximadamente US$ 314.000.000 (ver anexo 1).

Las ventas realizadas se enmarcan en una política sistemática de enajenación de oro iniciada en el año 1998 cuando y en una primera etapa, se procedió a la venta, también bajo la modalidad "*forward*", de 20 toneladas de las tenencias existentes en esa fecha. En la oportunidad el precio promedio alcanzado fue del orden de US$ 308,00 por onza, lo que a su vez significa un precio promedio global de venta, para las 56 toneladas, cercano a los US$ 286 por onza.

Por otra parte, los recursos que se deriven de las ventas de oro ya indicadas permitirán diversificar y re asignar la base de instrumentos en que se mantienen los activos financieros

del Banco Central de Chile, fortaleciendo inversiones en bonos *TIPS*[1] que ofrecen, de hecho, un mejor rendimiento que el oro, a la vez que una cobertura similar frente al riesgo de inflación.

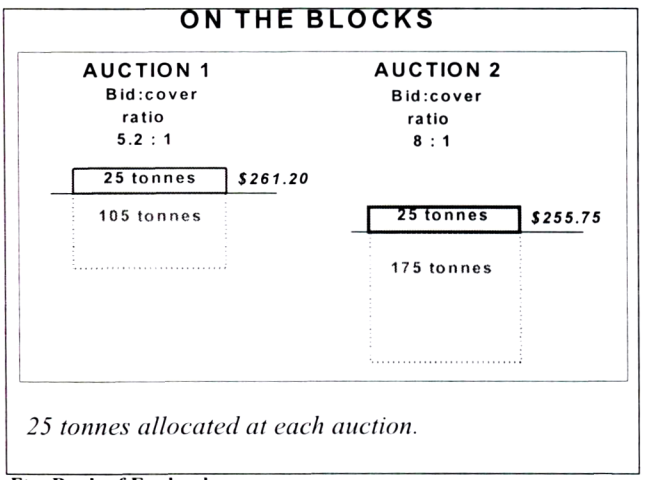
Noticias en el mercado del oro

El precio del oro había bajado en más de un tercio su valor entre febrero de 1996 y agosto de este año, y esto fue el resultado, principalmente, de ventas de países como Bélgica, Holanda, Australia y Argentina, además de las licitaciones del Banco de Inglaterra, lo que motivó la preocupación mundial de que otros Bancos Centrales también diminuirían sus reservas en oro. Otro factor que ha explicado la tendencia declinante del precio, ha sido la sobre-oferta. Durante la década de los 90 la producción de oro a nivel mundial aumentó 25%, a lo cuál se ha sumado las ventas de reservas de los bancos centrales.

El Banco de Inglaterra

Por cuenta del Tesoro Británico, el Banco de Inglaterra anunció el 7 de mayo de 1999 un programa de venta de parte de sus reservas de oro por un total de 125 toneladas, en cinco licitaciones mes por medio, durante el año fiscal 1999-2000, cada una de 25 toneladas de oro. Esta ventas de oro forman parte de un plan de largo plazo para reducir las reservas totales de oro en 415 toneladas, desde 715 toneladas para dejarlas en 300 toneladas. La primera licitación se llevó a cabo el 6 de julio de 1999, la segunda, el mes subsiguiente, el 21 de septiembre de 1999 y las próximas 3 licitaciones serán en noviembre de 1999, en enero 2000 y en marzo 2000.

Los resultados de las 2 primeras licitaciones se presentan en el siguiente cuadro, incorporando el total demandado en cada licitación y la razón total demandado v/s total licitado. También se agrega en precio de corte de cada licitación.



Fte: Bank of England

Como se puede apreciar en el diagrama anterior, las 50 toneladas ya vendidas por el Banco de Inglaterra, se hicieron a un precio promedio de US$ 258.475 la onza, bastante inferior a los actuales precios del oro. Como resultado de la primera licitación, el precio del oro cayó

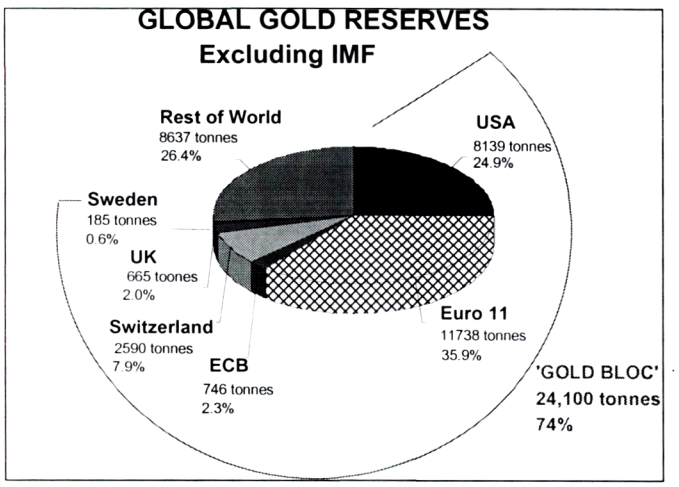
[1] Los TIPS corresponden a los Treasury Inflation-Indexed Security, previamente denominados Treasury Inflation Protected Security, de donde provienen las iniciales.

inmediatamente al nivel más bajo en 20 años. En cambio, en la segunda licitación, el precio del oro no bajó más. Incluso, comenzó el rally, lo que produjo el incremento posterior de éste, debido principalmente a factores de demanda.

La reacción de los Bancos Centrales Europeos

El domingo 26 de septiembre del presente año, en la reunión del Fondo Monetario Internacional en Washington D.C., se informa del acuerdo de 15 Bancos Centrales de Europa de limitar las ventas totales de los países participantes, por los próximos 5 años, a un máximo de 2.000 toneladas. Esto implica que las ventas anuales promediarán 400 toneladas, monto superior a las 200 toneladas aproximadas vendidas por los Bancos Centrales anualmente en promedio en los últimos 3 años. Además los firmantes del acuerdo se comprometieron a no incrementar sus operaciones de préstamo de oro y de transacciones de derivados más allá de los niveles actuales por los próximos 5 años. Como consecuencia de la noticia anterior, el precio del oro aumentó por sobre un 8% sólo el día lunes siguiente al anuncio (hasta entonces, el mayor aumento en un día desde noviembre de 1982).

De las 400 toneladas anuales acordadas a vender, la mayor parte la representan las ventas ya anunciadas con anterioridad, como por ejemplo las ventas anunciadas por U.K. y Suiza. Del total de las 2.000 toneladas, unas 300 toneladas saldrán de Bancos Centrales que ya habían decidido vender pero que todavía no lo habían anunciado. Los 15 Bancos Centrales europeos, que concentran cerca de la mitad de las reservas de oro del mundo, acordaron lo anterior para detener la especulación del mercado, que hasta ese momento había hecho caer fuertemente el precio del metal.



Además de las Reservas del FMI = 3.200 toneladas

Acciones de otros Bancos Centrales y el F.M.I. y el Banco de Inglaterra

Los Estados Unidos de América, el Banco de Japón, el Bank of International Settlements (B.I.S.), aún cuando no formaron parte del acuerdo anteriormente mencionado, se asociaron a éste. Por su parte Dinamarca y el Banco de Australia que no formaron parte del acuerdo anunciaron que ya no tiene planes de vender su oro. Otros bancos centrales que no formaron parte del acuerdo, tales como Rusia y Venezuela, podrían vender su oro, aprovechando los altos precios del metal.

Por su parte, los directivos del Fondo Monetario Internacional confirmaron, en la misma ocasión del anuncio de los bancos centrales europeos, que no continuarán con los planes iniciales de vender su oro en el mercado abierto. De hecho, la junta directiva del Fondo Monetario Internacional acaba de aprobar formalmente una operación de revaluación de sus reservas de oro con el objeto de financiar un plan de alivio de las deudas que países pobres tienen con el Fondo. El plan aprobado consistiría en vender 14 millones de onzas de oro (aproximadamente 436 toneladas). La venta *no* sería en el mercado abierto, sino que directamente a los países deudores y a los actuales niveles de precio de oro, con el compromiso de que éstos ocupen ese mismo oro para servir la deuda. Esta estrategia permitiría revalorizar el oro que posee el Fondo, actualmente contabilizado en los libros a US$ 48 la onza –cerca de US$ 250 la onza aproximadamente por debajo del precio actual del oro.

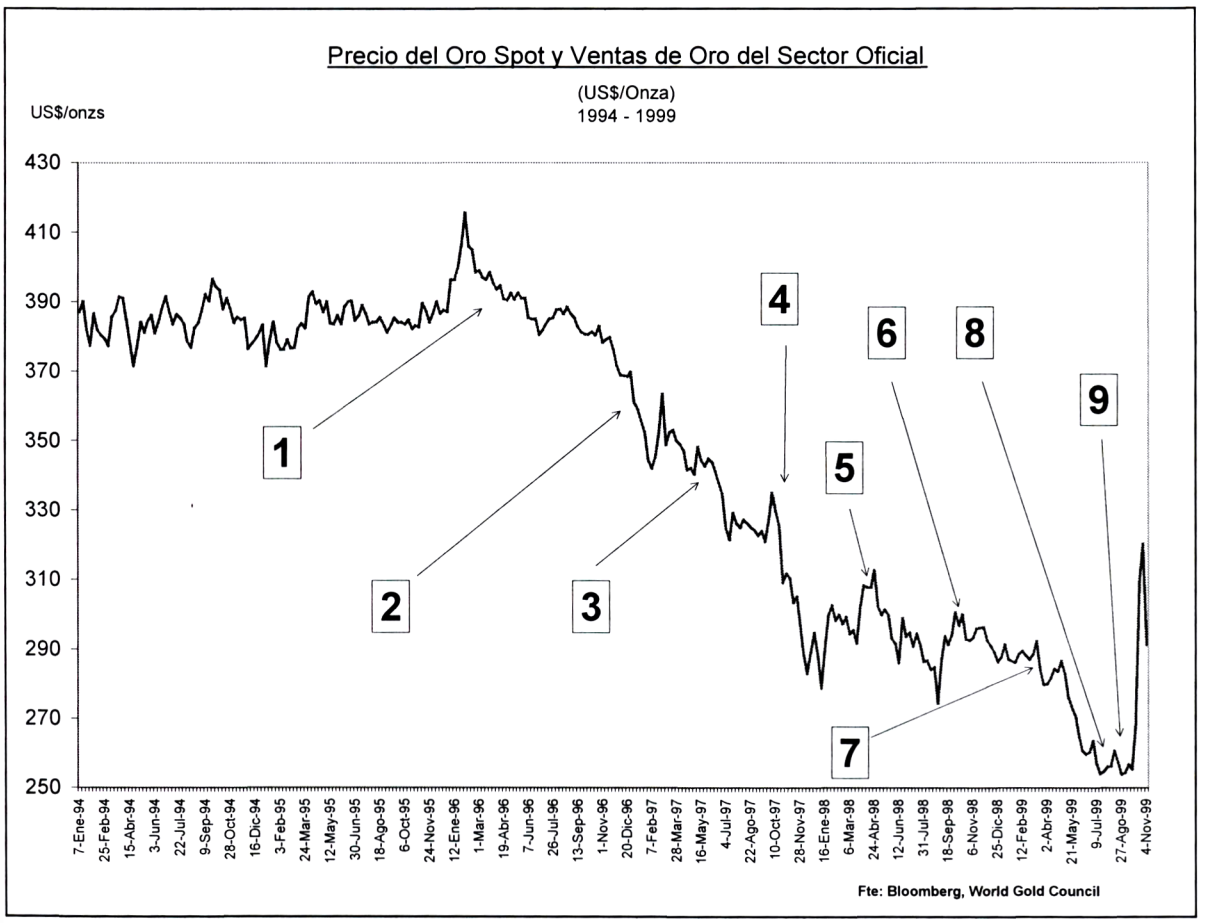
El plan del FMI debe ser aprobado por el congreso de los Estados Unidos, debido a que este país controla aproximadamente el 18% de los votos de la junta directiva del Fondo y tiene de hecho poder de veto para esta decisión particular. Según información preliminar, este plan podría enfrentar cierta resistencia ya que se estima que es menos transparente y mas dudoso que el plan original, que consistía en vender el oro en el mercado abierto. De todas maneras este nuevo plan del Fondo Monetario Internacional no tendría efecto en el mercado del oro ni en su precio, al ser ventas fuera del mercado abierto.

En síntesis, los países de Europa, los otros países y el Fondo Monetario Internacional representan aproximadamente el 90% del total la posición oficial de oro de todo el mundo. Este porcentaje queda, de una u otra manera, bajo la restricción de venta acordada en el acuerdo, con lo que el mercado posee el conocimiento del accionar de la mayor parte de la reserva del oro.



Evolución del precio

A continuación se presenta un gráfico en donde se muestra el efecto de los anuncios de los Bancos Centrales en referencia a sus intenciones de venta de oro y como estos anuncios afectaron la trayectoria del valor del oro. El quiebre de la trayectoria declinante del último año lo marca en el punto 9, el reciente acuerdo de restricción de las ventas.



1 27 de marzo de 1996: *Bélgica* anuncia la venta de 203 toneladas.

2 13 de enero 1997: *Holanda* anuncia la venta de 300 toneladas.

3 3 de julio de 1997: *Australia* anuncia la venta de 167 toneladas.

4 24 de octubre de 1997: *Suiza* primera propuesta de venta de oro.

5 18 de marzo de 1998: *Bélgica* anuncia que vendieron 299 toneladas de oro de la forma "*venta forward*" en la segunda mitad de 1997. Sin embargo, rumores a fines de 1997 / comienzos de 1998 de una venta de un Banco Central significó que el anunció ya estaba internalizado.

6 16 de marzo de 1999: Los presidentes de Francia y Estados Unidos, Chirac y Clinton, respectivamente, expresan su apoyo a las ventas anunciadas por el Fondo Monetario Internacional.

7 7 mayo de 1999: *Reino Unido* anuncia plan de venta de 415 toneladas.

8 23 de septiembre de 1999: El director del Fondo Monetario Internacional, Camdessus, anuncia que el Fondo no venderá oro en el mercado abierto.

9 26 de septiembre de 1999: *Bancos Centrales europeos* anuncian el límite en las ventas y préstamo de las reservas de oro.

Otros impactos sobre el mercado

Durante el segundo trimestre del año, la demanda mundial de oro alcanzó un récord de 809,5 toneladas, un 16% más que el mismo período del año anterior. Este aumento en la demanda mundial fue liderada por economías asiáticas tales como Japón y Corea del Sur. En especial en Japón, guiado principalmente por la recuperación de su economía y segundo, debido a que el valor en yenes de la Onza de oro bajó sustancialmente, derivado del fortaleza del Yen frente al Dólar americano.

Otro factor que recientemente fortaleció la demanda fue la acción de especuladores y productores por cubrir las posiciones tomadas durante el período de baja. Varios Hedge Funds, al visualizar un deterioro en el precio del oro, en especial con la experiencia de la primera licitación realizada por el Banco de Inglaterra, procedieron a pedir prestado oro a los bancos a tasas relativamente bajas, 1% a 2%, y vendían este oro en la forma de "*venta corta*", con la finalidad de recomprar el oro, cuando el préstamo venciera, a un precio más bajo. Adicionalmente los recursos obtenidos de la "*venta corta*", los podían invertir en bonos del tesoro americano que rendían una tasa, (5%), más alta que la del préstamo de oro. De acuerdo al Commodity Futures Trading Commission, de U.S.A., hasta el 21 de septiembre último, los especuladores habían vendido 65.077 contratos de futuro de oro, cada uno igual a 100 onzas, equivalentes en total a 203 toneladas, en la bolsa de comodities de New York (New York Mercantile Exchange), 2,4 veces el número de contratos que ellos habían comprado en ese mismo período. Por su parte, los productores de oro, al enfrentar precios cada vez más bajos, procedieron a vender oro *forward* como una manera de cubrir su producción futura, fijando un precio de venta mayor al precio que ellos anticipaban, incluso antes de sacar el oro de las minas. Tanto los especuladores como los productores, al ver que el precio del oro no seguía a la baja, en especial después de la segunda licitación del Banco de Inglaterra, y aún más comenzaba a subir, empezaron a cerrar sus posiciones "*cortas*" comprando oro y así inyectándole fuerza a la demanda y por consiguiente al precio que comenzó a subir.

Perspectivas del mercado del oro

La reciente volatilidad del precio del oro ha superado con creces los estándares normales de este mercado. Como ilustración, para un período de datos desde 1990 a la fecha, la volatilidad de los retornos diarios del precio del oro debería oscilar entre +0,1% y –0,1% con un 95% de confianza (de acuerdo al método *Exponetially Weighted Moving Average*[2] con un *decay factor* de 0,94).

Sin embargo, la tendencia del valor del metal, que venía decayendo desde el año 1996, muestra sin lugar a dudas un quiebre importante. Las fluctuaciones de los últimos días de septiembre, en especial a partir del día 21 de septiembre (día de la segunda licitación del Banco de Inglaterra), superan con creces el rango antes mencionado, llegando a un retorno diario de 8,9% el día 28 de septiembre. Este movimiento representa más de 10 veces la desviación estándar de los retornos diarios promedios. (Ver anexo 2).

[2] El *Exponentially Weighted Moving Average* (EWMA) es un promedio ponderado móvil en donde se pondera con mayor importancia los últimos datos de la serie.

Con este análisis, se demuestra lo drástico del movimiento que ha sufrido el precio del oro en estos últimos días. Dicho movimiento ha sido enfatizado por una gran cantidad de rumores respecto a la cobertura de posiciones cortas mantenidas por diversos participantes del mercado, como se mencionó anteriormente.

Por otra parte, con respecto a las tasas de depósitos en oro, éstas han presentado un incremento muy alto en el mismo período, debido a la iliquidez producida en el mercado por la alta demanda del metal. De hecho, como una forma de tomar ventaja de este aumento, el Banco Central de Chile procedió a renovar 2 depósitos en modalidad *forward* a un plazo de 6 meses, obteniendo tasas anuales de 5.79% y 4.80% respectivamente. Como consecuencia de las altas tasas en los depósitos de oro, la tasa *contango*[3], cayó drásticamente a niveles cercanos a 0,5%, por lo que el precio *forward* del metal a cualquier plazo se asimilaba al precio *spot* del oro.

Por lo visto anteriormente, el principal factor en la última alza del valor del oro, ha sido el hecho de que en el mercado no se esperaba la acción concertada de los bancos centrales, lo cuál queda ratificado por las posiciones cortas de muchos Hedge Funds y productores de oro que esperaban la continuación en la tendencia a la baja en los precios. El análisis de las proyecciones de los analistas y de las fuerzas que interactúan en este mercado dejan en claro que existía un nivel elevado de incertidumbre respecto al precio futuro del metal.

Como lo mencionó el presidente del Banco Central Europeo, Wim Duisenberg, al momento de anunciar el acuerdo logrado, muy bien refleja el sentir del mercado y de las perspectivas futuras: "*.....el propósito de este acuerdo es entregar certidumbre al mercado del oro*". Hasta antes del anuncio, el mercado del oro se movía principalmente por la especulación y el desconocimiento acerca de lo que planeaban hacer los demás bancos centrales y en especial el Fondo Monetario Internacional, luego de la decisión del Banco de Inglaterra de vender parte de sus reservas.

La decisión del Banco de Inglaterra provocó en su momento un sentimiento de incertidumbre, no tanto por los montos que decidió vender, sino por el hecho que haya sido el Banco de Inglaterra, que representa el corazón el mercado del oro, el que partió con esta idea. La incertidumbre provenía de la preocupación que otros bancos centrales siguieran los mismos pasos. Con el acuerdo de los bancos centrales europeos, mucha de esa incertidumbre desapareció. El oro subió alrededor de US$ 45 la onza (18%) en las 2 últimas semanas, hasta estabilizarse en el valor de US$ 300 la onza. Esto llevaría a pensar que el alza no fue más que la normalización de éste luego del anuncio del Banco Central de Europa. El precio tendería a estabilizarse en el corto plazo en los niveles actuales, entre US$ 290,00 y US$ 300,00 la onza de oro, aproximadamente.

Por otra parte, el incremento en el oro no ha coincidido con el aumento en los rendimientos de los bonos o en una significante depreciación del Dólar americano. La ausencia, al menos hasta el momento de movimientos en esa dirección son indicativos que el oro ha respondido a una situación propia de su mercado y no a un escenario de alarma general ante futura

[3] La tasa *contango* es aquella con la que se calcula el *precio forward* a partir del *precio spot*, y es la diferencia entre la tasa de depósito en US$ dólares y la tasa de depósito de oro, para un mismo período.

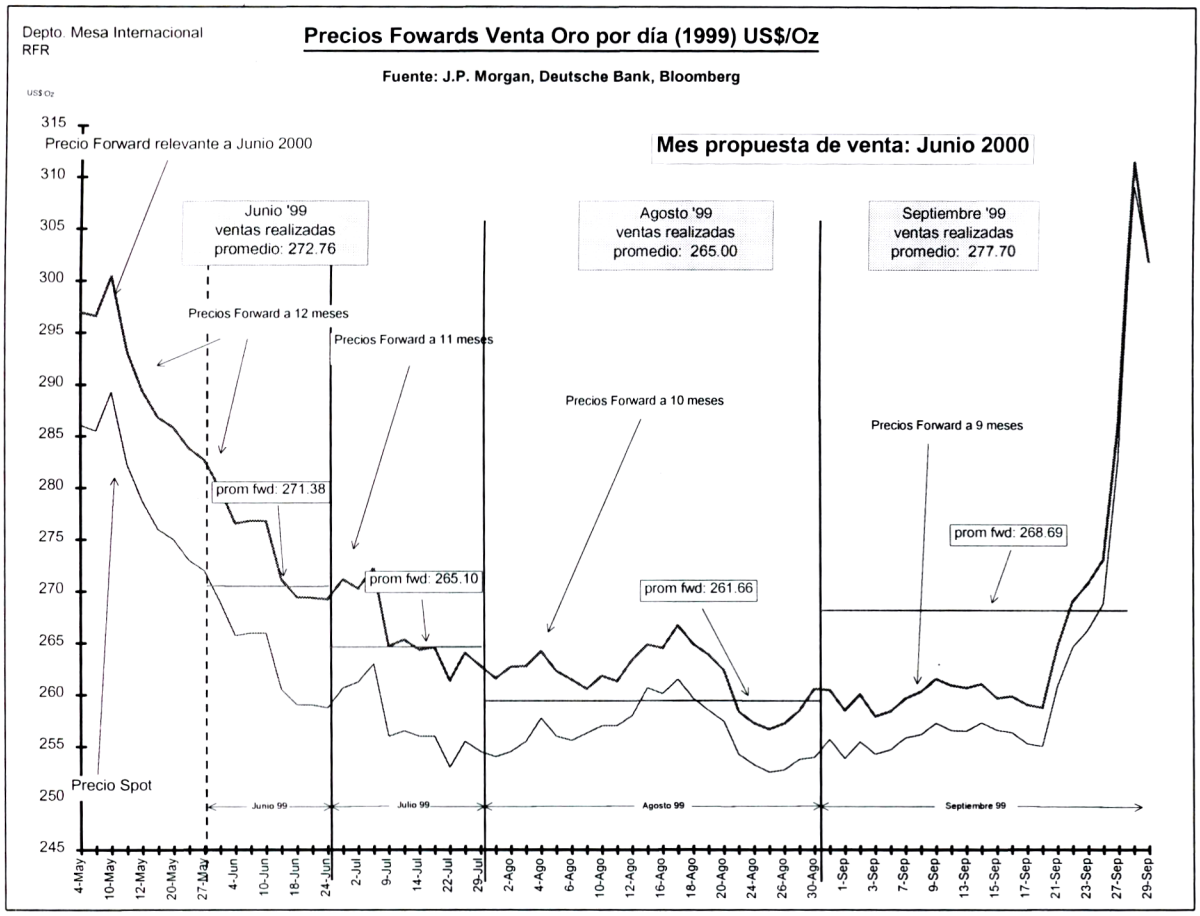
inflación. Sin embargo, sí representaría una preocupación el movimiento en el precio del oro, si es que éste se mantiene en el nivel de US$ 300 por onza y este valor fuera acompañado por un Dólar más débil. Esa combinación podría ser una señal negativa en relación a futuras presiones inflacionarias, lo estaría acompañado de difíciles condiciones en el mercado de bonos.

Aunque la relación entre el precio del oro y el valor del Dólar merece un mayor grado de atención en el futuro cercano, la causa directa del alza parece ser simplemente la acción de *cartelización* emprendida por los bancos centrales europeos. El acuerdo de limitar la venta del oro a las 400 toneladas anuales puede no ser suficiente para evitar una nueva caída en el precio, particularmente en un escenario en el que la economía norteamericana completa su proceso de ajuste sin que se acelere la inflación. Más aún, no es claro que el acuerdo sea plenamente cumplido, y como en otros carteles podremos ver intentos por beneficiarse de un precio especialmente alto que no va a perdurar. La intervención hasta aquí ha sido exitosa, particularmente por su carácter sorpresivo, pero no parece suficiente para modificar la condición estructural del mercado del oro que ha perdurado en los últimos años.

Venta de Oro certificado del Banco Central de Chile

Las ventas de oro certificado se han realizado en un contexto de precios evidentemente a la baja, sin embargo, los fondos que se van a recibir por estas ventas han sido ocupados para adelantar compras de instrumentos financieros indexados a los precios (*TIPS*), aprovechando así oportunidades de mercado, lo que ha significado incrementos de retornos al portafolio de divisas. Se enfatiza en este análisis que las proyecciones de baja de precios del oro, realizadas con anterioridad, se han materializado a partir de comienzos del año 1996. Si bien el alza de precios reciente ha sido anormal, el nivel actual del precio del oro no es superior a los niveles vistos a fines del año 1998.

Las ventas llevadas a cabo por el Banco Central de Chile, con un total de 36 toneladas aproximadamente, se comenzaron a realizar en Junio de 1999 con el mes de venta *forward* Junio del 2000. A continuación se muestra una gráfica en donde se detalla la tendencia del precio del oro *spot*, la tendencia del precio *forward* relevante a Junio del 2000, y los precios promedios de las ventas realizadas por el Banco Central de Chile en los meses de Junio, Agosto y Septiembre de 1999. Es posible comprobar en éste que en cada uno de los meses en que se realizaron ventas el precio promedio obtenido supera significativamente el precio vigente en el mes en cuestión. Además el precio promedio vigente desde Junio a Septiembre alcanzó a US$ 266,71, mientras que el precio promedio de ventas *forward* a Junio del 2000, fue US$ 273,29, un 2,47% superior.



Compras de Bonos *TIPS*

Las ventas de oro *forward* proporcionarán recursos al portafolio de divisas, los que han sido utilizados principalmente para adelantar la compra de Bonos Indexados del gobierno de EE.UU. (*TIPS*) y así tener una transición suave en el cambio de los componentes del portafolio. Se considera que éste es el instrumento que se asemeja de mejor manera al oro, ya que puede ser utilizado como un instrumento que protege al inversionista contra la inflación, que es uno de los papeles tradicionales del oro como vehículo de inversión.

Los *TIPS* representan una activo con un retorno histórico muy superior al del oro, y con un menor riesgo o volatilidad. En el período 1997-1999 el retorno en dólares a precio de mercado de los *TIPS* promedió un 2,81% anual, con un coeficiente de variación de 0,78; al mismo tiempo el retorno del oro a precios de mercado en dólares alcanzó a –4,15% (incorporando además la tasa de depósito en oro) con un coeficiente de variación de –3.28 en el mismo período. En base a las proyecciones disponibles no se espera que esta relación se altere fundamentalmente, por lo que se confirma el sentido y racionalidad financiera de la decisión de venta.

El porcentaje que representan los bonos *TIPS* dentro del portafolio de divisas se ha incrementado a un 3,42% (US$ 450.000.000 / US$ 13.145.000.000) al 30 de septiembre de 1999 desde un 2,13% (US$ 300.000.000 / US$ 14.062.000.000) al 27 de mayo de 1999. La

cartera de bonos indexados, que se incrementó en US$ 150.000.000, a partir del comienzo de las ventas, no ha experimentado incrementos adicionales desde el 16 de julio de 1999. A esa fecha la venta de oro *forward* alcanzaban US$ 209.000.000.

Conclusiones

La sorpresiva decisión de los bancos centrales europeos de anunciar una limitación a sus ventas futuras del metal significó un pronunciado quiebre en la tendencia del precio del metal. La continua caída iniciada hace casi dos años se interrumpió y el oro volvió a niveles que no se veían desde mediados de 1998. Si bien el precio del oro se ha estabilizado por ahora en los niveles entre US$ 290,00 y $ 300,00 la onza de oro, no existen fundamentos evidentes que permitan concluir que deba mantenerse en dicho rango, en cuanto no se han presentado cambios estructurales importantes en el mercado, ni menos esperar un retorno de la tendencia al alza exhibida en los pasados meses de septiembre y octubre. Más aún, el anuncio de los bancos centrales europeos, no modifica significativamente la estructura de ventas históricas que ya venía realizando el sector oficial.

Las razones financieras que justificaron la venta del oro de reserva y la adquisición de bonos indexados *TIPS*, continúa estando plenamente vigentes. Los *TIPS* y el oro poseen similares características de protección contra la inflación, pero los retornos de los *TIPS* son claramente mayores que la de los depósitos de oro, su volatilidad es significativamente menor que la del oro, y cada día gana mayor importancia en los mercados financieros. Esta creciente importancia se verá cada vez mejor reflejada, en términos de los incrementos de liquidez y de profundidad de los *TIPS* dentro del mercado de los instrumentos de renta fija.

Un papel que sí desempeña el oro guardado en bóvedas, y que ningún otro activo de reserva posee, es que entrega protección contra un colapso del sistema financiero mundial. Frente a este riesgo el Banco Central de Chile sí bien posee sólo una mínima cantidad de oro en bóvedas, puede eventualmente, incrementar tal posición con producción nacional. De hecho las reservas de oro del país existen y se encuentran, en los propios yacimientos auríferos. Bajo un criterio de cobertura de riesgo a nivel país, estrictamente correspondería la *venta corta* de oro, para que así los ingresos del Banco Central compensen las posibles pérdidas de los productores nacionales en el evento de que el precio caiga.

Las ventas de oro se fundamentan en el contexto de una política global consistente en la sustitución del metal por otro activo con similares características funcionales. Dentro de este esquema, la oportunidad en que se realizaron las ventas de oro parece también haber sido la adecuada, en cuanto su materialización correspondió a "peaks locales" registrados por el precio del oro, en el período de ejecución. Siendo imposible anticipar un quiebre en la tendencia del precio del oro, las ventas se realizaron cada vez que el mercado registraba un alza de alguna significación. Haber esperado alzas mayores conllevaba asumir riesgos adicionales, en el sentido de que si se exigía un precio de venta mayor en cada oportunidad se enfrentaba la posibilidad de no poder realizar dichas ventas y, por ende, agravar las consecuencias de que la caída en el precio se acentuara. Posponer en el tiempo las decisiones operativas de venta, habría implicado además, contravenir la decisión de política adoptada en su oportunidad por el Consejo de la Institución.

Depto.Tesorería Internacional
IPP/27.09.99

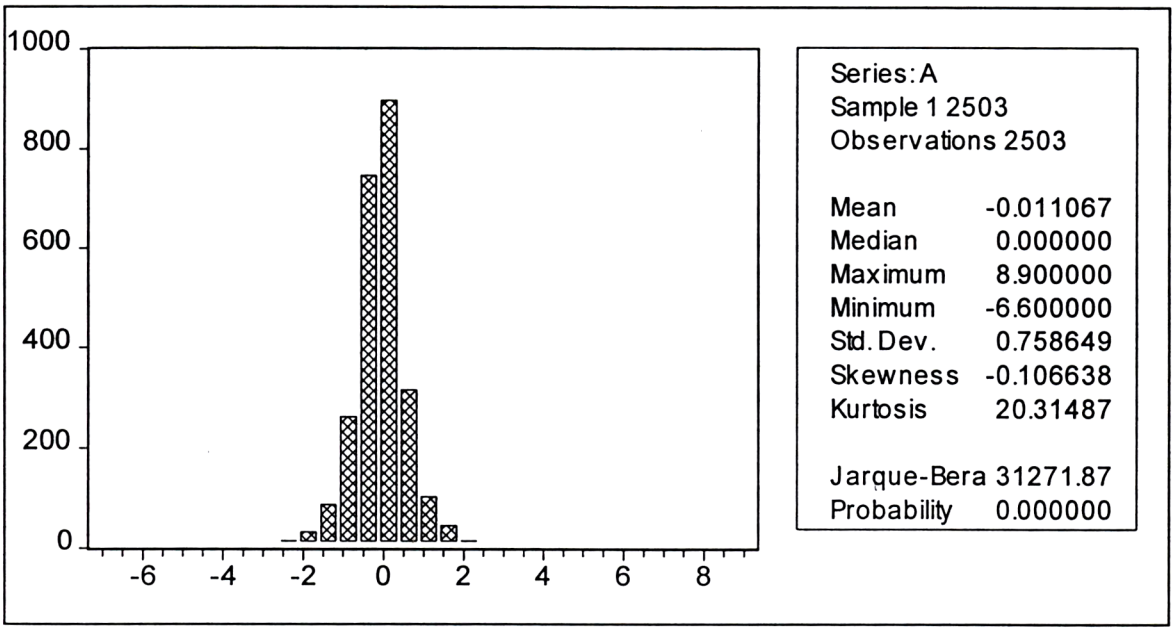
VENTAS DE ORO A FUTURO

Fecha Negociación	Fecha Valuta	Monto Onzas	Precio Forward	US$ equivalentes	ton	Contraparte	Lugar de venta
4/06/1999	5/06/2000	32.000	275,400	8.812.800,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
4/06/1999	5/06/2000	32.000	275,400	8.812.800,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
4/06/1999	5/06/2000	64.000	275,800	17.651.200,00	2,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
7/06/1999	5/06/2000	32.000	276,200	8.838.400,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
7/06/1999	5/06/2000	32.000	276,200	8.838.400,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
11/06/1999	15/06/2000	64.000	271,000	17.344.000,00	2,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
11/06/1999	15/06/2000	64.000	271,500	17.376.000,00	2,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
18/06/1999	21/06/2000	32.000	271,000	8.672.000,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
18/06/1999	21/06/2000	32.000	271,250	8.680.000,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
18/06/1999	21/06/2000	32.000	271,500	8.688.000,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
18/06/1999	21/06/2000	32.000	272,000	8.704.000,00	1,00	Deutsche Bank AG New	Bank of England - Loco London
18/06/1999	22/06/2000	32.000	271,000	8.672.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
18/06/1999	22/06/2000	32.000	271,250	8.680.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
18/06/1999	22/06/2000	32.000	271,500	8.688.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
18/06/1999	22/06/2000	32.000	272,000	8.704.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
25/06/1999	28/06/2000	32.000	272,000	8.704.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
30/06/1999	28/06/2000	32.000	272,000	8.704.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
30/06/1999	28/06/2000	64.000	272,500	17.440.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
30/06/1999	28/06/2000	64.000	273,000	17.472.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
3/08/1999	30/06/2000	64.000	265,000	16.960.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
3/08/1999	30/06/2000	64.000	265,000	16.960.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
23/09/1999	29/06/2000	32.000	271,500	8.688.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
24/09/1999	29/06/2000	32.000	272,500	8.720.000,00	1,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
24/09/1999	29/06/2000	64.000	275,000	17.600.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
27/09/1999	31/03/2000	64.000	285,00	18.240.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
27/09/1999	27/06/2000	62.000	284,50	17.639.000,00	2,00	Morgan Guaranty Trust	Bank of England - Loco London
Totales		**1.150.000**	**273,2944**	**314.288.600,00**	**36,00**		

Anexo 1

Anexo 2

Histograma de los retornos diarios en los precios del oro
(2 de enero de 1990 – 30 de septiembre 1999)



Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado a septiembre de 1999
Resumen Ejecutivo

En términos de desempeño el año móvil finalizado en septiembre de 1999 presenta un índice global compuesto de 1,118, resultado que se mantiene en línea con la trayectoria observada durante los últimos informes. A nivel contable los índices de gestión acumulados continúan presentando leves descensos, mientras que en términos económicos se acentúa la volatilidad en el desempeño de la cartera de bonos, producto de la magnitud de las caídas acumuladas en los precios de los instrumentos que afectan tanto a la cartera mantenida como referencial.

Evolución Índices de Gestión Anuales

	Julio 98 -Junio 99	Agosto 98-Julio 99	Sept. 98-Agosto 99	Oct. 98-Sept. 99
Contable Total	1,199	1,184	1,164	1,141
Corto Plazo	1,143	1,134	1,121	1,107
Bonos	1,325	1,293	1,252	1,207
Bonos Económico	1,345	1,312	2,874	1,816
Global Compuesto	1,168	1,143	1,141	1,118

Para el año móvil finalizado en septiembre, la cartera total registra ingresos contables por el equivalente de US$ 688,59 millones y una tasa de retorno canasta de 5,17% anual, superando en 63,8 puntos base al comparador. El margen favorable se reduce a 35,8 puntos base, cuando para los bonos se consideran sus retornos acumulados a precios de mercado. El retorno por cambio en las paridades medido respecto del dólar, por su parte, es inferior en 113 puntos base anuales al registrado por la cartera referencial, lo que se explica fundamentalmente por la mantención de una marcada sub exposición en yenes en un contexto que evidencia una progresiva apreciación de esa moneda.

En términos contables el corto plazo registra para el año móvil finalizado en septiembre un 4,88% de retorno contable canasta y el largo plazo un 5,84%. En términos económicos, sin embargo, el retorno acumulado para los bonos medidos a precios de mercado es -0,079%, resultado que pese a ser en negativo se compara favorablemente con el retorno referencial (-0,431% para los 12 meses).

Durante septiembre se registran renovaciones de inversiones por US$ 1.668 millones equivalentes y una reducción de US$ 350 millones en la cartera mantenida, producto de traspasos netos hacia la caja independiente. En lo sustantivo, los recursos se invirtieron privilegiando la composición neutral del portafolio, alcanzándose durante el mes una estructura promedio que refleja una sobre exposición de un 0,73% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 44,75%, con una sobre exposición de 4,75% en este tipo de riesgo. En relación a la composición de monedas, se observan sobre exposiciones totales en dólares (0,50%) y en libras (0,82%), compensadas con una marcada sub exposición en yenes (-1,27%). En euros se mantiene una posición neutral. En el riesgo soberano de largo plazo se privilegia la neutralidad en todas las monedas, explicándose la sobre exposición por las tenencias de bonos indexados en dólares, que tienen un riesgo limitado ante variaciones en la tasa de interés. En términos generales, la estructura promedio del portafolio en septiembre fue la siguiente:

Estructura Global del Portafolio. Desviación respecto del Benchmark
(Promedios contables Septiembre 1999)

Tipo de Riesgo	Áreas Monetarias				Total
	Dólar	Euro	Yen	Libra	
Bancario	4,11%	1,35%	-1,51%	0,80%	4,75%
Soberano Corto Plazo	-4,58%	-1,61%	0,37%	0,34%	-5,48%
Soberano Largo Plazo	0,98%	0,20%	-0,13%	-0,32%	0,73%
Total	0,50%	-0,06%	-1,27%	0,82%	0,00%

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

A fines de septiembre continuaba manteniéndose una actitud conservadora ante el riesgo de alzas en las tasas de interés, al registrarse una duración global de 15,57 meses para el portafolio. Así, el mes de septiembre constituye el séptimo período consecutivo con una duración inferior al valor referencial de 17 meses.

A nivel del riesgo bancario comienzan a privilegiarse en septiembre inversiones entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa, basados en los resultados de modelos de optimización. Adicionalmente, comienza a privilegiarse una estructura de vencimientos más homogénea a través del tiempo. En el área yen, por su parte, se privilegian inversiones en monedas secundarias. En el manejo del riesgo soberano de corto plazo, por su parte, continúan primando consideraciones propias de las coyunturas de mercado.

En términos mensuales, el retorno contable global en septiembre es levemente inferior al del comparador referencial, lo que se explica esencialmente por el efecto rezagado de decisiones de inversión previas, en un contexto donde han estado primando las alzas en las tasas de interés. Respecto de los bonos valorados a precios de mercado, la cartera mantenida obtiene un retorno mensual equivalente al 0,366%, resultado que es inferior en 11,1 puntos base al del referente de mercado. En septiembre se observan nuevas caídas en los precios de los bonos en Europa y alzas en los precios de los bonos de las áreas dólar y yen. El posicionamiento más corto de la cartera mantenida con relación al benchmark, genera menores pérdidas relativas en las áreas libra y euro. Sin embargo, esta postura conservadora también permite beneficiarse en menor grado de las mejoras en los precios en las áreas dólar y yen ocurridas durante la primera quincena del mes, obteniéndose en definitiva un resultado agregado que beneficia en esta oportunidad a la cartera referencial.

La administración del portafolio independiente de caja generó en septiembre un 5,25% de tasa de retorno en dólares, con un saldo promedio mantenido de US$ 170,77 millones. Los resultados correspondientes a la administración de las tenencias de oro certificado del Banco, por su parte, establecen un 1,49% de tasa de retorno para el año móvil finalizado en septiembre, superando en 11,2 puntos básicos al referente del mercado. Durante el mes se finalizó el proceso de venta forward de oro, iniciado en junio del presente año.

Septiembre constituye el primer mes de operaciones de nuestros tres administradores externos de cartera luego del período de puesta en marcha. Por tal razón, constituyen los primeros resultados comparables, beneficiando en esta oportunidad a la administración interna en términos contables y a Morgan Grenfell en términos económicos.

Desempeño Contable. Septiembre 1999

Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**Banco Central**	5,479%	5,516%	-0,037%
2°	**J.P. Morgan**	5,461%	5,516%	-0,054%
3°	**M. Grenfell**	5,095%	5,516%	-0,420%
4°	**F F T & W**	4,790%	5,516%	-0,725%

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

Desempeño Económico. Septiembre 1999

Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental
1°	**M. Grenfell**	0,576%	0,477%	0,099%
2°	**F F T & W**	0,502%	0,477%	0,025%
3°	**J.P. Morgan**	0,406%	0,477%	-0,071%
4°	**Banco Central**	0,366%	0,477%	-0,111%

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



GERENCIA DE DIVISIÓN INTERNACIONAL

Rendimiento de los activos en divisas y oro certificado septiembre de 1999: Informe de la Gerencia de División Internacional

Como es tradicional, se presentan a continuación los retornos contables del portafolio de divisas para los últimos 12 meses y los resultados mensuales correspondientes a septiembre de 1999. Adicionalmente, se incluyen los retornos económicos para los bonos valorados a precios de mercado ("mark to market"), y los retornos contables atribuibles a la caja independiente en moneda extranjera y el portafolio de oro. Se incluyen además, los resultados de la gestión de nuestra Gerencia de Inversiones Internacionales comparados con aquellos atribuibles a los administradores externos de cartera.

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

1. RESULTADOS CONTABLES

RESULTADO ACUMULADO

Para el año móvil finalizado en septiembre de 1999 el portafolio de divisas registra ingresos contables equivalentes a US$ 688,59 millones, provenientes en un 95,71% (US$ 659,03 millones) de intereses percibidos y devengados y en un 4,29% (US$ 29,56 millones) de ganancias de capital por venta de instrumentos.

Los ingresos totales del período equivalen a un 5,17% de retorno canasta para las monedas que componen el portafolio, superando en 63,8 puntos básicos anuales al rendimiento referencial. El rendimiento global (5,17%) se compone de un 4,88% de retorno para el corto plazo y un 5,84% de retorno para el largo plazo, siendo la evolución reciente de los resultados la siguiente:

Performance contable. Resultados acumulados 6 últimos períodos

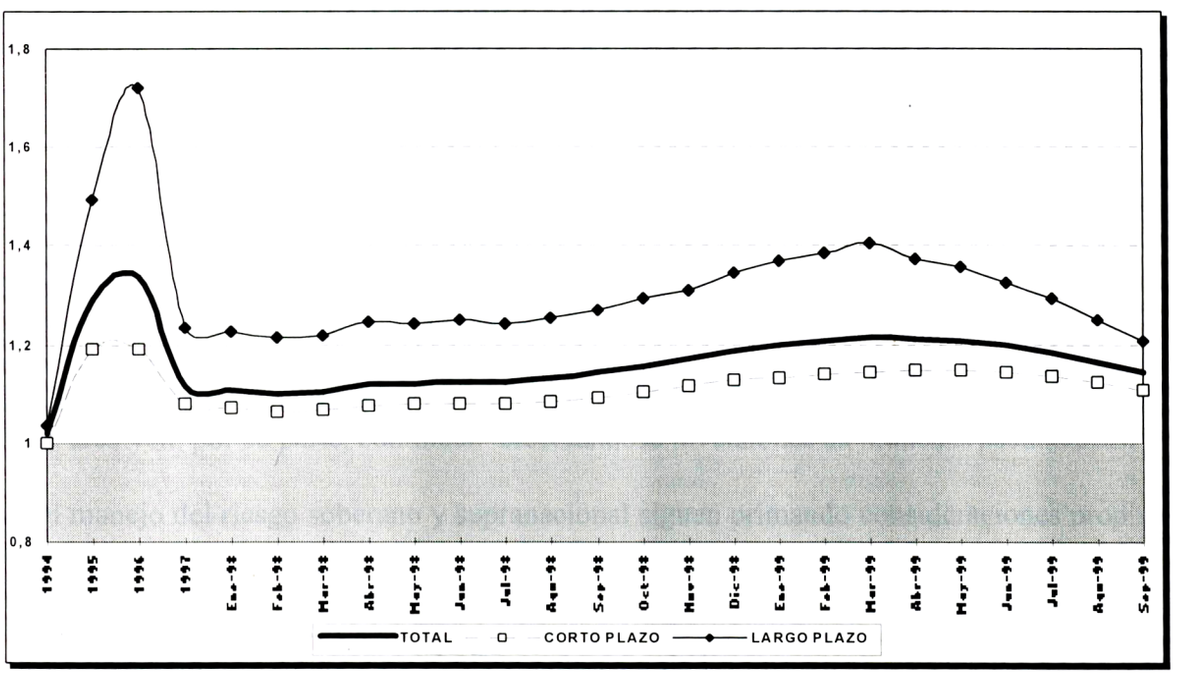
Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Mayo 98 – Abril 99	5,563%	4,595%	**0,968%**
Junio 98 – Mayo 99	5,486%	4,541%	**0,945%**
Julio 98 – Junio 99	5,404%	4,508%	**0,896%**
Agosto 98 – Julio 99	5,317%	4,491%	**0,826%**
Septiembre 98 – Agosto 99	5,238%	4,499%	**0,739%**
Octubre 98– Septiembre 99	**5,173%**	**4,536%**	**0,638%**

El índice de performance para el año móvil finalizado en septiembre de 1999 asciende a 1,141.- compuesto por un índice de 1,107 para el corto plazo y de un valor de 1,207 para el

[1] Los bonos se valoran diariamente con Bloomberg.

largo plazo. El resultado global es levemente inferior al registrado durante los últimos períodos, como se aprecia en el siguiente gráfico:

Índices de Performance: 1994, 1995, 1996, 1997 y años móviles hasta septiembre de 1999



RESULTADO MENSUAL SEPTIEMBRE 1999

El rendimiento canasta referencial excede - en términos anualizados - en 6,8 puntos básicos al rendimiento del portafolio total, obteniéndose un índice de performance agregado de 0,987.- (ver Cuadro Nº 1 en anexos). Este se desglosa en un índice de 0,982 para el corto plazo y un índice de 0,993 para el largo plazo.

El desempeño global durante el mes por debajo de la unidad, se explica en lo sustantivo por el efecto rezagado de decisiones de inversión previas, en un contexto donde han primado las alzas en las tasas de interés y se ha mantenido una actitud conservadora[2]. Esto último permite beneficiarse sólo parcialmente a la cartera mantenida de los mayores retornos cuando se han producido.

En términos comparativos, el retorno efectivo del corto plazo aumenta en septiembre en 8,3 puntos básicos, situándose en un 4,790%. La cartera de bonos, por su parte, evidencia un aumento de 35,5 puntos base en su retorno producto de utilidades por ventas, situándose en términos contables en un 5,479%[3].

En una perspectiva global, durante septiembre se registraron renovaciones de inversiones por US$ 1.668 millones equivalentes, representando en promedio 12,5% de la cartera mantenida. Adicionalmente, se efectuó un traspaso neto de recursos hacia la caja independiente por US$ 350 millones, asociado a requerimientos de liquidez. En lo sustantivo, los recursos se invierten privilegiando la composición neutral del portafolio, alcanzándose durante el mes una estructura promedio que refleja una sobre exposición de un 0,73% en la cartera de bonos y un uso del riesgo bancario equivalente al 44,75%, con una sobre exposición de 4,75% en este tipo de riesgo.

---

[2] La actitud conservadora se refleja en la duración. Durante el último trimestre la cartera de corto plazo experimenta una caída en su duración, descendiendo hasta 1,83 meses a mediados de septiembre (3 meses referencial). Este valor constituye la cifra más baja desde enero de 1999. En la cartera de bonos también se ha privilegiado una posición corta.

[3] En septiembre las utilidades por ventas totalizaron US$ 903.925.- (US$ 701.260.- en agosto).

CORTO PLAZO

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

	ÍNDICE PERFORMANCE CORTO PLAZO		
PERÍODO	**TOTAL**	**BANCARIO**	**SOB. + SUP.**
Julio 99	1,017	1,042	0,964
Agosto 99	0,983	1,003	0,936
Septiembre 99	0,982	1,003	0,934

En el riesgo bancario continúa privilegiándose un posicionamiento global en torno al 45% como porcentaje del portafolio. Al mismo tiempo, basados en los resultados de modelos de optimización comienzan a privilegiarse inversiones entre los 6 y 12 meses en el área dólar y en Europa, junto con una estructura de vencimientos más homogénea a través del tiempo. En el área yen, por su parte, continúan efectuándose inversiones en monedas secundarias.

En el manejo del riesgo soberano y supranacional siguen primando consideraciones propias de las coyunturas de mercado así como la búsqueda de oportunidades basadas en estudios de retorno total[4].

Riesgo bancario. En septiembre, el plazo promedio de las inversiones realizadas en dólares de los Estados Unidos fue de 8,8 meses (7,2 meses en agosto). En el área euro, éste ascendió a 7,4 meses (6,7 meses en agosto) y en el área yen fue de 7,4 meses. Por último, en el área libra se tomaron inversiones a 11,3 meses.

Riesgo soberano y supranacional. En septiembre el plazo promedio de las inversiones realizadas en dólares de los Estados Unidos fue de 6,9 meses (5,27 meses en agosto). Se invirtieron US$ 188,2 millones en supranacionales y US$ 110 millones en riesgo soberano. En el área libra, el plazo promedio de las inversiones ascendió a 12 meses. En el área yen se invirtió a 9,19 meses en letras emitidas por Japón y Nueva Zelandia. En el área euro se invirtió a 9,1 meses en papeles comerciales.

En el Anexo N° 1 se presentan los retornos efectivos e incrementales por área monetaria para el riesgo bancario y el riesgo soberano de corto plazo, correspondientes a los meses de agosto y septiembre. En el Anexo Nº 2 se presenta la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

BONOS

La obtención de un índice por debajo de la unidad en esta cartera se asocia a diferencias de composición con la estructura referencial, incluyendo una duración más corta. La presencia de bonos indexados a la inflación, por su parte, contribuye favorablemente a los retornos.

Durante septiembre se registraron ventas netas de bonos por US$ 107,18 millones equivalentes, principalmente en el área dólar y en menor medida en el área yen[5]. En el área libra no se efectuaron transacciones mientras que en el área euro se observan compras netas. La participación promedio de los bonos se reduce desde 31,27% en agosto a 30,73% en septiembre.

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

[5] Las salidas netas en el área dólar y en el área yen alcanzaron a US$ 124,99 y US$ 16,82 millones respectivamente.

2. RESULTADOS ECONÓMICOS PORTAFOLIO DE BONOS

RESULTADOS ACUMULADOS

Para el período de 12 meses finalizado en septiembre de 1999 los bonos registran un -0,079% de retorno económico global, resultado que es superior en 35,1 puntos básicos al rendimiento de los comparadores referenciales relevantes (-0,431%), obteniéndose un índice de performance agregado equivalente a 1,816.- Durante los últimos 12 años móviles la evolución de los resultados ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Acumulados cartera de bonos

Período	Retorno acumulado BCCH (a)	Retorno acumulado Comparador (b)	Retorno Incremental (a-b)	Índice Performance Económico (a/b)
Nov. 97 – octubre 98	8,071%	8,149%	-0,078%	0,990
Dic. 97 - noviembre 98	7,921%	7,966%	-0,045%	0,994
Año 1998	7,588%	7,565%	0,023%	1,003
Febrero 98 - enero 99	7,164%	7,133%	0,031%	1,004
Marzo 98 - febrero 99	4,949%	5,115%	-0,166%	0,968
Abril 98 - marzo 99	5,228%	5,030%	0,198%	1,039
Mayo 98 – abril 99	5,361%	5,089%	0,272%	1,054
Junio 98 – mayo 99	3,881%	3,341%	0,541%	1,162
Julio 98 – junio 99	3,084%	2,293%	0,791%	1,345
Agosto 98 – julio 99	2,097%	1,598%	0,498%	1,312
Septiembre 98 – agosto 99	0,774%	0,269%	0,505%	2,874
Octubre 98 – septiembre 99	**-0,079%**	**-0,431%**	**0,351%**	**1,816**

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 los 12 meses finalizados en septiembre de 1999 se observa un índice agregado para el portafolio total de 1,118.-, resultado que se mantiene en línea con la trayectoria de los últimos períodos. La siguiente tabla ilustra sobre el particular:

Performance Global Compuesto. Índices Acumulados

Período (año móvil)	Performance Contable Corto Plazo	Performance Económico Bonos	**Performance Global Compuesto**	Performance Contable Total
Nov. 97-oct. 98	1,104	0,990	1,068	1,156
Dic. 97 - nov. 98	1,115	0,994	1,079	1,169
Año 1998	1,125	1,003	1,091	1,187
Feb 98 - enero 99	1,132	1,004	1,096	1,199
Marzo 98 - feb 99	1,139	0,968	1,091	1,208
Abril 98-marzo 99	1,141	1,039	1,112	1,216
Mayo 98–abril 99	1,145	1,054	1,119	1,211
Junio 98-mayo 99	1,146	1,162	1,145	1,208
Julio 98-junio 99	1,143	1,345	1,168	1,199
Agosto 98-julio 99	1,134	1,312	1,143	1,184
Sept. 98-Agosto 99	1,121	2,874	1,141	1,164
Oct. 98-Sept. 99	**1,107**	**1,816**	**1,118**	**1,141**

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

Performance Global Compuesto. Retornos Incrementales

Período (año móvil)	Retorno Acumulado BCCH (a)	Retorno Acumulado Comparador (b)	**Retorno Incremental (a-b)**
Julio 98 – junio 99	4,503%	3,855%	0,648%
Agosto 98 – julio 99	4,143%	3,626%	0,517%
Sept. 98 – agosto 99	3,684%	3,228%	0,457%
Oct. 98 – sept. 99	**3,377%**	**3,019%**	**0,358%**

RESULTADO MENSUAL SEPTIEMBRE

En septiembre de 1999 se obtiene un retorno total de 0,366% para la cartera mantenida, que resulta ser inferior en 11,1 puntos base al referente del mercado (0,477%). El valor económico promedio de la cartera mantenida fue de US$ 4.166,3 millones, registrándose ganancias económicas por US$ 15,31 millones de dólares equivalentes (ver Cuadro N° 2). La evolución de los resultados mensuales durante este año ha sido la siguiente:

Resultados Económicos Mensuales cartera de bonos

Mes	Retorno Total BCCH (*) (a)	Retorno Total Comparador (*) (b)	Retorno Incremental (a-b)
Enero 1999	0,582%	0,635%	-0,053%
Febrero 1999	-1,582%	-1,850%	0,268%
Marzo 1999	0,563%	0,602%	-0,038%
Abril 1999	0,448%	0,444%	0,004%
Mayo 1999	-0,717%	-0,908%	0,191%
Junio 1999	-0,370%	-0,434%	0,064%
Julio 1999	-0,280%	-0,209%	-0,071%
Agosto 1999	0,122%	0,047%	0,075%
Septiembre 1999	**0,366%**	**0,477%**	**-0,111%**

(*): Tasas mensuales.

En términos globales la cartera de bonos registró en septiembre una duración promedio de 3,77 años, manteniéndose nuevamente por debajo del valor referencial (4,23 años).

En septiembre se observan nuevas caídas en los precios de los bonos en Europa y alzas en los precios de los bonos de las áreas dólar y yen. El posicionamiento más corto de la cartera mantenida con relación al benchmark, genera menores pérdidas relativas en las áreas libra y euro. Sin embargo, esta postura conservadora también permite beneficiarse en menor grado de las mejoras en los precios en las áreas dólar y yen ocurridas durante la primera quincena del mes, obteniéndose en definitiva un resultado agregado que beneficia en esta oportunidad a la cartera referencial

Durante septiembre la preocupación por eventuales alzas en las tasas de interés de política debido al crecimiento de las economías europeas sigue influyendo en esos mercados, impulsando a la baja los precios de los bonos. En el Reino Unido se observa una baja más acentuada en los precios, influenciado por la decisión del Bank of England el 8 de septiembre de aumentar en 25 puntos base la tasa benchmark de préstamos, situándose en un 5,25%. En los Estados Unidos las expectativas de nuevas alzas en las tasas de interés de política por parte del FED se moderan transitoriamente, asociados a factores coyunturales. En Japón los bonos presentan un buen desempeño, favorecidos por alzas de precios debido a la ausencia de señales claras en la economía que confirmen un despegue y la presión que ejerce un yen fuerte sobre el crecimiento económico.

En el área dólar en septiembre se registró una salida neta de US$ -124,99 millones. Se vendieron US$ 260 millones de bonos cortos y se realizaron compras parciales con predominancia del tramo 1-3 años[6], basados en los resultados de estudios de optimización. En septiembre el retorno incremental para el área fue de -18,2 puntos base, y se explica por las diferencias en composición que no fueron beneficiosas en esta oportunidad ante la trayectoria observada en los rendimientos. La cartera mantenida tiene una posición conservadora, lo que implica que no pudo aprovechar los mayores retornos de los tramos más largos. A fin de mes el 7,4% de las inversiones en dólares correspondían a bonos en el tramo 0-1 año. La duración para esta área monetaria subió a 3,70 años, mientras que la cartera referencial registró un valor de 3,97 años.

En el área euro sólo se efectuaron compras en euros y coronas noruegas entre 1 y 5 años de plazo, por un total de US$ 34,64 millones equivalentes. Durante el mes esta área registra un resultado que supera en 2,5 puntos al comparador, lo que se explica esencialmente por una sobre exposición a los bonos entre 3 y 7 años. La duración de esta área monetaria fue en promedio 4,30 años, mientras que el referente del mercado consideró 5,23 años.

En el área libra, por su parte, no se efectuaron movimientos en septiembre. El retorno incremental fue de 4,9 punto base y se explica por una subexposición a riesgo de tasa de interés en un contexto de alzas en las curvas de rendimientos. La duración promedio para esta área monetaria fue de 3,71 años, mientras que el comparador consideró en septiembre 3,86 años.

En el área yen durante septiembre hubo ventas netas por US$ 16,82 millones equivalentes. Durante el mes nuevamente se efectuó un manejo activo de algunos bonos en dólares australianos entre 1 y 5 años, al realizarse compras y ventas de estas posiciones por AUD 34 millones, aprovechando coyunturas de mercado. Dada las diferencias en composición y duración, la cartera mantenida obtiene menores retornos que la cartera referencial por su menor exposición a tramos de madurez largos que proporcionan ganancias durante el mes. El retorno incremental fue de –101,4 puntos base en septiembre. La cartera mantenida registró una duración promedio de 1,84 años, mientras que en el comparador referencial fue equivalente a 4,91 años.

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

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

En septiembre de 1999 se concluye el mes con una duración total para el portafolio equivalente a 15,57 meses, levemente superior a lo registrado a fines de agosto y por séptimo período consecutivo menor al valor referencial de 17 meses vigente desde inicios de año. En términos relativos, a nivel del corto y el largo plazo se mantienen subexposiciones en duración respecto de los referentes centrales. En el Anexo N° 4 se presentan antecedentes sobre la evolución de la duración.

4. MONEDAS

La composición efectiva de monedas ha presentado la siguiente evolución durante el trimestre julio - septiembre de 1999:

---

[6] También se compraron US$ 25 millones de bonos en el tramo 3-5 años y se realizó un "switch" por US$ 10 millones en el tramo 7-10 años.

[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".

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

Área Monetaria	Julio 99	Agosto 99	Septiembre 99	Estructura Vigente (rangos)
Dólar	**73,45%**	**72,92%**	**72,30%**	66% - 78%
Euro	**18,02%**	**17,98%**	**18,20%**	15% - 21%
Libra	**5,11%**	**5,63%**	**5,69%**	3% - 7%
Yen	**3,42%**	**3,47%**	**3,81%**	0% - 7%

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

5. RIESGO BANCARIO

En promedio el uso del riesgo bancario en septiembre fue un 44,75% (44,50% en agosto), excluyendo el portafolio de oro, caja independiente, administradores externos y posición en el Fondo Monetario Internacional. La nueva estructura referencial vigente desde inicios de enero contempla un 40% como valor central.

6. SEPTIEMBRE 99. COMPARACIÓN DE RESULTADOS CON ADMINISTRADORES EXTERNOS DE CARTERA

Septiembre constituye el primer mes de operaciones de nuestros tres administradores externos de cartera luego del período de puesta en marcha. Por tal razón, constituyen los primeros resultados comparables, beneficiando en esta oportunidad a la administración interna en términos contables y a Morgan Grenfell en términos económicos.

Desempeño Contable. Septiembre 1999

Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental	Índice Performance
1°	**Banco Central**	5,479%	5,516%	-0,037%	0,993
2°	**J.P. Morgan**	5,461%	5,516%	-0,054%	0,990
3°	**M. Grenfell**	5,095%	5,516%	-0,420%	0,924
4°	**F F T & W**	4,790%	5,516%	-0,725%	0,868

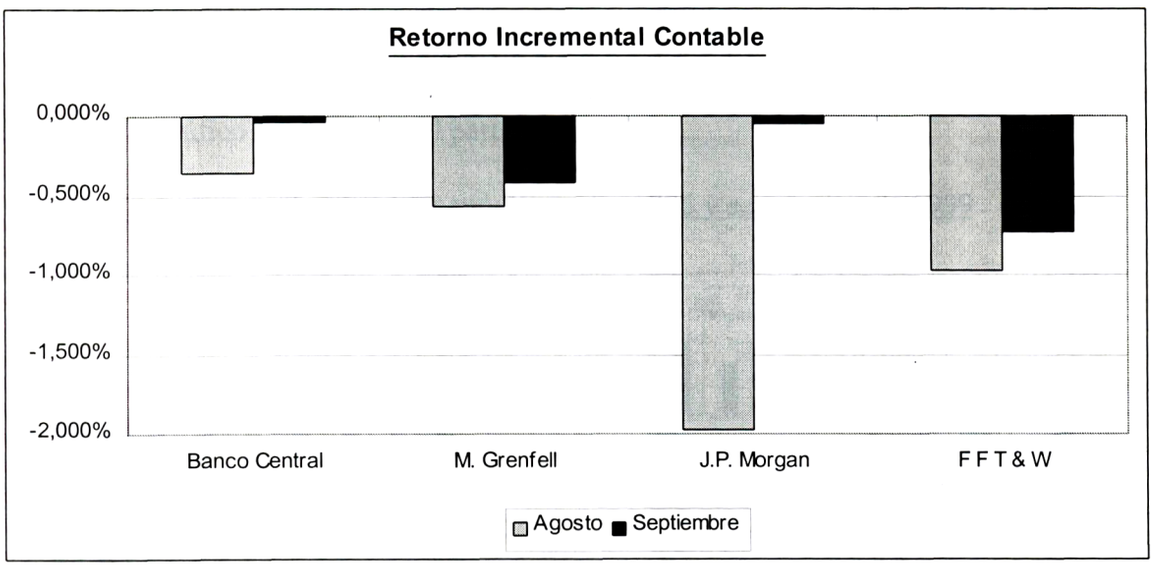
Nota: Tasas de retorno anualizadas.

Desempeño Económico. Septiembre 1999

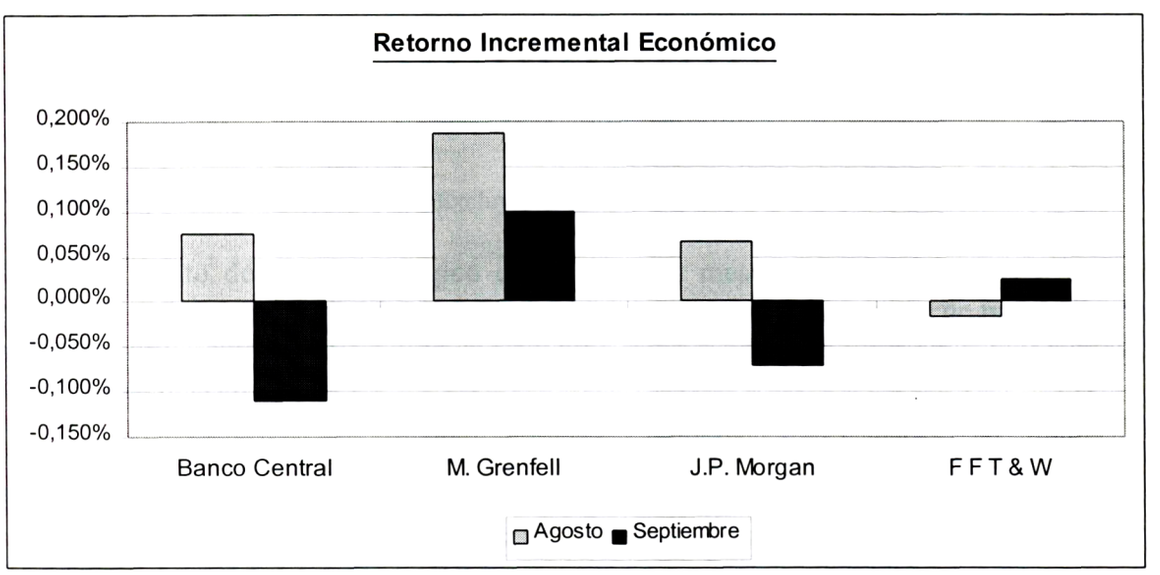
Ranking	Institución	Retorno Mes	Comparador Referencial	Retorno Incremental	Índice Performance
1°	**M. Grenfell**	0,576%	0,477%	0,099%	1,208
2°	**F F T & W**	0,502%	0,477%	0,025%	1,052
3°	**J.P. Morgan**	0,406%	0,477%	-0,071%	0,851
4°	**Banco Central**	0,366%	0,477%	-0,111%	0,767

Nota: Tasas de retorno mensuales.

La evolución que han experimentado los retornos incrementales durante los primeros dos meses de operaciones se ilustran a continuación.



Nota: Tasas anualizadas.



Nota: Tasas mensuales.

7. CAJA

La caja en moneda extranjera independiente del portafolio generó durante el mes de septiembre ingresos nominales por US$ 1,02 millones, provenientes en un 100% de operaciones over-night y week-end. Dichos retornos representan un retorno nominal anualizado de 5,25% (5,06% durante agosto), el que comparado con la tasa referencial determina un índice de gestión para el mes de septiembre de 1,00.

El saldo promedio mantenido en caja durante el mes fue equivalente a US$ 170,77 millones. Adicionalmente, se efectuaron traspasos netos de recursos por US$ 350 millones desde el portafolio de inversiones hacia la caja.

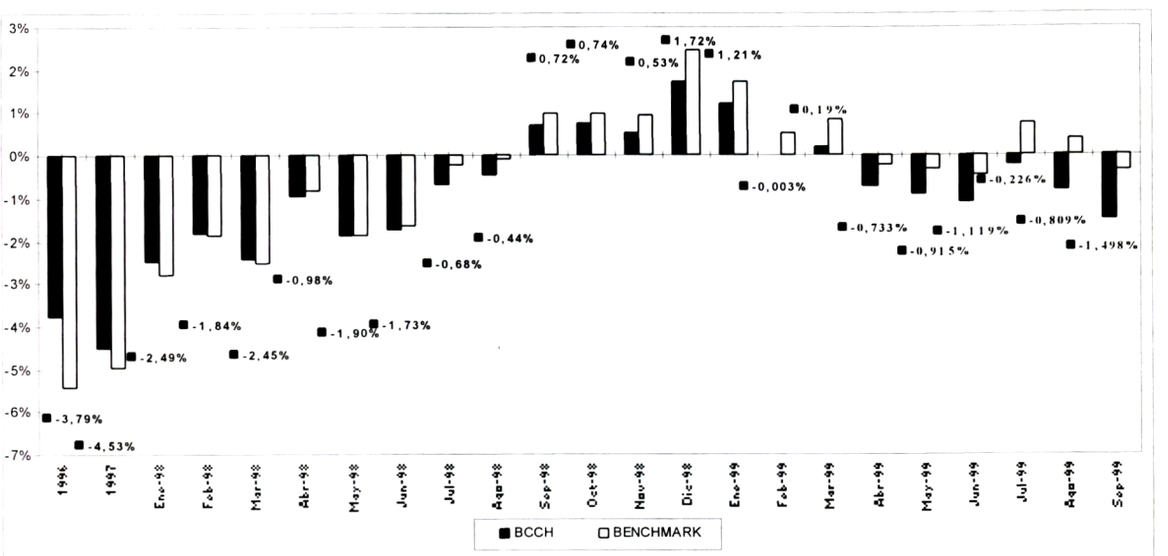
8. EFECTO PARIDAD

Desde abril de 1998 el efecto paridad favorece -en términos de años móviles- a la estructura referencial por sobre la cartera mantenida. Durante los últimos 8 períodos esto es atribuible esencialmente al área yen y en menor medida al área euro, que han presentado desviaciones respecto de la estructura referencial. En el caso del área yen se ha mantenido una posición corta pese a evidenciarse un fortalecimiento relativo de la divisa (27,8% para los 12 meses finalizados en septiembre). En el caso del área euro, por su parte, se registra

una sobre exposición que ha venido reduciéndose en meses recientes, en un contexto que se ha caracterizado por un debilitamiento de la divisa respecto del dólar.

El siguiente gráfico ilustra sobre el particular:

Efecto Paridad años móviles entre 1996 y septiembre de 1999



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

Desde un punto de vista estratégico en los últimos meses se ha tendido hacia el valor neutral en el área euro. En el área yen, por su parte, se mantiene la visión de privilegiar una posición corta[8], ante la expectativa de reinvertir estos recursos en otras áreas monetarias en condiciones más atractivas.

9. ORO CERTIFICADO

Para los 12 meses finalizados en septiembre se registraron 18.039,92 onzas de oro como utilidad, producto de depósitos a plazo sobre una cartera promedio de 1.215.787 onzas. Esto representa una tasa de retorno equivalente al 1,495% en términos anualizados, que supera en 11,2 puntos base al rendimiento referencial y permite alcanzar un índice de performance de 1,081.-

La cartera mantenida registra, en promedio, un 10,49% de renovaciones mensuales. En consecuencia, los retornos efectivos de cada mes tienden a ser un retorno ponderado de tasas observadas en meses recientes.

En promedio, los forwards de tasa vigente durante septiembre representaron el 3,35% del portafolio de oro. Por otra parte, durante el mes se perfeccionaron ventas forward por 254.000 onzas (aproximadamente 8 toneladas), dándose cumplimiento en su integridad a las instrucciones recibidas sobre el particular. El precio promedio ascendió a US$ 279,08 por onza.

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

CUADRO N° 1

INGRESOS NOMINALES DEL PORTAFOLIO DE DIVISAS. (*)
RETORNO EFECTIVO VERSUS BENCHMARK
(Septiembre 1999)

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	72,502%	42.703.645	690.532	43.394.178	5,524%	5,730%	5,857%	5,768%	0,958	-0,244%
EURO	17,943%	6.445.932	0	6.445.932	3,283%	2,915%	4,528%	3,398%	0,966	-0,116%
YENS	3,733%	814.515	288.886	1.103.401	2,694%	0,044%	0,960%	0,319%	8,454	2,375%
LIBRAS	5,821%	3.367.641	0	3.367.641	5,335%	5,631%	5,952%	5,727%	0,931	-0,392%
TOTAL	100,00%	53.331.733	979.418	54.311.152	5,001%	4,878%	5,516%	5,069%	0,987	-0,068%
INSTRUMENTOS										
DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS (g)	69,272%	35.991.632	75.493	36.067.125	4,790%	4,878%			0,982	-0,088%
BONOS	30,728%	17.340.101	903.925	18.244.027	5,479%		5,516%		0,993	-0,037%
TOTAL	100,00%	53.331.733	979.418	54.311.152	5,001%			5,069%	0,987	-0,068%
Promedio activos en divisas US$ (a)	13.327.835.165									

(*) Excluye oro y caja independiente. Dólares equivalentes según tipo de cambio promedio del período.
(Fuente: Informativo del Depto. de Publicaciones del BCCH)

(a) Fuente: Saldos de los registros contables del BCCH.
(b) Intereses devengados contablemente en el período, incluyendo amortización de premios (pérdidas) y capitalización de descuentos (ganancias). Incluye US$ 86.817,17 de intereses por operaciones de Securities Lending.
(c) Corresponde a ganancias netas realizadas (utilidades menos pérdidas), producto de ventas de instrumentos en el período. Esto es, valor de venta menos valor contable de las mismas.
(d) Promedio de tasas Libid para Riesgo Bancario y tasas Fixbis para Riesgo Soberano y Supranacional de corto plazo. En ambos casos el plazo considerado es 6 meses. Tasa Referencial Total de corto plazo pondera en un 57,14 % tasas Libid y en un 42,86 % tasas Fixbis.Composición de monedas: Dólar (72,14%); DM (17,14%); Yen (6,42%) y LE (4,28%).
(e) Rendimientos diarios (Yield to Maturity) de índices de Bonos JP Morgan Dólar, DM, Yen y LE, ponderados en un 71,67%; 20%;1,67% y 6,67% respectivamente. Se utilizan los índices para tramos de madurez: 1 - 3 años y 7 - 10 años.
(f) Ponderada por estructura Benchmark Corto Plazo 70% y Bonos 30%.
(g) Incluye CD'S, BA'S, Letras del Tesoro,Papeles Comerciales, Depósitos a Plazo y FRN.

PORTAFOLIO DE BONOS VALORADO A PRECIOS DE MERCADO - RETORNO TOTAL SEPTIEMBRE 1999

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		73,42%	3.049.521.181	0,667%	20.392.516	0,849%	-0,182%	
MARCOS ALEMANES	1,863	0,27%	21.080.273	0,188%	39.645	-0,346%	0,025%	(*)
YENES JAPONESES	106,992	1,10%	4.909.842.267	0,227%	11.357.537	1,250%	-1,014%	(*)
LIBRAS ESTERLINAS	0,655	5,13%	139.356.607	-1,206%	-1.683.112	-1,255%	0,049%	
CORONA DANESA	7,080	0,61%	177.996.917	-0,133%	-232.666			
DOLAR AUSTRALIANO	1,541	0,09%	14.741.571	0,339%	50.060			
CORONA NORUEGA	7,833	0,04%	77.232.660	-0,067%	-38.825			
EURO	0,953	19,33%	764.278.808	-0,334%	-2.509.644			

TOTAL	100,00%	US Dollars		US Dollars Equivalentes	0,477%	-0,111%
		4.166.290.546	0,366%	15.312.286		

VALOR PROMEDIO CARTERA BONOS (US$)	4.166.290.546

DURACION PROMEDIO MENSUAL (AÑOS)	3,773	4,231

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

	US Dollar		*D. Mark*		*YENS*		*Libras Esterlinas*		*EURO*	*Coronas Noruegas*	*Coronas Danesas*	*Dólar Neozelandés*	*Dólar Australiano*
	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	JP Morgan	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH	BCCH
Oct-98	2,594	2,342	2,971	2,782	2,634	2,838	2,645	2,514	2,581	-	-	-	-
Nov-98	2,850	2,344	3,051	2,740	2,585	2,777	2,570	2,480	2,816	-	2,077	-	-
Dic-98	3,116	2,367	3,203	2,778	2,775	2,748	2,741	2,732	4,190	-	2,048	-	-
Ene-99	3,451	4,003	2,013	5,627	2,666	4,818	2,990	4,149	3,730	-	1,046	-	-
Feb-99	3,902	3,983	1,979	5,656	2,573	4,768	3,467	4,076	4,466	-	0,987	-	-
Mar-99	3,944	3,962	1,916	5,656	1,663	4,814	4,154	4,071	4,451	-	0,907	-	-
Abr-99	3,857	3,926	1,833	5,576	1,188	4,940	4,185	4,006	4,913	-	0,817	-	-
May-99	3,794	3,956	1,737	5,560	1,098	4,889	3,993	3,932	4,711	-	0,743	-	-
Jun-99	3,709	3,954	1,652	5,455	1,026	4,964	3,868	3,887	4,643	-	4,770	-	3,361
Jul-99	3,680	3,917	1,589	5,435	0,951	4,994	3,783	3,968	4,555	-	4,407	-	3,319
Ago-99	3,611	3,949	1,504	5,300	0,868	4,924	3,726	3,884	4,486	1,629	3,764	-	3,355
Sep-99	3,698	3,972	1,422	5,226	1,773	4,912	3,709	3,863	4,370	1,523	3,670	-	2,603

a: Corresponde al promedio de las paridades utilizadas en el mes de Septiembre 1999. Fuente: Bloomberg

b: Participación promedio de cada moneda respecto a la cartera total de bonos, durante Septiembre 1999.

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

d: Corresponde a la composición de los retornos diarios registrados durante Septiembre 1999. 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 1999.

f: Promedio Ponderado de los Retornos Totales de los Índices JP Morgan. Se utilizan los indices de entre 1- 3 y 7-10 años en todos las áreas. En el caso del Dólar Americano, son ponderados en un 51,16% y 48,84% respectivamente.
Para Yens, Marcos, y Libras los indices son ponderados en un 50,00% y 50,00% respectivamente.
El Retorno Benchmark Total utiliza los siguientes ponderadores por moneda: US$ (71,6667%); DEM(20%); YEN(1,6667%); GBP (6,6667%).

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

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

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

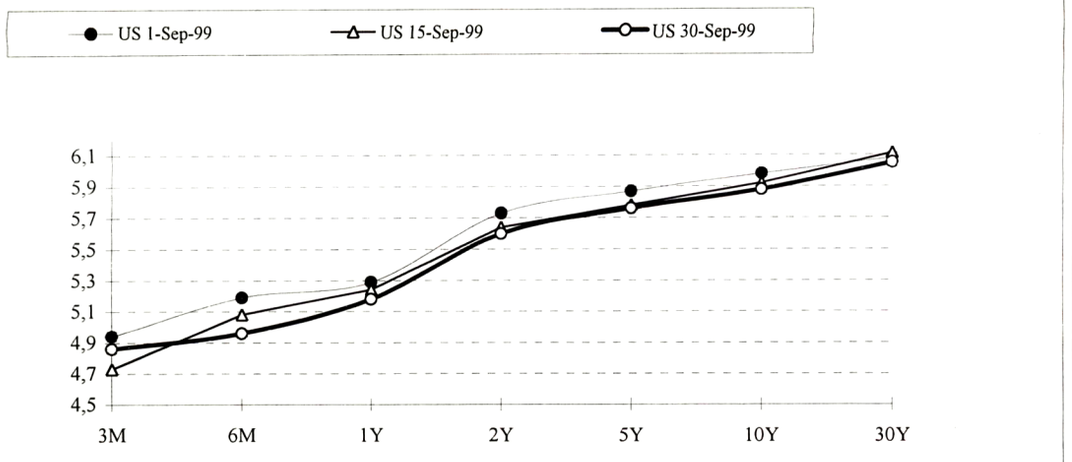
(**): El comparador para la duración de la Corona Sueca es la duración del JP Morgan para la Libra Esterlina.

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

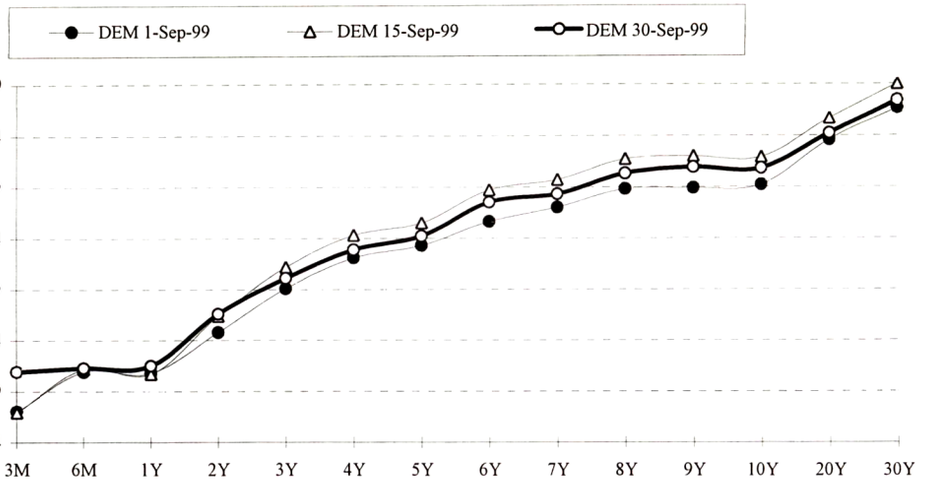
Depto. Evaluación de Gestión y Riesgo
ARZ 26/10/99

CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK
SEPTIEMBRE 1999

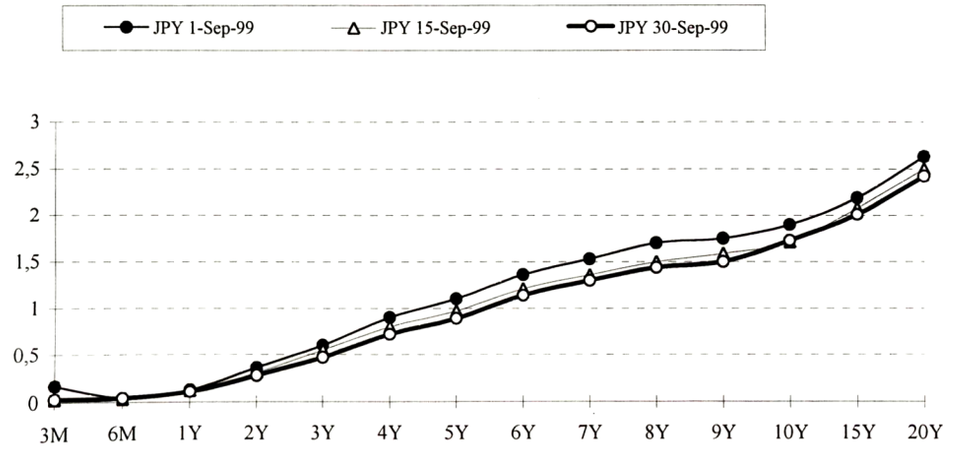
Curva de Rendimiento Bonos USA (Septiembre 1999)



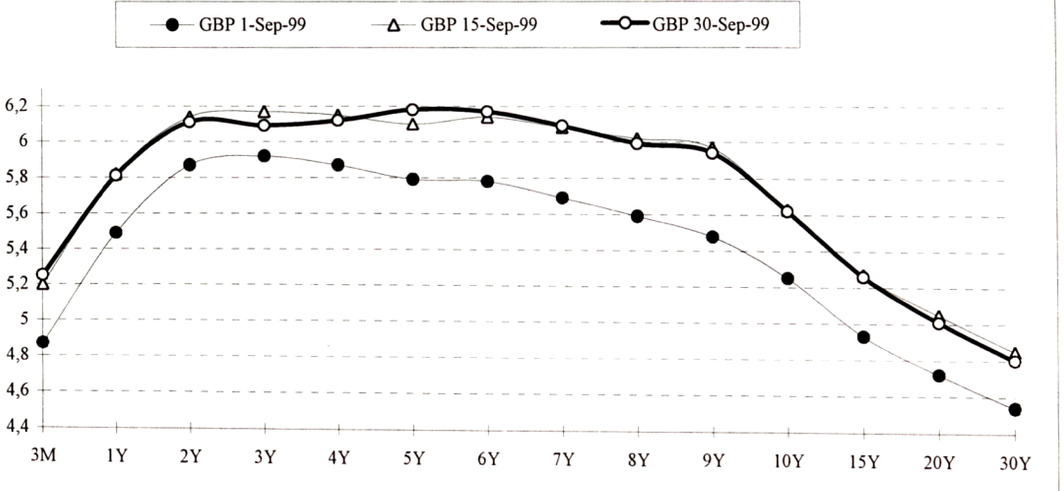
Curva de Rendimiento Bonos DEM (Septiembre 1999)



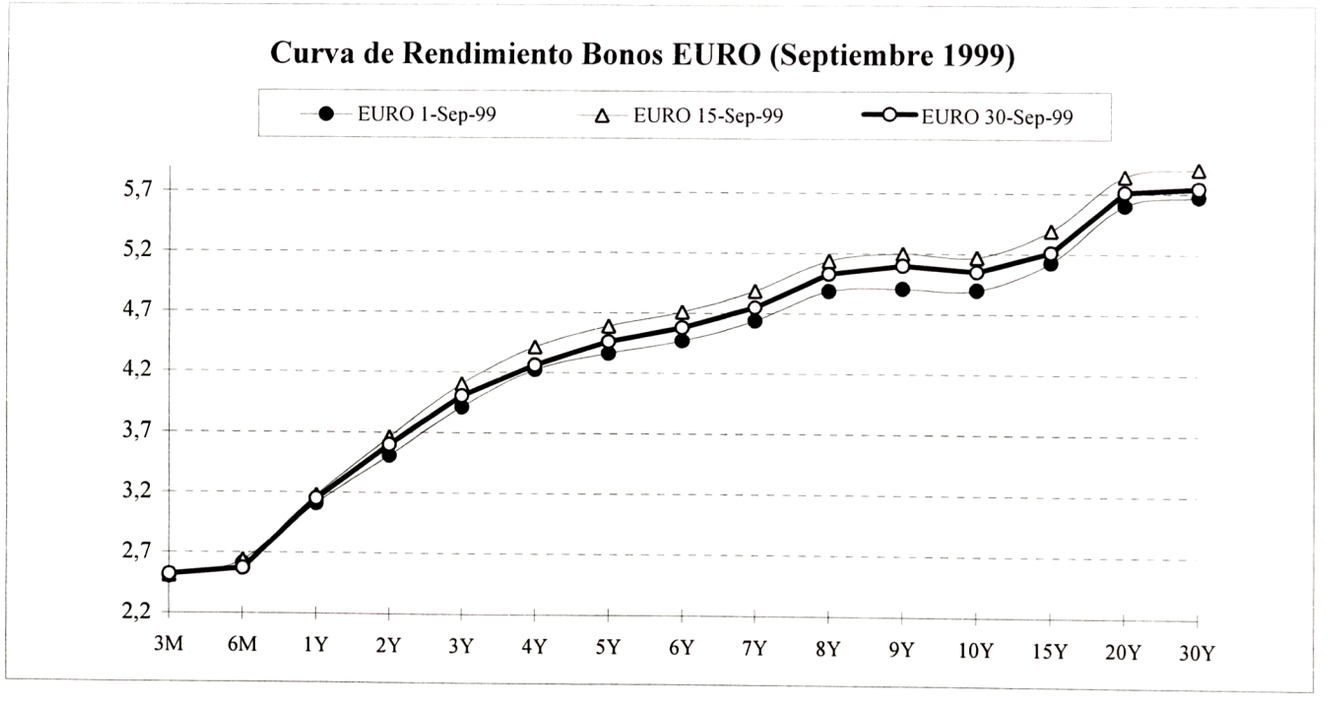
Curva de Rendimiento Bonos YEN (Septiembre 1999)



Curva de Rendimiento Bonos GBP (Septiembre 1999)



CURVAS DE RENDIMIENTO BENCHMARK SEPTIEMBRE 1999



ANEXO N° 1

ADMINISTRACIÓN INTERNA

RESULTADOS CONTABLES PARA EL CORTO PLAZO

Retornos mensuales por área monetaria

Riesgo Bancario

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Agosto '99	**Septiembre '99**	Agosto '99	**Septiembre '99**	Agosto '99	**Septiembre '99**
Dólar	5,302%	**5,398%**	5,722%	**5,816%**	-0,420%	**-0,418%**
Euro	3,110%	**3,097%**	2,923%	**2,981%**	0,187%	**0,116%**
Libra	5,541%	**5,536%**	5,469%	**5,727%**	0,072%	**-0,191%**
Yen	4,849%	**5,044%**	0,064%	**0,047%**	4,785%	**4,997%**
Total	4,888%	**4,972%**	4,868%	**4,955%**	0,021%	**0,016%**

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

Riesgo Soberano y Supranacional

Área Monetaria	Retorno Efectivo		Retorno Referencial		Retorno Incremental	
	Agosto '99	**Septiembre '99**	Agosto '99	**Septiembre '99**	Agosto '99	**Septiembre '99**
Dólar	5,165%	**5,291%**	5,522%	**5,616%**	-0,357%	**-0,325%**
Euro	2,657%	**2,715%**	2,777%	**2,826%**	-0,120%	**-0,111%**
Libra	4,943%	**5,138%**	5,238%	**5,503%**	-0,295%	**-0,365%**
Yen	0,723%	**0,589%**	0,027%	**0,040%**	0,696%	**0,549%**
Total	4,377%	**4,459%**	4,686%	**4,775%**	-0,309%	**-0,316%**

Nota : Retornos anualizados en base a 360 días.

ANEXO N° 2

SPREAD LIBID OCTUBRE 1998 - SEPTIEMBRE 1999

(PROMEDIOS MENSUALES)

	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
360 - 180	Octubre 98	-0,23	-0,31	-0,05	0,08	-0,02	-0,11	
	Noviembre 98	-0,08	-0,30	-0,07	0,10	-0,04	-0,15	
	Diciembre 98	-0,06	-0,35	-0,08	0,06	-0,06	-0,11	
	Enero 99	0,05	-0,20	-0,07	0,13	-0,06	-0,15	-0,05
	Febrero 99	0,17	-0,09	0,00	0,13	-0,03	-0,05	-0,03
	Marzo 99	0,24	0,00	-0,01	0,14	-0,01	0,03	0,00
	Abril 99	0,19	0,04	-0,01	0,13	0,00	0,03	0,00
	Mayo 99	0,29	0,09	0,06	0,17	0,05	0,03	0,06
	Junio 99	0,36	0,21	0,15	0,28	0,15	0,05	0,15
	Julio 99	0,16	0,21	0,13	0,20	0,13	0,04	0,13
	Agosto 99	0,17	0,30	0,19	0,21	0,19	0,06	0,19
	Septiembre 99	0,11	0,35	0,20	0,30	0,20	0,05	0,18
180 - 90	Octubre 98	-0,21	-0,22	-0,02	0,07	-0,01	0,01	
	Noviembre 98	-0,18	-0,24	-0,04	0,03	-0,03	0,00	
	Diciembre 98	-0,15	-0,29	-0,06	0,02	-0,04	0,04	
	Enero 99	0,01	-0,24	-0,03	0,13	-0,04	0,01	-0,04
	Febrero 99	0,05	-0,13	-0,08	0,09	-0,05	0,00	-0,04
	Marzo 99	0,07	-0,06	0,00	0,06	-0,01	0,00	-0,03
	Abril 99	0,05	-0,03	0,02	0,06	0,01	0,03	0,01
	Mayo 99	0,10	-0,01	0,03	0,07	0,03	0,01	0,02
	Junio 99	0,19	0,01	0,05	0,10	0,05	0,00	0,05
	Julio 99	0,30	0,17	0,21	0,32	0,21	0,06	0,21
	Agosto 99	0,40	0,34	0,36	0,44	0,36	0,06	0,36
	Septiembre 99	0,40	0,45	0,40	0,41	0,40	0,05	0,40
90 - 30	Octubre 98	-0,04	-0,19	0,07	0,15	0,05	0,13	
	Noviembre 98	0,11	-0,04	0,11	0,25	0,08	0,15	
	Diciembre 98	-0,33	-0,13	-0,06	-0,02	-0,06	-0,03	
	Enero 99	0,02	-0,17	-0,02	0,16	-0,02	0,15	-0,02
	Febrero 99	0,05	-0,15	-0,02	0,08	-0,05	0,11	-0,04
	Marzo 99	0,06	-0,09	-0,01	0,08	-0,01	0,00	-0,01
	Abril 99	0,08	-0,04	0,01	0,06	0,01	0,02	0,03
	Mayo 99	0,11	-0,03	0,02	0,04	-0,03	0,00	0,02
	Junio 99	0,14	0,03	0,02	0,04	0,02	0,00	0,02
	Julio 99	0,13	0,04	0,04	0,11	0,04	0,00	0,04
	Agosto 99	0,16	0,11	0,08	0,13	0,08	0,00	0,08
	Septiembre 99	0,16	0,20	0,13	0,11	0,13	0,00	0,13

LIBID OCTUBRE 1998 - SEPTIEMBRE 1999

(PROMEDIOS MENSUALES)

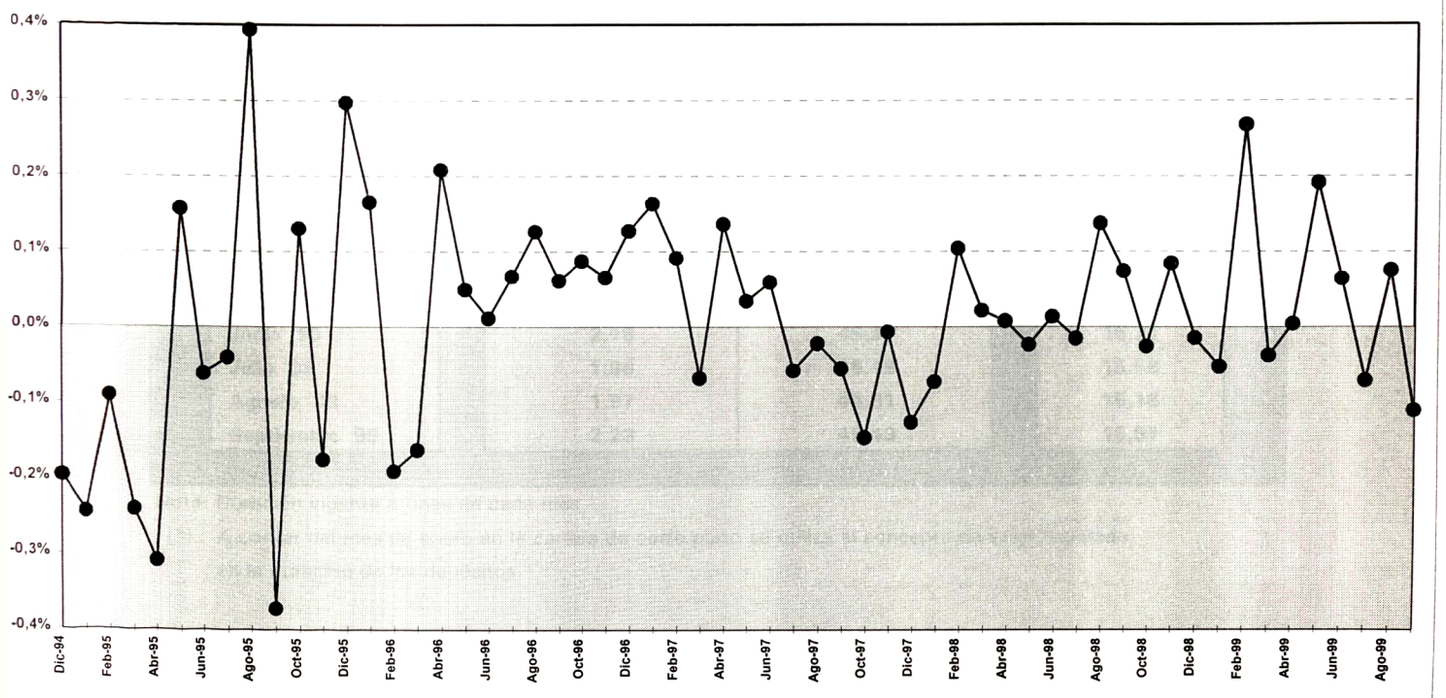
	MES	US$	LE	DM	FS	FF	YEN	EURO
LIBID 90	Octubre 98	5,15	7,10	3,44	1,20	3,42	0,45	
	Noviembre 98	5,20	6,86	3,50	1,41	3,46	0,49	
	Diciembre 98	5,12	6,38	3,26	1,41	3,24	0,49	
	Enero 99	4,88	5,80	3,03	1,16	3,04	0,54	3,03
	Febrero 99	4,87	5,42	2,98	1,14	2,99	0,32	2,97
	Marzo 99	4,88	5,29	2,93	1,18	2,94	0,08	2,95
	Abril 99	4,87	5,19	2,61	0,91	2,60	0,03	2,62
	Mayo 99	4,89	5,22	2,47	0,89	2,48	0,00	2,47
	Junio 99	5,03	5,10	2,52	0,95	2,52	0,00	2,52
	Julio 99	5,19	5,04	2,57	1,08	2,57	0,00	2,57
	Agosto 99	5,32	5,13	2,57	1,00	2,57	0,00	2,57
	Septiembre 99	5,42	5,28	2,58	1,02	2,58	0,00	2,58
LIBID 180	Octubre 98	4,94	6,88	3,42	1,27	3,41	0,46	
	Noviembre 98	5,02	6,62	3,46	1,44	3,43	0,49	
	Diciembre 98	4,98	6,09	3,20	1,42	3,19	0,53	
	Enero 99	4,89	5,56	3,00	1,28	3,00	0,55	2,98
	Febrero 99	4,92	5,29	2,90	1,23	2,93	0,32	2,93
	Marzo 99	4,96	5,22	2,93	1,25	2,93	0,08	2,92
	Abril 99	4,93	5,17	2,63	0,97	2,61	0,06	2,63
	Mayo 99	4,99	5,21	2,50	0,95	2,50	0,01	2,50
	Junio 99	5,22	5,11	2,57	1,04	2,57	0,00	2,57
	Julio 99	5,48	5,21	2,77	1,40	2,77	0,06	2,77
	Agosto 99	5,72	5,47	2,92	1,44	2,92	0,06	2,92
	Septiembre 99	5,82	5,73	2,98	1,43	2,98	0,05	2,98
LIBID 360	Octubre 98	4,71	6,57	3,37	1,35	3,39	0,35	
	Noviembre 98	4,93	6,33	3,40	1,53	3,39	0,34	
	Diciembre 98	4,91	5,74	3,12	1,49	3,14	0,42	
	Enero 99	4,95	5,36	2,94	1,41	2,94	0,40	2,94
	Febrero 99	5,09	5,21	2,90	1,36	2,90	0,27	2,90
	Marzo 99	5,20	5,22	2,92	1,39	2,92	0,12	2,92
	Abril 99	5,12	5,20	2,61	1,10	2,61	0,09	2,63
	Mayo 99	5,28	5,30	2,56	1,12	2,56	0,04	2,56
	Junio 99	5,58	5,33	2,71	1,32	2,71	0,05	2,71
	Julio 99	5,65	5,42	2,91	1,60	2,91	0,10	2,91
	Agosto 99	5,90	5,77	3,11	1,65	3,11	0,13	3,11
	Septiembre 99	5,92	6,07	3,18	1,73	3,18	0,10	3,16

FUENTE: Reuters y Bloomberg.

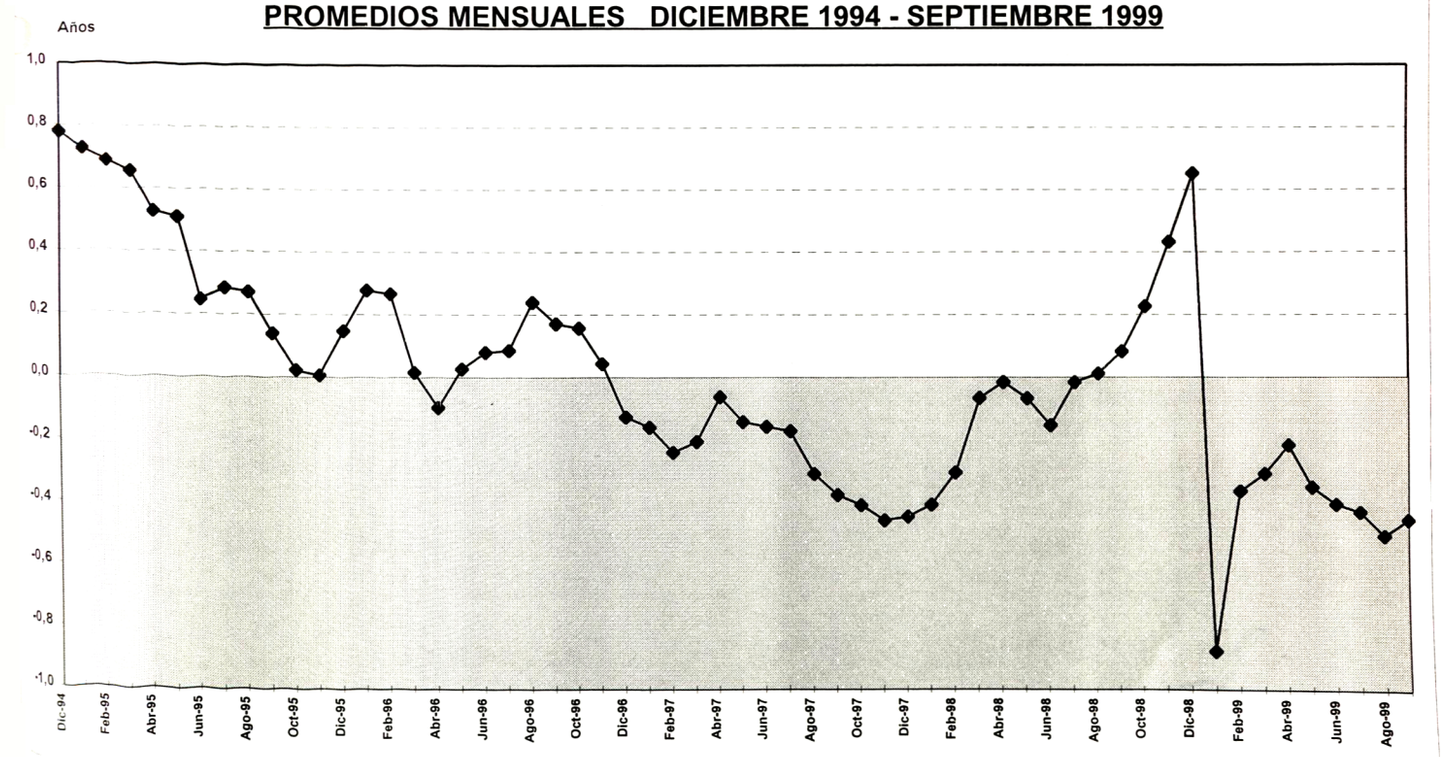
ANEXO N° 3

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

RETORNO INCREMENTAL MENSUAL (MARK TO MARKET)
DICIEMBRE 1994 - SEPTIEMBRE 1999



DURACIÓN INCREMENTAL RESPECTO DEL BENCHMARK
PROMEDIOS MENSUALES DICIEMBRE 1994 - SEPTIEMBRE 1999



ANEXO Nº 4

DURACIÓN MODIFICADA DEL PORTAFOLIO

(Octubre 1998 a Septiembre 1999)

MESES

MES	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL
Octubre 98	3,49	32,54	11,89
Noviembre 98	4,28	34,57	13,15
Diciembre 98	4,60	39,78	15,18
Enero 99 (*)	2,49	42,67	14,6
Febrero 99	2,89	49,16	18,25
Marzo 99	2,76	47,74	16,47
Abril 99	2,47	47,53	16,43
Mayo 99	2,27	46,59	15,65
Junio 99	2,18	45,91	16,21
Julio 99	1,96	45,19	15,58
Agosto 99	1,97	44,31	15,16
Septiembre 99	2,23	45,43	15,57

Nota: Duración vigente a fines de cada mes.

(*) : A contar del mes de enero en la cartera de corto plazo se utiliza el concepto de valor esperado en la duración de los depósitos.