



INDICE ACTA N° 1161
04 de noviembre de 2004

- 1161-01-041104 Sr.Claudio Vicuña Urqueta – Nombramiento de Secretario Técnico Subrogante de la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas – Complementa Acuerdo N° 943-01-011018 – Memorándum N° 49 de la Gerencia General.
- 1161-02-041104 Regalmento de Personal – Reemplaza Título VII y los Reglamentos Operativos - Memorándum N° 50 de la Gerencia General.
- 1161-03-041104 Feriado para la Región Metropolitana fijado para el día 19 de noviembre de 2004 – Memorándum N° 51 de la Gerencia General.



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 1161
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 4 de noviembre de 2004

En Santiago de Chile, a 4 de noviembre de 2004, siendo las 12.00 hrs. se celebra la Sesión Ordinaria N° 1161 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asisten además los señores:

Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Gestión y Desarrollo Subrogante,
don Luis González Bannura;
Revisor General, don Mario Ulloa López;
Gerente de Recursos Humanos, doña Cecilia Feliú Carrizo, y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se deja expresa constancia que el señor Gerente General don Camilo Carrasco Alfonso se integró a la sesión a las 12:30 horas.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria N° 1159, celebrada el 21 de octubre de 2004.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria N° 1159, celebrada el 21 de octubre de 2004, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Temas tratados:

- Nombramiento Secretario Técnico Subrogante de la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas.
- Reglamento de Personal – Reemplaza Título VII sobre Capacitación.
- Feriado para la Región Metropolitana fijado para el día 19 de noviembre de 2004.
- Informe de Rendimiento de Activos en Divisas – tercer trimestre de 2004.



1161-01-041104 – Sr. Claudio Vicuña Urqueta - Nombramiento de Secretario Técnico Subrogante de la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas – Complementa Acuerdo N° 943-01-011018 – Memorándum N° 49 de la Gerencia General.

El Gerente General Subrogante, don Miguel Angel Nacrur, señala que el artículo 11 de la Ley N° 18.525 de 1986, estableció la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas. Dicha Comisión está integrada entre otros personeros, por dos representantes del Banco Central de Chile designados por el Consejo. También establece dicha ley que el Banco Central de Chile será la Secretaría Técnica de esa Comisión.

Asimismo, el artículo 9° del Reglamento de la Ley N° 18.525, antes citada, dictado por Decreto Supremo de Hacienda N° 575, publicado en el Diario Oficial el 20 de agosto de 1993, establece que “la Comisión dispondrá de una Secretaría Técnica en el Banco Central de Chile, dirigida por la persona que designe su Consejo”.

Agrega el señor Nacrur, que mediante Acuerdo N° 287-02-930520 modificado por Acuerdo N° 618-02-970807 se creó el cargo de Secretario Técnico de la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas y que, por Acuerdo N° 943-01-011018, se designó al señor Juan Eduardo Chackiel Torres en el cargo de Secretario Técnico de la Comisión mencionada.

En atención a la importancia que reviste este cargo para el funcionamiento de las labores de la referida Comisión, indica el señor Nacrur que el Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic ha propuesto la designación de un Secretario Técnico Subrogante, a fin de que ejerza esa función en caso de ausencia o imposibilidad del titular, para lo cual sugiere al señor Claudio Vicuña Urqueta. Dicha Gerencia de División presentó el proyecto de acuerdo en su oportunidad, en una Sesión de Pre-Consejo.

En virtud de lo anterior, el Consejo acuerda complementar el Acuerdo N° 943-01-011018 en el sentido de establecer, que en caso de ausencia o imposibilidad del Secretario Técnico de la Comisión Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas, lo subrogará en dicha función el señor Claudio Vicuña Urqueta.

1161-02-041104 – Reglamento de Personal – Reemplaza Título VII y los Reglamentos Operativos – Memorándum N° 50 de la Gerencia General.

El Gerente General Subrogante, señor Miguel Angel Nacrur, señala que corresponde al Consejo aprobar el Reglamento de Personal a que se refieren los artículos 18 N° 6 y 81 de la Ley Orgánica Constitucional.

49



Manifiesta también, que en diciembre de 2003 el Consejo aprobó la Planificación Estratégica del período 2004 – 2005, documento que contiene las directrices y los planes de trabajo de las diferentes unidades. Agrega, el señor Nacrur que, entre las directrices mencionadas, se encuentra la referida al desarrollo de los recursos humanos (directriz 8) y dentro de ésta, la revisión de la política de capacitación del Banco en sus distintas instancias.

Señala también, que en septiembre de 2004 el Consejo aprobó una nueva etapa de modernización administrativa del Banco Central de Chile, la que contempla, además de las directrices y medidas de política general, el Plan de Modernización Administrativa con un detalle de los proyectos prioritarios, su calendario, responsabilidades en su ejecución, plazos y el producto final que el Consejo espera obtener de cada proyecto específico.

Agrega además, que entre los proyectos prioritarios de este Plan de Modernización se consideró el establecimiento de una nueva Normativa de Capacitación del Personal, que reemplace al actual Título VII del Reglamento de Personal que se refiere a esta materia. Para el desarrollo de este Proyecto, cuyo contenido se somete a consideración del Consejo, se designó a la Sra. Gerenta de Recursos Humanos y al Sr. Gerente General en carácter de responsable del mismo.

A continuación, el señor Nacrur solicitó a la Gerenta de Recursos Humanos doña Cecilia Feliú que se refiera a los principales aspectos de esta nueva normativa de Capacitación.

La señora Feliú hace presente, que el nuevo Título VII del Reglamento de Personal consta de Normas Generales y de Reglamentos Operativos, tal como se indica en los documentos que se acompañan y que forman parte integrante de la presente Acta.

Señala la señora Gerenta, que en las Normas Generales que contiene dicho Título, se hace referencia a la Política de Capacitación. También se establece, que al Gerente General, a propuesta del Gerente de División Gestión y Desarrollo y del Gerente de Recursos Humanos, le corresponde aprobar los Reglamentos Operativos para hacer efectivo el cumplimiento de las políticas y normas del Reglamento. No obstante lo anterior, indica que al Consejo le corresponderá aprobar el Reglamento Operativo "Programas de Desarrollo"; y el Plan Anual de Capacitación propuesto por el Gerente General. Dicha propuesta será el resultado del diagnóstico de las necesidades de capacitación preparado por la Gerencia de Recursos Humanos con consulta a las Gerencias de División, y que el Gerente General aprobará anualmente. Asimismo, señala que el Consejo aprobará con la misma periodicidad las normas generales de capacitación contenidas en el presente Reglamento, junto con los planes de capacitación resultantes de la formulación presupuestaria anual.

En las Instrucciones Generales se señala, que cada División o Gerencia no dependiente de División evaluará sus necesidades de capacitación entre los meses de septiembre y octubre de cada año; y los programas definidos en el Plan Anual de Capacitación tendrán por objetivo certificar actividades estratégicas para la institución, actualizar e incorporar nuevos conocimientos, así como también desarrollar y fortalecer habilidades específicas de los funcionarios del Banco. Las actividades de capacitación y la administración de su presupuesto, deberán ser patrocinadas y de responsabilidad de los Gerentes de División o de Área, según corresponda. Asimismo señala que las actividades de capacitación serán coordinadas por la Gerencia de Recursos Humanos, la que también centralizará la información y controlará el

4
De.



avance del presupuesto, según lo establezca el Reglamento Operativo en su sección sobre "Aspectos Administrativos de la Capacitación". Se indica además, que podrán participar en actividades de capacitación todos los funcionarios que posean contrato indefinido o a plazo fijo que cumplan con los requisitos establecidos en las políticas, procedimientos y reglamentos operativos de capacitación. También se resalta que el Banco otorgará las facilidades correspondientes para participar en las actividades de capacitación, en tanto no afecten las obligaciones y funciones del trabajador respecto de la Institución. Las actividades de capacitación no otorgan a sus participantes derecho a promoción, ascenso, revisión o incremento de renta, salvo que esté expresamente señalado en el respectivo Reglamento Operativo. La Gerencia de Recursos Humanos elaborará semestralmente un informe de gestión el cual dará a conocer el estado de avance de los Planes de Capacitación, la inversión realizada, el nivel de actividad y de calidad de las actividades, incluyendo además los principales indicadores relativos a la capacitación de cada centro de costo

Por otra parte, dentro de los programas de capacitación se mencionan aquéllos orientados al cargo y temas específicos, que se denominan respectivamente: Programas orientados al cargo y temas específicos; Programa de Capacitación Institucional; y Programas de Desarrollo, que tienen como objetivo ofrecer actividades que promuevan el perfeccionamiento, formación y preparación del personal del Banco, con potencial, dispuesto a asumir nuevas responsabilidades a futuro. Un subconjunto de estos programas comprende principalmente los estudios de post grado, pasantías por más de 90 días y visitas de investigadores asociados del extranjero, todos los cuales deberán ser autorizados por el Comité de Becas que está integrado por el Presidente del Banco Central, quien lo presidirá; el Vicepresidente, un Consejero, que se determinará por orden de antigüedad; el Gerente General; un distinguido académico externo y el Gerente de Recursos Humanos, en calidad de Secretario Ejecutivo, sin derecho a voto. (Reglamento Operativo "Programa de Desarrollo"); y finalmente el "Programa de Capacitación con garantía de mayor renta", que se refiere al aprendizaje de diversas materias de interés general para el Banco, con características comunes, fáciles de estandarizar y que tienen una secuencia preestablecida, lo que permite facilitar su relación con incrementos de rentas.

También, se definen en el Reglamento en cuestión, el financiamiento de Becas de Post Grado y de Preparación y Defensa de Títulos de los programas de Post Grado.

Asimismo, se establecen las "Exigencias y Compromisos" que los funcionarios beneficiados con becas de post grado o pasantías en el exterior deben cumplir en cuanto a permanencia en el Banco Central una vez concluidos sus estudios.

Finalmente, se hace presente que el Reglamento contiene disposiciones relativas al funcionamiento, votaciones y acuerdos del citado Comité de Becas y la difusión de sus resoluciones.

En mérito de lo expuesto, el Consejo acuerda reemplazar el Título VII del Reglamento de Personal y su Reglamento Operativo por el Título VII y los Reglamentos Operativos que se acompañan como Anexo a la presente Acta, los que forman parte integrante del presente acuerdo.

4
De



1161-03-041104 – Feriado para la Región Metropolitana fijado para el día 19 de noviembre de 2004 – Memorándum N° 51 de la Gerencia General.

El Gerente General Subrogante, señor Miguel Angel Nacrur, presenta a la consideración del Consejo un Proyecto de Acuerdo relacionado con el funcionamiento del Banco el día 19 de noviembre, con motivo de la dictación de la Ley N° 19.978, que estableció como feriado en la Región Metropolitana el día antes señalado, con el propósito de facilitar las actividades de la APEC en Santiago, teniendo presente que el Banco Central de Chile tiene su domicilio legal en la ciudad de Santiago.

Indica el señor Nacrur, que la Ley Orgánica Constitucional del Banco, en su artículo 19 N° 8, faculta al Consejo para fijar los días de funcionamiento del Banco y el horario de atención al público. Agrega, que las materias señaladas, en lo pertinente, fueron establecidas en Acuerdo N° 01-03-891209, que dispone, en lo fundamental, que el Banco funcionará todos los días hábiles bancarios de cada semana, salvo los días feriados.

Por otra parte, cabe señalar que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, por Circular N° 3.290 de fecha 29 de octubre de 2004, reglamentó el funcionamiento de las entidades bancarias para el día 19 de noviembre próximo, señalando que las oficinas de la Región Metropolitana no van a atender público como consecuencia del feriado, pero sí lo harán todas las demás oficinas ubicadas en regiones. Además se establecen normas relativas al pago de las obligaciones, los créditos y las captaciones que venzan ese día, como también disposiciones relativas a la liquidez que deben adoptar las instituciones financieras para los efectos del pago de cheques y demás prestaciones, de manera de garantizar el funcionamiento normal de los bancos en regiones.

Señala también, que de conformidad con lo planteado por el señor Gerente General al Consejo, respecto a las operaciones y publicaciones que efectúa el Banco Central de Chile, se propone que la Institución no funcione el día 19 de noviembre de 2004. Como consecuencia de lo anterior, las empresas bancarias participantes en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) deberán abstenerse de enviar instrucciones de transferencias de fondos con esa fecha de liquidación, y adoptar las medidas necesarias para que las demás oficinas ubicadas en otras regiones, cuenten ese día con la adecuada provisión de dinero efectivo para desarrollar sus operaciones normalmente.

Hace presente el señor Nacrur, que conforme a la reglamentación del LBTR se requiere precisar esta materia, por cuanto la normativa aplicable a este sistema permite su funcionamiento extraordinario, de tal manera que con ello se aclara que el Banco Central de Chile no va a funcionar ese día y, como consecuencia de ello, no recibirá órdenes que deban liquidarse en esa fecha.

En lo que se refiere a las operaciones de créditos otorgadas por el Banco y los instrumentos de deuda que venzan en esa misma fecha, y a las publicaciones que le corresponde efectuar respecto del tipo de cambio de dólar observado a que se refiere el artículo 44 de su ley orgánica, y del dólar acuerdo, a que se refiere el N° 7 del Capítulo I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, se aplicarán las instrucciones contenidas en la Circular de la Gerencia General de esta misma fecha, que forma parte integrante de este acuerdo, y que

4



quedará disponible en el sitio internet del Banco Central de Chile, para fines de información al público.

Señala el señor Nacur, que la citada Circular, que forma parte integrante del proyecto de acuerdo que se somete a la consideración del Consejo, dispone que, en cuanto a las operaciones de crédito referidas otorgadas por el Banco y los instrumentos de deuda emitidos por éste que venzan el 19 de noviembre, por ser pagaderas en Santiago, su vencimiento se prorrogará para el día 22 de noviembre devengándose los intereses y los reajustes cuando corresponda, hasta esa fecha inclusive. También hace presente que esta norma es armónica con lo dispuesto en la legislación sobre operaciones de crédito dinero y con las instrucciones impartidas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras a las empresas bancarias.

En cuanto al tipo de cambio del dólar observado, y de las monedas extranjeras de general aceptación en los mercados internacionales, el día viernes 19 de noviembre se publicará en forma habitual el valor del dólar observado correspondiente a las transacciones registradas el día jueves 18 de noviembre en curso y las paridades de moneda extranjera sobre la base de los informes de los registros de los mercados del exterior a esa fecha.

Excepcionalmente, el día lunes 22 de noviembre se publicará únicamente el valor del dólar observado, correspondiente a las transacciones registradas en el mercado cambiario formal el día jueves 18 de noviembre en curso, lo que significa que el valor del dólar observado de ese día será el mismo que aparecerá publicado en el Diario Oficial del día viernes, ello en razón de que no existirán transacciones relevantes en el mercado cambiario el día 19 de noviembre, por ser feriado en la Región Metropolitana.

Agrega el señor Nacur, que en todo caso en el certificado respectivo se dejará expresa constancia que dicho valor corresponde a las transacciones relevantes en el mercado cambiario formal registradas el último día hábil inmediatamente anterior, en conformidad a lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 44 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco.

Asimismo, la información sobre paridades de moneda extranjera en los mercados externos registrada el día viernes 19 de noviembre, se publicará conjuntamente con la información del tipo de cambio del dólar observado del día lunes 22 y sobre las paridades registradas a esa fecha. La información que se publicará en la edición del Diario Oficial del día 23 de noviembre corresponderá a las paridades, sin su valor equivalente en pesos, en razón de que no se determinará el valor del dólar observado ese día, sin perjuicio de dejar constancia de esta situación en la comunicación que se efectúe el día viernes 19 y dar a conocer las paridades correspondientes a ese mismo día, el lunes 22 en la mañana en el sitio internet del Banco. Indica, que lo que se está privilegiando con estas medidas es la información pública respecto de la fijación del tipo de cambio, de tal manera que en los avisos correspondientes y en el sitio internet se entregarán el mismo día 22 las paridades correspondientes al día 19, sin perjuicio de la publicación el día siguiente en el Diario Oficial, conjuntamente con el tipo de cambio del dólar observado correspondiente al lunes 22. En lo referente al tipo de cambio dólar acuerdo, se publicará en la forma habitual el día 19 de noviembre el valor determinado para el día 18, por corresponder al día siguiente hábil. En cuanto al tipo de cambio del dólar acuerdo del día 19 de noviembre, éste se publicará, excepcionalmente, conjuntamente con el del día lunes 22 en la edición del diario oficial del día 23 de noviembre, sin perjuicio de dejar constancia de esta situación en la misma publicación que se hará el día viernes 19, y de dar a conocer el valor del dólar acuerdo correspondiente al día 19 de noviembre el día lunes 22 en la mañana en el sitio internet del Banco.

4
e



Por último, hace presente el señor Nacur, que el señor Gerente General envió el texto de la Circular a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la cual en el día de ayer informó que no tenía comentarios ni observaciones respecto a la referida Circular.

La Consejera señora María Elena Ovalle consulta qué sucede si el día 19 de noviembre hubieren transferencias, y si ellas se trasladan al día lunes 22 de noviembre.

El señor Nacur responde que conforme al procedimiento fijado para el funcionamiento del Sistema LBTR, no pueden quedar transacciones pendientes al término del día, de tal manera que las operaciones del día 18 de noviembre deben liquidarse ese mismo día y que para el día 19 de noviembre el Banco no va a recibir órdenes que se liquiden en esa fecha.

En mérito de lo anterior, teniendo presente lo dispuesto en la Ley N° 19.978, se acuerda lo siguiente:

1. El Banco Central de Chile no funcionará el día viernes 19 de noviembre de 2004. Como consecuencia de lo expuesto, las empresas bancarias participantes del Sistema LBTR deberán abstenerse de enviar Instrucciones de Transferencias de Fondos con esa fecha de liquidación; y, adoptar las medidas necesarias para que las demás oficinas ubicadas en otras Regiones cuenten ese día con la adecuada provisión de dinero efectivo para desarrollar sus operaciones normalmente.
2. En lo que se refiere a las operaciones de crédito otorgadas por el Banco y los instrumentos de deuda que venzan en esa misma fecha, y a las publicaciones que le corresponde efectuar respecto del tipo de cambio del "dólar observado" y del "dólar acuerdo", se aplicarán las instrucciones contenidas en el proyecto de Circular de la Gerencia General de esta misma fecha, que forma parte integrante de este acuerdo y que quedará disponible en el sitio Internet del Banco Central de Chile.

Ingresa a la sala el Gerente General, señor Camilo Carrasco Alfonso.

Informe de Rendimiento de Activos en Divisas correspondiente al tercer trimestre de 2004.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que la exposición del Informe de Gestión de Reservas Internacionales, correspondiente al tercer trimestre de 2004, estará a cargo de la Jefe del Departamento Evaluación de Gestión y Riesgo Interina, doña Claudia Bentjerodt.

4



La señora Bentjerodt expresa que esta presentación pretende ilustrar la gestión de las reservas internacionales durante el tercer trimestre del año en curso. Consta de cuatro puntos, el primero, analiza el resultado global de las reservas internacionales; el segundo se refiere a los resultados de la administración interna, a continuación el de los administradores externos en base a un análisis comparativo de sus carteras de bonos; y por último se analiza el desempeño de otras carteras como son los bonos indizados y los Mortgage Backed Securities.

En primer término, hace presente que durante el tercer trimestre del presente año, las reservas internacionales alcanzaron un valor promedio de aproximadamente US\$ 15.223 millones, excluyendo la posición en el Fondo Monetario Internacional y las tenencias de oro. El retorno total en dólares equivalentes de estas reservas fue de 154 puntos base. De estos, 78 puntos base son atribuibles a ganancias económicas por caídas en los rendimientos que afectaron a las carteras de largo plazo, 51 puntos base son producto de movimientos favorables en las paridades respecto del dólar. Por último, las inversiones en el corto plazo aportaron 25 puntos base a la gestión global.

La depreciación del dólar y la caída en los rendimientos de los bonos determinaron el retorno no solo de las reservas internacionales sino que también de cada uno de los comparadores de las carteras que componen estas reservas. Si la administración hubiese mantenido una posición neutral al benchmark tanto en términos cambiarios como de estructura de portafolio y composición de instrumentos, el resultado de esta simulación habría sido un retorno total de 159 puntos base en dólares equivalentes. Por lo tanto, durante el trimestre la gestión activa de cartera significó adicionar una pérdida de 5 puntos base, ya que el restante está explicado por movimientos del mercado.

Los recursos bajo administración interna representaron el 88,8% de las reservas internacionales y son, por su importancia relativa, el corazón del informe. Señala que esta cartera está sujeta a una estrategia trimestral, que es definida en función de un escenario internacional proyectado. Asimismo indica, que el posicionamiento obtenido al final del trimestre refleja un conjunto de decisiones de estrategia adoptadas durante el periodo.

Por otra parte, el manejo estratégico para el trimestre consideró un escenario internacional proyectado con una desaceleración en las tasas de crecimiento observadas en las principales economías durante el primer semestre y, toma en cuenta además, una depreciación moderada del dólar.

Agrega la expositora que, en términos de rendimiento, la estrategia proyectaba un aumento en los rendimientos de Estados Unidos de América en torno a los 30 puntos base, con énfasis en los tramos intermedios.

Como consecuencia de lo anterior, para Estados Unidos de América se esperaban retornos totales positivos en los tramos más cortos de la curva, y negativos a partir de los 3 años. Para Europa se esperaba un aumento en la curva de rendimientos de aproximadamente 12 puntos base en promedio, y un leve aumento en su pendiente.

Como consecuencia de lo anterior, para Europa se esperaba una estructura de retornos totales positivos y decrecientes a mayores plazos de madurez para el periodo, considerando el efecto cupón de los bonos.



Sobre la base de este escenario, se tomaron decisiones de administración que en términos de estructura de portafolio privilegió una sobreexposición global en el largo plazo, especialmente en lo que se refiere a los bonos en euros. Y, dentro del corto plazo se privilegió una sobreexposición en el riesgo bancario.

En términos de riesgo de tasa de interés se privilegiaron posiciones cortas en los bonos en dólares y euros, y en la cartera total de largo plazo. También se privilegió una leve subexposición en la duración total de la cartera, producto de la posición corta deseada para la cartera de bonos.

En cuanto a la composición de monedas se privilegió una sobreexposición en el área euro consistente con los movimientos esperados en las paridades.

Los posicionamientos promedios alcanzados durante el periodo estuvieron en línea con los valores sugeridos por la estrategia toda vez que se alcanzaron posiciones cortas en bonos en dólares y euros y en la cartera total de los bonos.

En términos de composición de monedas se logró una sobreexposición en euros y, finalmente, se logró también la sobreexposición en la cartera de bonos y en el riesgo bancario.

Indica la señora Bentjerodt, que desafortunadamente, algunos de los movimientos registrados en los mercados financieros no estuvieron en línea con las proyecciones que sentaron las bases de esta estrategia. Como se vio, en Estados Unidos de América se esperaban aumentos en los rendimientos en torno a los 30 puntos base.

Al 30 de septiembre la curva de rendimientos se aplanó y disminuyó en aproximadamente 6 puntos base en promedio con respecto a los niveles del 2 de julio. Esto como consecuencia de, entre otros factores, la publicación de cifras débiles de empleo e inflación.

Lo anterior se tradujo en retornos totales positivos y crecientes a mayores plazos de madurez para los bonos en dólares.

En Europa se esperaban aumentos en los rendimientos. Sin embargo, debido a que durante el periodo disminuyeron las expectativas de crecimiento económico para Europa influenciados por entre otras cosas, una débil demanda interna y los aumentos en el precio del petróleo, al 30 de septiembre la curva de rendimientos se aplanó y disminuyó en aproximadamente 17 puntos base en promedio.

Al igual que en Estados Unidos de América, se concluyó el trimestre con retornos totales positivos y crecientes a mayores plazos de madurez.

Finalmente, debido a los desequilibrios en las cuentas externas estadounidenses y el menor grado de divergencia en las tasas de crecimiento esperadas entre Estados Unidos de América y Europa, el euro se apreció en 2,19% durante el trimestre.

4



Todo este conjunto de proyecciones, decisiones de estrategias y movimientos en los mercados determinaron un resultado de la administración interna inferior 6 puntos base al retorno del comparador. Señala que existe una pérdida de 1 punto base debido a que la sobreexposición del área euro fue alcanzada con posiciones en Libras Esterlinas, moneda que, durante el periodo, se depreció respecto al dólar. Más aún, la oportunidad en que efectuaron las inversiones reforzó el impacto negativo.

El efecto de tasa de interés de largo plazo fue neutral debido a dos efectos que se contrarrestaron. Por un lado se mantuvieron posiciones cortas en duración con retornos totales positivos y crecientes a mayores plazos de madurez y por otro se mantuvo una sobreexposición global en la cartera bonos.

Agrega, que como es usual en periodos de alzas de tasas de interés, el efecto tasa de corto plazo contribuyó en -5 puntos base, producto del aumento en las tasas benchmark que afectaron en forma inmediata al comparador y con rezago a la cartera mantenida debido a la velocidad de renovación de las inversiones.

Si se pasa a las carteras de bonos de los administradores externos, tal como aparece en el informe de gestión, en el Cuadro Contribución al Retorno Incremental Tercer Trimestre 2004, se puede apreciar que Fischer Francis Trees & Watts Inc. presentó el mejor desempeño relativo durante el trimestre, con un retorno incremental de 7 puntos base, superior en 6 puntos base al registrado por State Street Global Advisors.

En un contexto en que se observaron retornos totales positivos y crecientes a mayores plazos de madurez, la mantención de posiciones largas en duración por parte de State Street Global Advisors y cortas en el caso del Banco y JP Morgan determinaron el desempeño atribuible al efecto tasa. Para Fischer Francis Trees & Watts Inc. la selección de instrumentos determinó el resultado.

En términos cambiarios, el fortalecimiento relativo del euro y la sobreexposición mantenida en dicha área, explican el mejor desempeño obtenido por el Banco. En el caso de los administradores externos, el resultado cambiario estuvo condicionado por la oportunidad en que realizaron ajustes de cartera.

En términos de desviación en duración mantenida por los gestores de cartera durante el trimestre se colige que, a excepción de State Street Global Advisors, todos los administradores, pero en especial el Banco, presentaron posiciones cortas en duración.

En términos de composición de monedas, y a excepción de Fischer Francis Trees & Watts Inc., todos los administradores, pero en especial el Banco, presentaron una sobreexposición en el área euro.

Se señala, que los valores en riesgo de todos los administradores están determinados principalmente por el riesgo cambiario, el Banco presentó el mayor riesgo cambiario consistente con la posición más larga que mantuvo en euros.

También, el Banco presentó el menor riesgo de tasa de interés, producto de que mantuvo la posición más corta en términos de duración.



Los niveles de volatilidad, tanto de tipo de cambio como de tasa de interés disminuyeron durante el período.

Por otra parte indica, que el valor en riesgo relativo mide las desviaciones tanto en términos de duración como de composición de monedas respecto del benchmark. Comparado con el resto de las contrapartes e incluyendo las operaciones forward, el Banco presentó el mayor valor en riesgo relativo debido a sus mayores desviaciones en duración y en composición de monedas.

Sobre este punto, es importante destacar que aproximadamente 5 puntos base de los 7 que registró el Banco provienen de la desviación en composición de monedas. Si bien a nivel de portafolio de largo plazo se privilegió una sobreexposición en euros, ésta fue compensada con una posición corta en el corto plazo. Lo anterior determinó una posición más neutral para el portafolio total con respecto a la composición de monedas. Cabe también destacar que el Banco presentó un valor en riesgo relativo del portafolio total de 2 puntos base, equivalente al registrado por los administradores externos.

En relación al resto de las carteras destaca la gestión de los bonos indizados y de los Mortgage Backed Securities.

Los retornos totales de la cartera de bonos indizados, que presentaron un retorno incremental inferior en 7 puntos base a lo registrado por su comparador. Esta diferencia proviene de una subexposición en duración bajo un escenario de retornos positivos y crecientes a mayores plazos de madurez.

Con respecto a la gestión de los Mortgage Backed Securities, se destaca que en el último trimestre presentó un retorno total de 2,63%, superior en 2 puntos base a su comparador, lo que obedece básicamente a la selección de instrumentos por parte del administrador. Dado el escenario de alza de tasas de interés disminuyó la probabilidad de prepago, por lo que el sesgo hacia instrumentos de más alto cupón resultó beneficioso para el administrador.

Indica la expositora, que si, durante el trimestre, se compara la gestión del índice de Mortgage Backed Securities de Lehman Brothers con una cartera de bonos del tesoro ajustados por el factor duración, se tiene que los Mortgage Backed Securities presentaron un retorno superior en 18 puntos base, principalmente porque los niveles de volatilidad de tasa de interés disminuyeron durante el período.

Agrega, que existen dos efectos que se refuerzan: Desde fines del año 2002 hasta fines del año pasado, aproximadamente el 70% del stock de deuda hipotecaria de Estados Unidos de América fue refinanciada con créditos a tasas más convenientes. Aquellos que no refinanciaron, fue porque o no tuvieron los recursos necesarios para hacerlo o porque la madurez remanente de sus deudas no justificaba los costos asociados. Estos créditos están asociados a instrumentos de alto cupón, y debido a su naturaleza, la probabilidad de prepago asociada a ellos ha disminuido.



Por otro lado, manifiesta que se ha visto que la tasa relevante para aquellos deudores que no pudieron refinanciar su deuda en el pasado, es la tasa de corto plazo, específicamente a 1 ó 2 años. Lo anterior debido a que están tomando créditos que son a tasa fija en el corto plazo y luego se transforman en variables o están entrando en créditos con tasas refinanciables cada 1, 2 ó 5 años. Estas alternativas son más baratas y por lo tanto relevantes para el deudor que mantiene un crédito con una tasa de interés alta y que tiene problemas de caja.

Al disminuir los niveles de volatilidad aumenta el valor de los Mortgage Backed Securities, pues estos instrumentos son equivalentes a un bono – una opción call, y a menores niveles de volatilidad, menos valor tiene la call y, por lo tanto mayor valor tiene el Mortgage Backed Securities.

Para resumir, señala la señora Bentjerodt, el resultado de las reservas internacionales fue de 1,54% durante el trimestre, de éstos 130 puntos base provienen de la administración interna, 10 de los administrados externos, 8 de los bonos indizados, 5 de los Mortgage Backed Securities. La caja aporta 1 punto base al resultado.

Durante el trimestre el retorno total en dólares equivalentes obtenido de la simulación de mantener una posición neutral en las carteras que componen las reservas internacionales fue de 159 puntos base.

Indica la señora Bentjerodt, que de acuerdo a lo solicitado en la última presentación al Consejo, a continuación se presentan algunos resultados históricos. Los retornos totales en dólares equivalentes de las reservas internacionales y de las carteras que simulan una posición neutral al benchmark. El retorno incremental por año, ha variado desde ganancias de 101 puntos base en el año 2001 a pérdidas de 10 puntos base durante el año en curso. Lo anterior es resultado de la combinación de los posicionamientos alcanzados durante los periodos y los movimientos efectivos en los mercados financieros.

También da cuenta de los aspectos que contribuyen a estos retornos incrementales. Primero señala que, en términos de efecto paridad destaca el buen performance del año 2002 y 2003, producto de la sobreexposición mantenida en las áreas Euro y Libra y en monedas secundarias tales como el dólar neozelandés y el dólar australiano que se apreciaron fuertemente durante esos años. Al contrario, durante el año 2004 se mantuvo una sobreexposición en el área euro y en monedas secundarias que resultaron en una contribución – 2 puntos base debido a su depreciación respecto al dólar. En términos de efecto tasa de corto plazo, destaca el desempeño obtenido en los años 2001 a 2003, que fueron periodos de caídas en las tasas de interés y tal como se mencionó anteriormente, esto resultó beneficioso para el portafolio dado que las caídas afectan de manera inmediata al comparador y con rezago a la cartera mantenida producto de la velocidad de renovación de las inversiones. Al contrario, durante el año 2000 y 2004, aumentaron las tasas de interés.

Por último, con respecto al efecto tasa de largo plazo se puede observar que a excepción del año 2000, los resultados han sido bastante neutrales con respecto al benchmark. En el año 2000 el buen desempeño obedece a la fuerte sobreexposición mantenida en la cartera de bonos bajo un escenario de caídas en los rendimientos.



El Presidente y otros Consejeros señalaron que entendían que en la reunión pasada se había pedido comparar el retorno de la cartera administrada por el Banco con respecto a la de los administradores externos.

Interviene el Gerente de División Internacional, señor Jadresic, para señalar que se trata de dos comparaciones distintas, porque la que se efectúa con los administradores externos solamente se refiere a la cartera a largo plazo y no a la de corto plazo. Indica que ésta es una comparación global.

A lo anterior, el señor Presidente expresa que él efectuaría la comparación entre la cartera de largo plazo donde están los administradores externos con la de largo plazo del Banco, ya que la pregunta que surge es cuál es el beneficio que se ha obtenido por tener administración externa, tanto en conocimiento como en rendimiento. Al efecto pide analizar a la Gerencia de División Internacional cuál sería la comparación relevante.

A continuación el Presidente ofrece la palabra para consultas relativas a la exposición de la señora Bentjerodt.

El Consejero señor Marfán señala que desea efectuar sólo un comentario en el sentido que, revisando la historia, le parece que las decisiones que en el margen se han tomado fueron rentables para el Banco. Sin embargo, en lo que va corrido del año éstas le han costado al Banco más de 15 millones de dólares. Señala que no está diciendo que se hubieran equivocado, solamente que en la evaluación que se haga no habría que ser tan autocomplaciente, sino pensar que si se volviera a presentar la misma situación, la decisión que se tomó fue correcta.

Interviene el Consejero señor Desormeaux señalando que la misma decisión que tomó el Banco en términos de tomar una posición activa a favor de una duración menor, la tomó JP Morgan, que históricamente ha sido el mejor administrador externo que hemos tenido, y la verdad es que ellos fueron un poco más agresivos que el Banco y por lo tanto se equivocaron más, perdieron en vez de 6 puntos base, 20 puntos base. Así que, evidentemente, aquí hubo un juicio de gente muy inteligente que no fue refrendado por el mercado, pero eso siempre puede pasar cuando se tiene una administración activa. Cree que esta es una evaluación que la Gerencia de División está haciendo y que en el agregado ha sido extraordinariamente positiva para el Banco.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic manifiesta que en relación a este mismo tema, cree que es difícil decir con evaluaciones con tasas de períodos cortos, si las razones del resultado pudieran deberse a desaciertos o mala suerte. Ciertamente lo que trata de hacer la administración interna es tener una proyección sobre lo que va a pasar en los mercados financieros relevantes, comparándola con la del mercado y sobre esa base hacer una apuesta que determina cuál es la posición activa que toma. Cuando se ve que no se cumplen esas expectativas, puede tener resultados positivos o negativos. Cree que es muy difícil decir si se debe a mala suerte, en el sentido de que se dio un escenario de muy baja probabilidad, o que la proyección que se hizo no estaba utilizando de la mejor forma posible la



información, o la implementación de esa visión no fue la más adecuada en términos operativos prácticos. Ciertamente que la mejor manera de evaluarlo es tomando una perspectiva más larga, histórica, que una evaluación sobre la base de un período más corto. Sin perjuicio de eso, ciertamente, desde el punto de vista del trabajo que hace la Gerencia de Inversiones Internacionales, también a nivel de la División hay un monitoreo constante sobre ese proceso de definición de estrategias de inversión.

El Presidente, señor Corbo señala que lo importante es mantenerse siempre atento e ir evaluando lo que se va haciendo, retroalimentándose y discutiéndolo internamente. Esto es lo que se ha planteado, pero en general, la administración ha sido muy efectiva en los últimos años, incluso uno muchas veces se pregunta si necesitamos tener tantos administradores externos.

El Consejo toma nota del Informe.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero