

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

2019



**Gestión de
Reservas Internacionales del
Banco Central de Chile
2019**



CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	3
I. INTRODUCCIÓN	6
II. MARCO INSTITUCIONAL Y ORGANIZACIONAL	6
III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	9
IV. PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES	12
IV.1 Gestión integral del balance financiero del banco	12
IV.2 Optimización de procesos y revisión del balance de riesgo y eficiencia	13
V. POLÍTICA DE INVERSIÓN	15
V.1 Aspectos generales	15
V.2 Estructura de portafolios	20
V.2.1 Portafolio de liquidez	21
V.2.2 Portafolio de diversificación	22
V.2.3 Portafolio de inversiones	22
V.2.4 Portafolio de caja	23
V.2.5 Portafolio de otros activos	24
V.3 Instrumentos y operaciones de monedas elegibles	24
V.4 Facultades delegadas	25
V.5 Criterios para la contratación de servicios de terceros	27
V.5.1 Custodia de valores	27
V.5.2 Programa de préstamos de valores (<i>Securities Lending</i>)	27
V.5.3 <i>Futures Commission Merchant (FCM)</i> y <i>Brokers</i> de futuros	28
V.5.4 Administradores externos	28
V.6 Límites y restricciones que establece la PI	29

VI. MANUAL DE RIESGOS FINANCIEROS	29
VI.1 Riesgo de crédito	30
VI.2 Riesgo de contraparte (intermediarios financieros)	32
VI.3 Riesgo de mercado	32
VII. RETORNOS HISTÓRICOS DE LA GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	32
VIII. TRANSPARENCIA EN LA GESTIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES	33
IX. CONTROL DE GESTIÓN INTERNO	34
ANEXOS Y RECUADROS	
Anexo I. Revisión de Pares del BIS 2017	36
Anexo II. Lineamientos Generales para la Gestión de Reservas Internacionales (LGGR)	38
Recuadro I. Construcción del Comparador Referencial	17
GLOSARIO	40

RESUMEN EJECUTIVO

Las reservas internacionales corresponden a los activos financieros denominados en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile (BCCh) y constituyen una de las herramientas con las que cuenta el Consejo del BCCh para la consecución de sus principales objetivos de política, esto es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos^{1/}. En los regímenes de tipo de cambio flotante, como es el caso de Chile, las reservas internacionales se utilizan como una fuente de liquidez en moneda extranjera a fin de cumplir con los objetivos antedichos.

La administración de las reservas internacionales se realiza bajo el marco legal entregado por la Ley Orgánica Constitucional (LOC) del BCCh. Sobre esta materia, la LOC establece que las reservas internacionales solo pueden invertirse en monedas extranjeras, oro o títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales.

Considerando que la definición otorgada por la LOC es amplia, el Consejo establece un marco estratégico para la gestión de las reservas internacionales mediante el documento denominado “Lineamientos Generales para la Gestión de las Reservas Internacionales del Banco Central de Chile” (LGGR). En el documento se establecen pautas generales que dictan los estándares asociados al funcionamiento del gobierno corporativo, nivel de reservas, política de inversión, proceso de inversión y de rendición de cuentas.

Sujeto a las restricciones impuestas por la LOC y siguiendo el marco establecido en los LGGR, el Consejo aprueba la Política de Inversión (PI) de las reservas internacionales. Entre otros elementos, la PI se diseña tomando en consideración requerimientos de liquidez en moneda extranjera y de preservación de capital, los que constituyen dos ejes centrales para la gestión de reservas. Esto, para asegurar que el BCCh podrá disponer en todo momento de los recursos necesarios para la consecución de sus objetivos, en un plazo acotado y a un costo razonable. Adicionalmente, el diseño de la PI considera los potenciales impactos sobre el balance financiero del BCCh.

En términos prácticos, la PI se materializa a través de la definición de una estructura referencial de inversiones, la que es utilizada para orientar y evaluar la gestión. Asimismo, la PI establece un conjunto de límites y restricciones con el objetivo de acotar las desviaciones que puede tomar el gestor de cartera respecto del comparador referencial. Esto, para asegurar que el perfil de retorno y riesgo aprobado por el Consejo se materialice de manera razonable en los portafolios de inversión.

^{1/} De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 3 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.



La última modificación importante a la PI fue aprobada por el Consejo del BCCh en febrero del 2019 e implementada en marzo del mismo año. Junto con la definición de una nueva estructura referencial, la nueva PI actualizó las facultades que el Consejo delega en el Gerente de la División de Mercados Financieros (GDMF), con el objetivo de agilizar el proceso de toma de decisiones. Dichas facultades hacen referencia a materias de índole administrativo y a materias relacionadas con la gestión de las reservas internacionales que no comprometen las decisiones estratégicas adoptadas por Consejo.

Adicionalmente, el Manual de Riesgo Financiero (MRF), elaborado por la DMF, es un complemento a la PI y tiene un enfoque más operativo. El documento contiene el detalle de las metodologías y procedimientos necesarios para limitar, medir y gestionar los principales riesgos financieros a los que se exponen las inversiones. El MRF debe contar con la aprobación de la Gerencia de Riesgo Corporativo (GRC) en aquellas materias que corresponden a sus funciones.

De este modo, los criterios y pautas de administración de riesgos contemplados en la PI y en el MRF, definen un conjunto de desviaciones admisibles respecto de la estructura referencial en términos de duración, plazo, moneda y límites impuestos sobre los distintos tipos de inversión. Estos criterios acotan los riesgos de liquidez, mercado y crédito, dentro de los cuales se consideran los riesgos bancario, soberano, supranacional y de instituciones financieras externas, así como el riesgo de contraparte. El riesgo operativo, en tanto, se controla mediante la segregación de funciones y responsabilidades internas, la incorporación de sistemas tecnológicos de altos estándares, y la aplicación de controles y ejercicios de auditoría internos y externos, realizados de manera permanente.

Como complemento a la administración interna de las reservas internacionales, desde 1995 el Banco Central mantiene programas de administración externa para una fracción de las reservas. Estos han tenido como propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico al portafolio de inversiones y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología. Actualmente, se encuentra vigente un programa de este tipo, orientado a la gestión de una fracción del portafolio de inversiones sobre la base de presupuestos de riesgo.

El Consejo evalúa periódicamente el desempeño de la gestión de las reservas sobre la base de distintas instancias de reporte. De este modo, el Consejo conoce en detalle la evolución de los retornos absolutos y relativos, el cumplimiento de los límites, el uso de las facultades delegadas, así como las distintas estrategias de inversión implementadas y los parámetros de riesgo asociados.

Al cierre de junio de 2019, el monto total de las reservas internacionales era US\$ 39.516 millones, de los cuales US\$ 36.315 millones constituían el portafolio de inversiones, US\$ 2.062 millones correspondían al portafolio de caja y US\$ 1.140 millones formaban parte de la categoría otros activos. Del total de reservas internacionales, el 53,3% se mantenía en instrumentos en dólares de Estados Unidos, 10,1% en euros, 8,3% en dólares de Australia, 7,9% en dólares de Canadá y 20,4% en otras divisas. En cuanto al riesgo de crédito, el 98,4% del portafolio de inversiones se encontraba invertido en instrumentos emitidos por entidades soberanas, de los cuales 70,2% estaba invertido en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA y 28,2% restante estaba invertido en instrumentos con clasificación de riesgo entre las categorías A- y AA+.

Para el periodo de los últimos 10 años (2009-2018), el retorno anualizado fue de 0,24%, medido en dólares de EE.UU. Para el mismo período, el exceso de retorno obtenido por la gestión del portafolio,

respecto de la estructura referencial utilizada para evaluar el desempeño de las inversiones, fue en promedio 2 puntos base por año.

El Consejo del Banco ha establecido, dentro de sus políticas institucionales, la entrega de información sobre la gestión de las reservas internacionales al Presidente de la República, al Senado y al público en general, a través de la publicación de esta información en el Informe de Política Monetaria (versión correspondiente al mes de septiembre de cada año calendario), en la Memoria Anual y en el sitio web del Banco. Esta decisión consolida las prácticas actuales del Banco sobre la materia, las que cumplen con las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para asegurar claridad y una adecuada rendición de cuentas respecto de las actividades y los resultados de la gestión de las reservas internacionales.



I. INTRODUCCIÓN

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el BCCh para apoyar la consecución de sus objetivos de política. Ellas constituyen uno de los instrumentos que dispone el Instituto Emisor para poder cumplir con el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En regímenes de tipo de cambio flotante, como el que tiene Chile, las reservas internacionales se utilizan para proveer liquidez en moneda extranjera a fin de cumplir con los objetivos antedichos. Al cierre de junio de 2019, las reservas internacionales alcanzaron a USD 39.516 millones.

En este documento se da cuenta del marco institucional bajo el cual se administran las reservas internacionales, se explican los objetivos de gestión y se entrega detalle sobre las políticas de inversión, la composición de los portafolios gestionados, los programas de administración externa de cartera y de préstamos de activos. Adicionalmente, se entrega información sobre la administración de riesgos y la rentabilidad obtenida por el Banco en los últimos años. Asimismo, se informa sobre las prácticas de transparencia y de seguridad de la información que el Banco Central ha adoptado, de acuerdo con estándares internacionales. Por último, se proporciona un glosario de términos asociados a la gestión de las reservas internacionales^{2/}.

II. MARCO INSTITUCIONAL Y ORGANIZACIONAL

La Ley Orgánica Constitucional^{3/} (LOC) del Banco Central de Chile (BCCh) establece los requisitos legales que debe cumplir el Banco en cuanto a su organización, funciones y obligaciones. Además, regula de manera genérica las atribuciones del BCCh en materias relacionadas con la gestión de las reservas internacionales (en adelante RIN). En este contexto, la LOC establece que el “Banco Central de Chile es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida”. Además, en su Artículo 38 establece que “En materia internacional, el BCCh tendrá las siguientes atribuciones: Recibir depósitos o abrir cuentas corrientes en moneda nacional o extranjera, de bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales y de Estados extranjeros, y mantener, administrar y disponer de sus reservas internacionales, en el país o en el exterior. Dichas reservas podrán estar constituidas por monedas extranjeras, oro o títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales. El BCCh estará facultado para gravar las reservas aludidas en garantía de sus obligaciones”.

La gestión de reservas internacionales es una práctica que se encuentra institucionalizada al interior del Banco Central de Chile; dicha práctica ha ido adaptando sus estándares al desarrollo de los mercados financieros, a la incorporación de nuevas tecnologías y al cambio en el marco regulatorio internacional. A través del mandato y atribuciones que le confiere la LOC, el Consejo del Banco Central ha desarrollado, en conjunto con la administración del BCCh, una serie de normas, procedimientos y prácticas cuyo objetivo es asegurar los mejores principios en la gestión de reservas

^{2/} Se deja constancia que el presente documento contiene información presentada de manera general y no exhaustiva, por lo que, para un mayor conocimiento de las disposiciones aplicables a las políticas, operaciones e instrumentos descritos, se deberá consultar las fuentes legales y normativas correspondientes, que se encuentran disponibles en el sitio web del BCCh.

^{3/} Contenida en el artículo primero de la Ley 18.840, publicada en el Diario oficial del 10 de octubre de 1989.

internacionales. Estos estándares se encuentran establecidos en los “Lineamientos Generales para la Gestión de Reservas Internacionales” (LGGR). El documento define de manera clara los objetivos y el rol de las RIN, su gobierno corporativo, el nivel necesario de reservas que debe tener el BCCh^{4/}, las características principales de la política de inversión, el proceso de inversión y de rendición de cuentas.

A partir del mandato establecido en la LOC, y sobre la base de un conjunto de prácticas y políticas congruentes con las recomendaciones internacionales, los LGGR definen, además a nivel institucional, una separación de autoridad y responsabilidades en diferentes niveles jerárquicos. El primer nivel de decisión corresponde al Consejo del BCCh, el que define los objetivos de la administración de reservas, los niveles de tolerancia al riesgo y aprueba la Política de Inversiones (PI). El segundo nivel jerárquico es la Gerencia de División de Mercados Financieros (DMF), la cual es la responsable de implementar la estrategia de gestión de reservas internacionales y de brindar al Consejo información oportuna y asesoramiento en materias económicas, financieras y de índole administrativo de las reservas. Es este nivel jerárquico el encargado de proponer al Consejo del Banco la Política de Inversiones.

La PI tiene como objetivo establecer las principales directrices que gobiernan el proceso de inversión de las RIN, definiendo la estructura y características de los portafolios administrados, además de la composición de monedas y duración, los instrumentos y operaciones elegibles y los criterios de selección de riesgo de contrapartes, entre otros aspectos relevantes para la gestión de Reservas. Adicionalmente, la PI se complementa con el Manual de Riesgo Financiero (MRF) elaborado por la DMF, y que debe contar con la aprobación previa de la Gerencia de Riesgo Corporativo (GRC) en las materias que correspondan a sus funciones. El MRF contiene el detalle de las metodologías y procedimientos necesarios para limitar, medir y gestionar los principales riesgos financieros a los que se exponen las inversiones.

En el tercer nivel de decisión y administración de las RIN corresponde a la Gerencia de Mercados Internacionales (GMI) y a la Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pagos (GOSP), ambas dependientes de la DMF. La GMI es responsable de gestionar las RIN y parte de los Fondos Soberanos, siguiendo los lineamientos aprobados por el Consejo y el Ministerio de Hacienda, respectivamente. A su vez, la GMI tiene tres departamentos: El Departamento Estrategia de Inversiones (DEI), el Departamento Mesa Internacional (DMI) y el Departamento Agencia Fiscal (DAF). El DEI es el responsable de la gestión de los portafolios dentro de los parámetros definidos por la PI, mediante el diseño e implementación de estrategias de inversión. Por su parte, el DMI materializa las operaciones de inversión, transando en mercados internacionales de renta fija y de monedas, asegurando la implementación de las mejores prácticas en la transacción de instrumentos financieros. El DAF es responsable de velar por el cumplimiento de las distintas obligaciones que tiene el BCCh en su rol de Agente Fiscal para la gestión de los Fondos Soberanos, en coordinación con el Ministerio de Hacienda.

Adicionalmente, la GMI es responsable de los programas de administración de cartera y de préstamo de valores contratados con contrapartes externas. El programa de administración externa de cartera tiene como objetivos constituir un comparador activo para evaluar la gestión interna

^{4/} Los LGGR establecen que la DMF, con el apoyo de las divisiones económico financieras (División de Política Monetaria y División de Política Financiera), debe realizar revisiones periódicas para determinar el nivel mínimo de reservas internacionales que debe mantener el BCCh, teniendo como referencia un conjunto de principios, prácticas e indicadores obtenidos de la experiencia internacional, así como la coherencia con el conjunto de políticas del Banco.



de las reservas, agregar valor económico al portafolio, y además de facilitar la transferencia de conocimiento, tecnología y las mejores prácticas internacionales en la administración de fondos. Este programa ha considerado, desde sus inicios, la tercerización de un volumen de recursos del orden del 3% al 5% del total del portafolio de inversiones. Al cierre del primer semestre de 2019, la porción del portafolio de inversiones gestionada por los administradores externos Amundi y Blackrock ascendía al 3% de las RIN. A su vez, el programa de préstamo de valores (*securities lending*) permite obtener un retorno adicional sobre los instrumentos de inversión mantenidos en cartera y es llevado a cabo por bancos custodios, siguiendo las políticas establecidas por el BCCh. Dichas políticas permiten asegurar que el programa de préstamo de valores no modifica el perfil de riesgo y retorno establecido por el Consejo, al mismo tiempo que permite asegurar el nivel deseado de liquidez de las reservas.

La GOSP es la gerencia responsable de los procesos de liquidación y registro de las operaciones (*back-office*), resultantes del proceso de inversión de los activos internacionales (RIN y Fondos Soberanos) y de las operaciones asociadas a la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y de deuda, así como de la provisión de servicios de pagos de Alto Valor. La GOSP cuenta con tres departamentos: de Operaciones (DO), de Sistemas de Pagos y Liquidación (DSPL) y de Tecnología de Negocios (DTN). El primero es responsable de asegurar la congruencia de las inversiones en activos internacionales con los registros de los agentes externos y habilitar la infraestructura operacional requerida en cada mercado. En lo local, participa en la liquidación de valores por la implementación de las políticas monetaria y de deuda. También gestiona la custodia internacional, los *Futures Commission Merchant* (FCM's) y al depositario local. El segundo es responsable de la liquidación de efectivo en las operaciones de política monetaria, cambiaria y de las RIN y Fondos Soberanos junto con la gestión de las cuentas corresponsales. Además, es responsable de administrar el ciclo operativo diario del Sistema LBTR y de entregar servicios de corresponsalía al Fisco de la República de Chile y a otras entidades autorizadas. El tercero es responsable de proveer servicio de soporte operacional y funcional a los usuarios de los sistemas para la gestión de activos internacionales y de operaciones de mercado abierto, velando por el cumplimiento de los niveles de disponibilidad y acceso para un oportuno procesamiento de transacciones.

Al cierre de la edición de este documento el Consejo del BCCh había aprobado una reestructuración de la División de Mercados Financieros. En esta reestructuración la Gerencia de Mercados Nacionales e Internacionales se fusionan en la Gerencia de Operaciones de Mercado (GOM) y se crea la Gerencia de Análisis de Mercados Financieros (GAMF). En el GOM las responsabilidades de administrar los portafolios de reservas internacionales y fondos soberanos se encuentran radicadas en el Departamento de Mercados Internacionales (DMI), mientras que las funciones de seguimiento de coyuntura y elaboración de estrategias de inversión son del Departamento de Estrategia y Coyuntura (DEC). Los otros dos departamentos que componen el GOM son el Departamento Agencia Fiscal (DAF), que además de continuar con sus funciones habituales tiene las responsabilidades de la agencia fiscal nacional, y el Departamento de Operaciones de Mercado Abierto (DOMA), que tiene como principal función la implementación de operaciones en el mercado local. La nueva gerencia GAMF tiene como principal objetivo la formulación de las políticas de administración de reservas internacionales y de gestión de deuda, además de medir los retornos y riesgos financieros de las operaciones en curso, así como estudiar los efectos de dichas operaciones sobre el balance financiero del BCCh.

La Gerencia de Riesgo Corporativo es la encargada de evaluar y gestionar los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del BCCh. Conforme a ello, la GRC revisa las metodologías de riesgo aplicables a la administración de las RIN y ejerce las funciones de *compliance* financiero, reportando

directamente al Gerente General y al Consejo. La GRC actúa también como contraparte técnica de la DMF en los procesos de gestión de riesgos de las operaciones financieras del BCCh, y en la definición de las políticas de inversión.

La Contraloría del BCCh, que reporta directamente al Consejo, es la encargada de evaluar la eficacia y eficiencia del control interno, administración de riesgos operacionales y financieros y el gobierno del proceso integrado de administración de reservas. Complementariamente, los Estados Financieros del BCCh, que por su nivel de materialidad incluyen la administración de reservas internacionales, son auditados cada año por empresas externas.

A la Fiscalía, cuya jefatura superior depende del Consejo de la Institución, le corresponde, en general y conforme a la LOC, velar por que los acuerdos, resoluciones y contratos del BCCh se ajusten a las normas legales vigentes, lo cual se aplica desde luego a los acuerdos que se adopten o celebren con la finalidad de invertir, administrar y disponer de las reservas internacionales. Para este efecto, la Fiscalía revisa previamente todos los acuerdos, resoluciones y contratos, así como los demás actos que requieran ser objeto de análisis jurídico, de modo de resguardar que las inversiones se efectúen en títulos cuya especie corresponda a instrumentos elegibles, de conformidad con las disposiciones legales citadas y que los contratos se ajusten a criterios jurídicos aceptables, especialmente en materia de legislación y jurisdicción aplicable, y eventual renuncia a la inmunidad del BCCh, en los términos del artículo 85 de la LOC.

Adicionalmente, de manera regular, se solicitan asesorías de otros bancos centrales e instituciones internacionales con el objetivo de evaluar y mejorar los procesos vigentes, de acuerdo con las mejores prácticas internacionales. En este contexto, el área de inversiones ha contado con asesorías del Banco Internacional de Pagos (BIS), Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Central Europeo (BCE).

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El régimen cambiario flotante que tiene Chile, junto a un esquema de metas de inflación, regulaciones y supervisiones financieras consistentes y la integración financiera con el exterior, proveen, junto a la política fiscal, un marco coherente que permite mantener los equilibrios macroeconómicos esenciales y hacer frente a los distintos desafíos que enfrenta la economía. En ese contexto, las RIN constituyen una de las herramientas de política que dispone el BCCh para la consecución de sus objetivos, que es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Para garantizar que las reservas sean una herramienta efectiva, el nivel de los recursos mantenidos, su liquidez y el desempeño en distintos escenarios económicos y financieros deben ser los adecuados.

Bajo el esquema de flotación cambiaria, el BCCh se reserva la opción de intervenir en circunstancias excepcionales en el mercado cambiario, mediante operaciones cambiarias y/o proporcionando instrumentos de cobertura cambiaria. Una sobrerreacción de la paridad cambiaria se produce cuando, sin mayor variación en sus determinantes fundamentales, el tipo de cambio tiene fuertes alzas o bajas, que pueden ser seguidas de movimientos en la dirección opuesta, en un período acotado. Este fenómeno de apreciación o depreciación excesiva puede mermar la confianza de los agentes económicos (al producir efectos sobre la inflación que requieran de acciones de política



monetaria), aumentar la volatilidad en los mercados financieros o entregar señales equívocas de precios para la asignación eficiente de los recursos. El Consejo del BCCh puede intervenir en el mercado de divisas en estos episodios cambiarios excepcionales, en que el tipo de cambio experimenta una sobre-reacción con potenciales efectos adversos sobre la economía.

La tenencia de reservas internacionales tiene un rol fundamental en mantener la estabilidad financiera y de los precios, ya que aumenta la confianza de los inversionistas en la capacidad de pago del país en cuestión. Sin embargo, existen costos asociados a mantener dichas reservas. En la mayoría de los casos, los Bancos Centrales esterilizan los efectos monetarios de sus intervenciones cambiarias para lo cual deben emitir deuda local e invertir dichos recursos en activos líquidos emitidos por países desarrollados a menores tasas. En general, los países emergentes, como Chile, deben compensar a los inversionistas con mayores tasas debido al mayor riesgo que tiene su deuda. De esta forma, la gestión de reservas internacionales debe considerar dicho costo e identificar cuáles serían las principales fuentes que pondrían en riesgo los objetivos del BCCh.

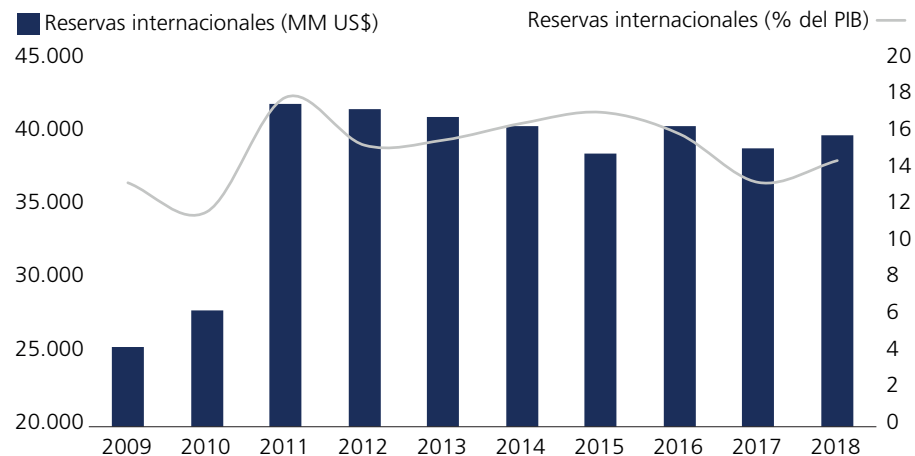
No solo el tamaño del stock de reservas es importante para asegurar la consecución de los objetivos del banco, sino que también lo es su nivel de liquidez. Si bien no existe una definición exclusiva para el concepto de liquidez, en el contexto de gestión de reservas, se puede decir que corresponde a la factibilidad que tiene el banco central para transformar una parte significativa de los títulos que constituyen el stock de reservas en recursos líquidos (en este caso, dólares de EE.UU.), en un plazo acotado de tiempo y a un costo razonable. Como se mencionó, la PI se diseña tomando en consideración, entre otros elementos, los requerimientos de liquidez en moneda extranjera. Dada la relevancia de este punto, el BCCh realiza con frecuencia ejercicios de revisión sobre el nivel óptimo de reservas.

En el contexto anterior, la DMF realizó durante el cuarto trimestre del año 2018 un ejercicio para evaluar el nivel de reservas. El estudio siguió la metodología del Fondo Monetario Internacional "Assessing Reserve Adequacy" (IMF ARA) (Moghadam, Ostry and Sheehy, 2011).

Al cierre del año 2018, las reservas internacionales de Chile representaban un 14,5% del Producto Interno Bruto (PIB), nivel que se compara con el promedio de 15,1% de los últimos 10 años.

Gráfico 1.

Evolución de las reservas internacionales de Chile



Fuente: Banco Central de Chile.

La Tabla 1 muestra el nivel y composición de las RIN por portafolio y moneda a junio del 2019. El nivel de las reservas internacionales alcanzaba, a esa fecha, US\$ 39.516 millones, de los cuales US\$ 36.315 millones formaban parte del portafolio de inversiones y US\$ 2.062 millones, del portafolio de caja. Del total de reservas internacionales, 53,3% se mantenía en instrumentos en dólares, 10,1% en euros y 36,6% en otras divisas.

Tabla 1.

Composición de las reservas internacionales

(millones de US\$)

Tipo de portafolio	Moneda	2018		2019	
		Dic.	%	Dic.	%
Portafolio de Inversiones		34.866,9	87,5	36.315,2	91,9
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	10,1	0,0	18,1	0,0
	Euro	0,7	0,0	1,1	0,0
	Dólar de Canadá	0,1	0,0	0,1	0,0
	Dólar de Australia	0,5	0,0	0,1	0,0
	Otras	762,0	1,9	3,9	0,0
Valores	Dólar de EE.UU.	22.140,6	55,5	18.969,0	48,0
	Euro	6.000,3	15,1	4.005,6	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,4	4,1	3.126,0	7,9
	Dólar de Australia	1.434,6	3,6	3.264,6	8,3
	Otras	2.887,6	7,2	6.926,6	17,5
Totales	Dólar de EE.UU.	22.150,7	55,6	18.987,1	48,0
	Euro	6.001,0	15,1	4.006,7	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,5	4,1	3.126,1	7,9
	Dólar de Australia	1.435,1	3,6	3.264,6	8,3
	Otras	3.649,6	9,2	6.930,6	17,5
Portafolio Caja		3.864,2	9,7	2.061,5	5,2
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	3.864,2	9,7	2.061,5	5,2
Otros Activos		1.129,5	2,8	1.139,6	2,9
Oro Monetario	Otras	10,1	0,0	11,2	0,0
DEG FMI	Otras	751,0	1,9	750,3	1,9
Posición Reservas FMI	Otras	366,6	0,9	376,5	1,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1,8	0,0	1,6	0,0
Total Reservas Internacionales		39.860,6	100,0	39.516,3	100,0
	Dólar de EE.UU.	26.016,7	65,3	21.050,3	53,3
	Euro	6.001,0	15,1	4.006,7	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,5	4,1	3.126,1	7,9
	Dólar de Australia	1.435,1	3,6	3.264,6	8,3
	Otras	4.777,4	12,0	8.068,5	20,4

Fuente: Banco Central de Chile.



IV. PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Durante el año 2017 se realizó el proceso de Planificación Estratégica para el siguiente quinquenio (2018-2022). Esto se tradujo en una serie de focos e iniciativas, algunas de las cuales implicaron una revisión al proceso de gestión de reservas internacionales. En concreto, el foco asociado a “Fortalecer el Gobierno Corporativo del Banco de modo de equilibrar la tolerancia al riesgo y la eficiencia de los procesos de negocio, agilizando con ello la toma de decisiones y facilitando la innovación”, busca equilibrar el balance entre riesgo y eficiencia, otorgando un espacio y marco a la innovación, aumentando la agilidad organizacional al momento de tomar decisiones. En concreto, las iniciativas asociadas al punto anterior y que resultaron en una revisión al proceso de gestión de las RIN fueron: i) la gestión integral del balance financiero del banco y; ii) la optimización de procesos y revisión del balance de riesgo y eficiencia.

IV.1 Gestión integral del balance financiero del banco

El patrimonio es un concepto fundamental dentro de los estados financieros de cualquier entidad. En el caso del BCCh tiene una característica especial, pues ha sido negativo la mayoría del tiempo desde comienzo de los años noventa.

Cabe tener presente que la variación en el patrimonio en moneda nacional está influida por la trayectoria del tipo de cambio, ya que los activos de reservas internacionales se mantienen en moneda extranjera y los pasivos en su gran mayoría están denominados en pesos; por lo tanto, una depreciación del tipo de cambio genera una mayor valorización de los activos medidos en pesos, resultando una utilidad que mejora el patrimonio, sucediendo lo contrario con las apreciaciones del tipo de cambio.

Hasta 1973, el patrimonio del BCCh representó en promedio 0,5% del PIB, situación que cambió en los siguientes años, alcanzando a 12,9% del PIB en 1980, explicado principalmente por el aumento en las reservas internacionales y la depreciación del tipo de cambio, cuya paridad pasó de 8,5 pesos por dólar en 1975 a 39 pesos por dólar en 1980. Sin embargo, en 1981, el patrimonio del BCCh tuvo una disminución significativa, debido principalmente a una caída de las RIN, acompañado de la determinación de mantener el tipo de cambio fijo durante ese período. Lo anterior implicó que no se generaran las utilidades experimentadas en los años anteriores por efecto de depreciación del peso chileno.

Entre 1982 y 1993, el patrimonio del BCCh aumentó casi 4 veces, lo que estuvo acompañado de un régimen de tipo de cambio flotante, franco crecimiento económico y de una política macroeconómica y marco institucional que fue ganando solidez con el paso del tiempo. Entre comienzos de 1994 y mediados de 1995 el patrimonio tuvo un deterioro importante, explicado principalmente por la apreciación del tipo de cambio y, en el año 1997, este se volvió negativo por primera vez, situación que se ha mantenido en los años posteriores.

Si bien la volatilidad del tipo de cambio se traduce en una mayor variación del patrimonio medido en moneda local, la principal razón detrás de la persistencia del patrimonio negativo, es la diferencia

existente entre la rentabilidad de los activos y el costo de los pasivos que los financian, es decir el diferencial de tasas interno externo^{5/}.

En el contexto anterior, el patrimonio negativo puede ser visto como el costo que debe ser pagado por el hecho de mantener reservas suficientes y de alta calidad para apoyar los dos objetivos que establece la ley para el BCCh, lo que, por cierto, también se traduce en una serie de externalidades positivas para el país. La condición de mantener patrimonio negativo no ha sido impedimento para que el BCCh, desde su autonomía en 1989, haya podido cumplir con éxito el esquema de metas de inflación.

Considerando que el BCCh busca tener una gestión eficiente de su balance financiero y considerando además los lineamientos planteados en la Planificación Estratégica 2018-2022, la DMF propuso ciertas medidas relacionadas con la gestión integral del balance financiero del BCCh, algunas de las cuales tenían otros objetivos, pero que igualmente afectan los resultados: i) disminución de la duración de la deuda del BCCh, implementando el plan anual de deuda a través de la colocación de Pagarés Descontables del Banco Central de Chile (PDBC) en lugar de Bonos, medida que por lo demás se encuentra en línea con las nuevas normas de liquidez; ii) eliminación de la remuneración del Encaje, lo que suprime el pago de intereses que el BCCh debía realizar a bancos y cooperativas de ahorro por el encaje exigido sobre depósitos y captaciones a plazo mayores a 30 días en moneda nacional y; iii) modificación del comparador referencial de las reservas internacionales, simplificando la estructura de portafolio e incrementado la duración desde 2 a 7 años, aproximadamente. En gran medida, este último cambio es el que motiva la actualización de este libro sobre gestión de reservas internacionales. La nueva estructura de portafolios y nuevo comparador referencial al que se hace referencia, se explican en detalle a partir de la Sección V: Política de Inversión.

IV.2 Optimización de procesos y revisión del balance de riesgo y eficiencia

En el contexto del proceso antes mencionado y con el objetivo de asegurar la adhesión a las mejores prácticas internacionales, la DMF solicitó al Banco Internacional de Pagos (BIS) realizar una evaluación de pares^{6/} ("*peer review*") a las actividades relacionadas con la gestión de las reservas. Este ejercicio se realizó durante el transcurso del año 2017.

La principal conclusión de la evaluación afirma que el BCCh tiene un enfoque adecuado y disciplinado en las actividades relacionadas con la gestión de reservas internacionales. Asimismo, y sin perjuicio que los procesos y metodologías para determinar la asignación estratégica y táctica de activos se encuentra ampliamente en línea con las prácticas utilizadas por instituciones de características similares, realizaron algunas sugerencias puntuales. Todo lo anterior, se puede resumir en dos puntos principales: i) revisar la lógica de la estructura de documentos que gobierna la gestión de las RIN. Esto, con el propósito de establecer una estructura de documentos diferenciados jerárquicamente en cuanto a niveles de responsabilidades y de aprobación. Lo anterior, con el objetivo de hacer más expedito el proceso de toma de decisiones ya que, hasta ese momento, todas las definiciones estratégicas, varias operativas y algunas administrativas relacionadas con la gestión de reservas

^{5/} Los cinco primeros párrafos de esta sección fueron extraídos y parcialmente modificados desde el documento "Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015", de la serie de Estudios Económicos Estadísticos del Banco Central de Chile (N° 124 de junio 2017).

^{6/} Las principales conclusiones del BIS *Peer review* se presentan en el Anexo I.



debían contar con la aprobación del Consejo del BCCh. La revisión sugerida por el BIS también consideró una revisión y actualización de las facultades delegadas en el DMF con el propósito de agilizar el proceso de toma de decisiones y; ii) realizar algunos ajustes a la metodología de definición del comparador referencial para asegurar que los procesos de optimización financiera sean más robustos.

En línea con las principales conclusiones del BIS, los focos de la Planificación Estratégica y las recomendaciones realizadas por la DMF, el Consejo aprobó un nuevo documento denominado Lineamientos Generales para la Gestión de las Reservas Internacionales del BCCh^{7/} (LGGR). Uno de sus propósitos fue reorganizar y revisar los principios y definiciones claves para la gestión de reservas.

De este modo, los LGGR corresponden al nivel más alto de definiciones dentro del proceso de administración de las RIN; en ellos el Consejo del BCCh define los objetivos que deben cumplir las RIN, la tolerancia al riesgo dentro del cual debe construirse la PI y la estructura administrativa y de control a las cuales estarán sujetas. Es en este documento donde se establece que las RIN constituyen una herramienta de política que dispone el BCCh para la consecución de sus principales objetivos y que para ellos los niveles de reservas absolutos y su liquidez deben ser los adecuados. De esta forma, los objetivos de liquidez y preservación de capital, constituyen los dos ejes centrales en la formulación de la Política de Inversiones. Adicionalmente, los LGGR señalan que el nivel adecuado de reservas y su liquidez se escogen para cumplir con los objetivos del Banco, teniendo en consideración sus implicancias patrimoniales.

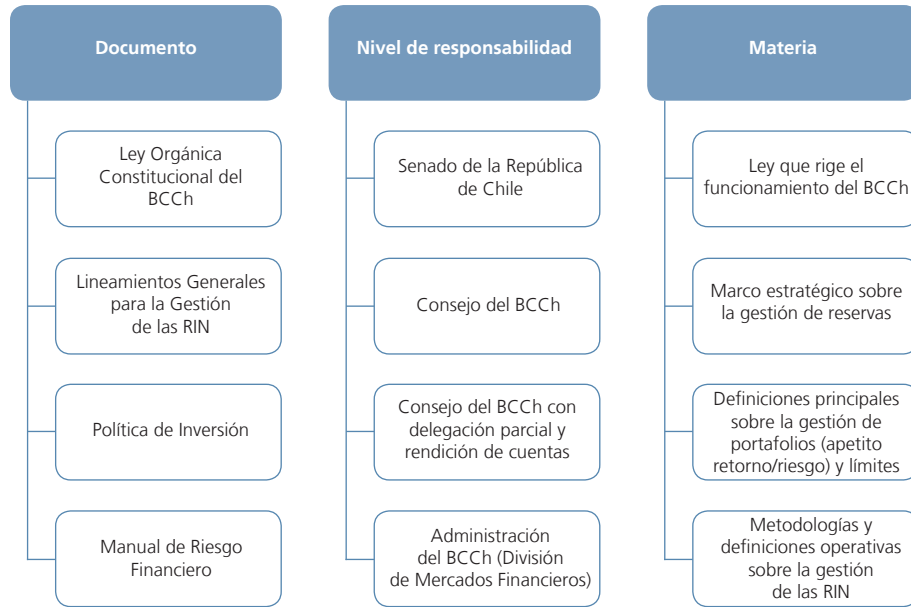
Considerando la existencia de los LGGR, la PI pudo ser modificada para acotar su contenido únicamente a los elementos más esenciales asociados a la gestión de portafolios, lo que se traduce principalmente en la definición de un comparador referencial y de límites a los riesgos. Asimismo, la PI contempla una nueva serie de facultades delegadas en el Gerente de División de Mercados Financieros (GDMF) con el propósito de agilizar el proceso de administración de reservas. De ello se da cuenta en la sección siguiente.

La Figura 1 resume la nueva estructura de documentos que gobierna la gestión de reservas, reflejando uno de los resultados derivados del ejercicio de planificación estratégica vigente a la fecha de la publicación de este texto.

^{7/} Las principales ideas planteadas en los Lineamientos Generales para la Gestión de las Reservas se encuentran en el Anexo II.

Figura 1.

Gobierno de la gestión de reservas internacionales



V. POLÍTICA DE INVERSIÓN

V.1 Aspectos generales

La Política de Inversión (PI) es un documento que se enmarca en lo establecido por la LOC del BCCh y en los principios señalados en los LGGR. En ella se establecen las principales directrices que gobiernan el proceso de inversión de los activos de reservas internacionales. La PI define la estructura de los portafolios administrados, los comparadores referenciales, los instrumentos, operaciones elegibles y criterios de elegibilidad de contrapartes. En ella además se definen un conjunto de facultades que el Consejo delega en el GDMF, lo cual tiene como objetivo agilizar el proceso de toma de decisiones y organizar la gobernanza de las RIN por niveles jerárquicos.

La estructura referencial del portafolio de inversiones que define la PI orienta las decisiones de inversión y permite identificar y medir los riesgos que el BCCh acepta en su gestión. Dicha estructura establece los parámetros fundamentales que guían la composición de monedas, la duración, la distribución del riesgo crediticio por tipo de riesgo e instrumentos, y los respectivos comparadores referenciales.

Como ya se explicó, la Planificación Estratégica para el quinquenio 2018-2022 contempló dentro de sus iniciativas la revisión a la gestión integral del balance financiero del banco. Producto de dicha revisión se propuso al Consejo del BCCh una nueva estructura de portafolios y de comparadores



referenciales, donde uno de los principales cambios respecto de la política de inversión anterior, dice relación con la extensión de la duración del portafolio de inversiones desde 2 a 7 años, aproximadamente. Esta nueva política de inversión fue aprobada por el Consejo del BCCh en febrero de 2019 e implementada a partir del día 11 de marzo.

La composición referencial del portafolio de inversiones se determinó a través de un análisis y optimización de media-varianza, en donde se utilizó un modelo basado en factores de riesgo en línea con la Teoría de Arbitraje (APT, por su sigla en inglés). La utilización de factores de riesgo facilita la interpretación económica de las exposiciones obtenidas. Adicionalmente, este tipo de optimización ofrece un perfil de riesgo-retorno más robusto en el tiempo que una optimización directa en activos y sus retornos esperados (ver Recuadro I).

En los siguientes apartados de esta sección se presentan los cinco aspectos más fundamentales de la PI, estos son: i) estructura de portafolios; ii) instrumentos elegibles; iii) facultades delegadas en el GDMF; iv) criterios para la contratación de servicios de terceros y; v) límites y restricciones que establece la PI los riesgos financieros y de crédito.

RECUADRO I.

Construcción del comparador referencial

La definición del nuevo comparador referencial se basa en los LGGR y en los resultados del estudio del nivel adecuado de reservas. Considerando lo anterior, se estableció que las reservas internacionales deberían contar con US\$16 billones para enfrentar potenciales necesidades de liquidez de manera más inmediata. Por este motivo, se definió un primer portafolio, equivalente al 45% de los activos del portafolio de inversiones, constituido únicamente por bonos nominales emitidos por el Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica (Portafolio de Liquidez).

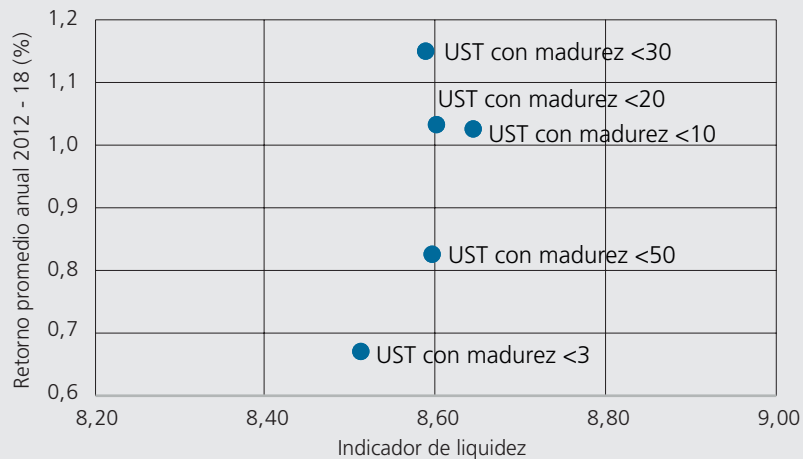
Otro elemento central para la definición del comprador referencial fue la reevaluación del concepto de liquidez. Una primera definición indica que estos deben ser instrumentos que puedan convertirse rápidamente a efectivo y a un costo acotado. Dentro de esta definición, los instrumentos usualmente considerados son las letras del tesoro del gobierno de Estados Unidos de Norteamérica, ya que presentan una gran profundidad de mercado y *spreads* de compra

y venta acotados. Como consecuencia, los portafolios de reservas típicamente mantienen una gran proporción de letras denominadas en dólares, lo que representa un costo de oportunidad relativamente alto para el balance de los bancos centrales. Sin embargo, es posible reducir ese costo financiero si se reconoce que los instrumentos de deuda a plazos mayores que emite el tesoro de Estados Unidos (*US Treasury notes and bonds*) siguen estando entre los activos de renta fija más líquidos a los cuales se puede tener acceso.

Al definir un indicador amplio de liquidez, que toma en consideración el diferencial *bid-ask*, la fecha de emisión y el tamaño de la emisión, entre otros factores, se observa que las ganancias de liquidez que ofrecen las letras por sobre los bonos del tesoro, son compensadas, en el largo plazo, por el exceso de retorno que estos últimos ofrecen. El gráfico siguiente muestra el retorno total y el nivel de liquidez de los bonos del Tesoro para distintas madureces.

Gráfico 2.

Retorno total y liquidez de los *US Treasury bonds* por grupo de madurez (porcentaje, años)



Fuente: Banco Central de Chile.



Para este ejercicio, solamente se consideraron instrumentos lo suficientemente líquidos, como los bonos nominales de deuda de EE.UU., ya que los instrumentos indizados a inflación no presentan un comportamiento similar. De esta forma, las restricciones para construir el comparador referencial se amplían para incluir, en su porción más líquida, además de letras del tesoro, a todos los instrumentos nominales de deuda del gobierno de Estados Unidos.

Para construir el comparador referencial del portafolio de inversiones, y en línea con una de

las recomendaciones de la evaluación de pares del BIS, se realizó una optimización global del portafolio y se introdujo una restricción para garantizar la liquidez deseada. Para esto se realizó la optimización del portafolio bajo la hipótesis de la Teoría de Arbitraje (*Arbitrage Pricing Theory* en inglés, APT por sus siglas), resolviendo la maximización de un problema media-varianza. Bajo la hipótesis de APT, se asume que los retornos de todos los activos financieros son explicados por una serie de factores macroeconómicos globales. Para el modelo utilizado se eligieron los siguientes factores^{9/}:

Tabla 2.

Factores utilizados en el modelo APT

Factores	Racional económico
Retornos reales	Movimiento en tasas reales afecta el valor presente de flujos de efectivo futuros.
Inflación	Movimiento en inflación afecta el valor de instrumentos no indexados.
Crédito	El riesgo de <i>default</i> afecta el premio.
Crecimiento económico	El estado de la economía afecta el retorno de ciertos tipos de activos.
Liquidez	Tener activos poco líquidos afecta el premio al disminuir la posibilidad de vender.
Mercados emergentes	Los mercados menos desarrollados ofrecen un premio por sobre los desarrollados.
<i>Commodities</i>	La volatilidad de los <i>commodities</i> genera retornos por sobre activos menos volátiles.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una vez definidos los factores, se realizó la optimización buscando el portafolio con mayor retorno por unidad de riesgo (mayor *sharpe ratio*). Al finalizar la primera etapa se buscaron los activos elegibles que mejor replican la exposición óptima a los factores del portafolio objetivo. Adicionalmente, en esta etapa se introdujo la restricción de que el 45% del portafolio resultante debía estar invertido en instrumentos nominales del gobierno de Estados Unidos.

Como resultado de este proceso se obtiene un portafolio con una alta diversificación y con los niveles de liquidez deseados. El nuevo comparador referencial presenta un aumento de duración en comparación al anterior, pasando

de 2 años a 6,6 años aproximadamente. Si bien, dicho aumento significa una mayor exposición al riesgo de tasas y una mayor volatilidad en los retornos, esta duración también está asociada a un mayor retorno en el largo plazo. Adicionalmente el comparador incluye solo instrumentos pertenecientes al riesgo soberano, con instrumentos nominales y reales. Los instrumentos reales o indizados a inflación se incorporan por primera vez al comparador referencial de las reservas del BCCh, y contribuyen a aumentar la diversificación del portafolio y a proteger su valor frente a alzas en la inflación. En términos de monedas, el portafolio disminuye la participación del dólar de EE.UU. y el euro frente a otras monedas como el dólar de Canadá, dólar de Australia y

^{9/} Los primeros seis factores utilizados corresponden a los factores y definiciones utilizadas por *Blackrock*; adicionalmente se incluyó el factor *commodities* ya que este permite explicar las dinámicas propias de los países "commodity dependientes" como Chile.

el renminbi, las que contribuyen a la obtención de mayores retornos y a un mayor nivel de diversificación de riesgos.

Con todo, el portafolio global tiene una duración modificada de 6,6 años y está compuesto por 7 monedas: dólar de Estados Unidos (52%), euro (11%), dólar de Canadá (9%), dólar de Australia (9%), libra esterlina (8%), renminbi de China (8%) y won de Corea (3%).

Con el objetivo de mantener el portafolio de inversiones separado en dos subportafolio donde cada uno de estos mantenga el foco en un objetivo, se divide el portafolio global en dos: i) Portafolio de Liquidez, cuyo objetivo es garantizar la liquidez de los recursos y; ii) Portafolio de Diversificación, con el objetivo de diversificar riesgos y obtener rentabilidad.

De esta forma, el Portafolio de Liquidez (45% del global) está compuesto solamente por bonos nominales del tesoro de Estados Unidos denominados dólares, mientras que el comparador referencial del Portafolio de Diversificación (55% del global) está compuesto por instrumentos de deuda en 7 monedas; específicamente: Bonos de Indexados a Inflación del Tesoro de Estados Unidos de América (12,7%), Bonos Nominales del Tesoro de Europa^{9/} (12,7%), Bonos Indexados a Inflación de Europa^{10/} (7,3%), Bonos Nominales del Tesoro de Australia (16,4%), Bonos Nominales del Tesoro de Canadá (16,4%), Bonos Nominales del Tesoro del Reino Unido (3,6%), Bonos Indexados a Inflación del Reino Unido (10,9%), Bonos Nominales del Tesoro de China (14,5%) y Bonos Nominales del Tesoro de Corea del Sur (5,5%).

^{9/} Se consideran países con clasificación de riesgo soberano entre A y AAA; y que cumplan con ciertos criterios de tamaño y profundidad de mercado.

^{10/} Índice excluye a Italia.



V.2 Estructura de portafolios

La definición del comparador referencial que se presenta en esta sección, considera las posibles necesidades de moneda extranjera que el banco pueda requerir a futuro, y el impacto que estas puedan tener sobre los resultados y riesgos del balance financiero del BCCh. En este apartado se da cuenta en mayor detalle de la estructura de portafolios y de las principales definiciones de la PI.

Las reservas internacionales están subdivididas en tres portafolios: (i) el de inversiones, que es el principal en tamaño, constituido principalmente por instrumentos de renta fija soberanos y es administrado directamente por el Banco y/o los administradores externos; (ii) el de caja, constituido principalmente por los saldos en dólares de EE.UU. mantenidos por la Tesorería General de la República, Codelco y empresas bancarias de la plaza y; (iii) el de otros activos, constituido por los Derechos Especiales de Giro (DEG), posición de reservas en el FMI, oro certificado y otros. A su vez, el portafolio de inversiones se subdivide en dos: (i) liquidez (45%) y; (ii) diversificación (55%). Para asegurar que el tamaño relativo de ellos se mantenga en línea con la estructura referencial, la PI contempla mecanismos de rebalanceo entre los sub portafolios.

La gestión de reservas internacionales permite que parte de la cartera sea administrada por gestores externos. El programa de administración externa de cartera vigente tiene como objetivos constituir un comparador activo para evaluar la gestión interna, de agregar valor económico al portafolio, y además de facilitar la transferencia de conocimiento, tecnología y las mejores prácticas internacionales en la administración de fondos. Este programa ha considerado, desde sus inicios, la tercerización de un volumen de recursos del orden del 3% al 5% del total del portafolio de inversiones. Al cierre del primer semestre de 2019, la porción del portafolio de inversiones gestionada por los administradores externos Amundi y Blackrock ascendía al 3% de las RIN.

El portafolio de inversiones administrado internamente cuenta con un presupuesto de riesgo global máximo equivalente a un promedio mensual de 25 puntos base anuales de *tracking error ex ante*, con un máximo que no podrá superar los 30 puntos base en cualquier momento del tiempo. Por su parte, los administradores externos gestionan una estructura referencial idéntica al portafolio global de inversiones y cuentan con un presupuesto de riesgo mensual promedio de 100 puntos base anuales de *tracking error ex ante*, con un máximo que no podrá superar los 150 puntos base en cualquier momento del tiempo^{1/}.

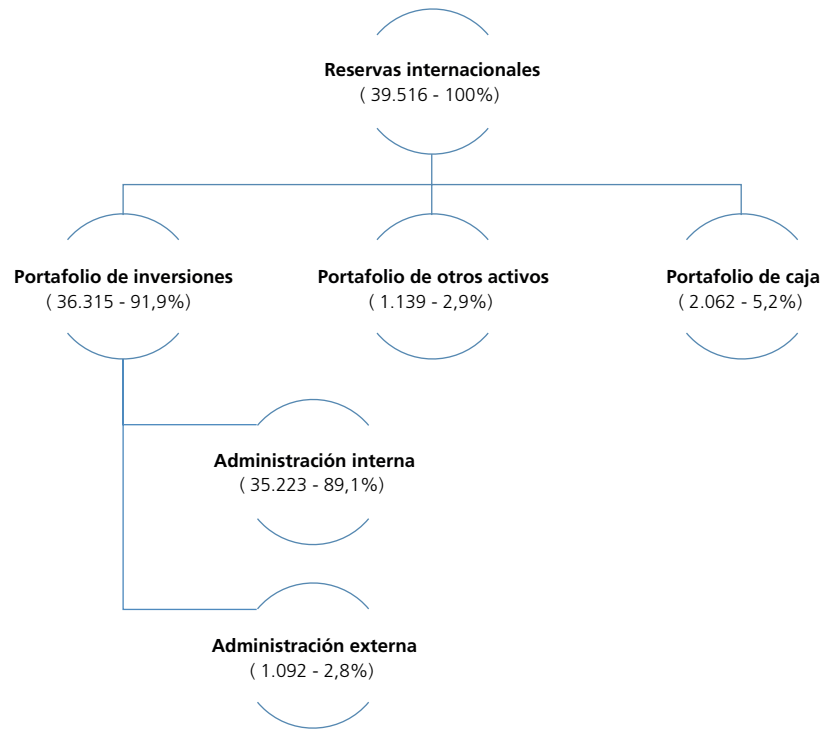
La Figura 2 ilustra la estructura de portafolios de las reservas internacionales que será descrita con mayor nivel de detalle en las secciones siguientes.

^{1/} A la fecha de redacción de este reporte, se encontraba en revisión el presupuesto de riesgo (*tracking error*) que será otorgado definitivamente a la administración interna y externa.

Figura 2.

Estructura de las reservas internacionales al 30 de junio de 2019

(US\$ billones)



Fuente: Banco Central de Chile.

V.2.1 Portafolio de liquidez

Dado el tamaño de las reservas, el **Portafolio de Liquidez** tiene como objetivo principal asegurar un adecuado nivel de liquidez que permita disponer, en todo momento del tiempo, de la cantidad de recursos necesarios para la consecución de las políticas del BCCh, en un plazo acotado y a un costo razonable. De esta forma, su comparador referencial está compuesto por bonos soberanos nominales emitidos por el tesoro de EE.UU. (en dólares), considerados instrumentos altamente líquidos y seguros, con una clasificación crediticia promedio de AAA. Tiene una duración aproximada de 6 años. Para asegurar que este portafolio pueda cumplir con su propósito, la PI no admite desviaciones en monedas, emisor y tipo de emisiones. Solo para efectos de la gestión del riesgo de tasas de interés, se permite en este subportafolio la inversión en letras y bonos nominales emitidos por el tesoro de EE.UU., así como el uso de futuros de eurodólares y de bonos del tesoro de EE.UU. Además, para la gestión de saldos se permite el uso de algunos instrumentos del mercado monetario.



V.2.2 Portafolio de diversificación

Por su parte, el **Portafolio de Diversificación** busca diversificar los riesgos a que están expuestas las inversiones y obtener rentabilidad en mediano y largo plazo. Su estructura referencial está compuesta por bonos soberanos nominales y bonos soberanos indexados a inflación. La porción nominal (69,09%) está constituida por instrumentos denominados en: dólar de Australia (16,36%), dólar de Canadá (16,36%), renminbi de China (14,55%), euro (12,73%), won de la República de Corea del Sur (5,45%) y libra esterlina (3,64%); mientras que la porción de bonos indexados a la inflación (30,91%) están denominados en: dólar de Estados Unidos (12,73%), euro (7,27%) y libra esterlina (10,91%). Para contribuir al logro de sus objetivos, este subportafolio tiene una duración de 7 años, aproximadamente.

Para el **Portafolio de Diversificación**, además de los instrumentos que forman parte de su comparador, son elegibles todos los instrumentos aprobados según el Manual de Riesgo Financiero. Los riesgos de dichos instrumentos se encuentran asociados a emisores pertenecientes al riesgo bancario, supranacional, soberano y de instituciones financieras externas o agencias. Adicionalmente, se permite el uso de futuros de eurodólares y de bonos del tesoro de EE.UU., de *Mortgage Backed Securities* (MBS) y *To Be Announced* (TBA).

V.2.3 Portafolio de inversiones

Considerando la suma de ambos subportafolios (liquidez más diversificación), el **Portafolio de Inversiones** tiene una estructura referencial global que en términos de monedas se define de la siguiente manera: dólar de Estados Unidos (52%), euro (11%), dólar de Canadá (9%), dólar de Australia (9%), libra esterlina (8%), renminbi (8%) y won de Corea del Sur (3%). El 83% del comparador referencial está constituido por instrumentos nominales, mientras que el 17% restante corresponde a instrumentos indexados a inflación. El riesgo de tasas de interés global, medido por duración modificada, es de 6,6 años, aproximadamente (tablas 3 y 4).

Tabla 3.

Composición referencial del portafolio de inversiones

(porcentaje, años)

Moneda	Portafolio de liquidez		Portafolio de diversificación		Portafolio de inversiones	
	Participación	Duración	Participación	Duración	Participación	Duración
USD	100	6,0	12,73	3,9	52	5,7
EUR			20,00	6,5	11	6,5
AUD			16,36	6,5	9	6,5
CAD			16,36	6,5	9	6,5
GBP			14,55	11,8	8	11,8
CNY			14,55	6,4	8	6,4
KRW			5,45	8,2	3	8,2
Total	100	6,0	100	7,0	100	6,6

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 4.

Desagregación del comparador referencial del portafolio de inversiones

(porcentaje)

Subportafolio	Nombre índice	Participación instrumentos por subportafolio	Participación instrumento*/
Portafolio de liquidez	<i>Global Aggregate Treasury USD</i>	100	45
	Total	100	45
Portafolio de diversificación	<i>Global Inflation-Linked USD</i>	12,73	7
	<i>Global Aggregate Treasury EUR</i>	12,73	7
	<i>Global Inflation-Linked EUR</i>	7,27	4
	<i>Global Aggregate Treasury AUD</i>	16,36	9
	<i>Global Aggregate Treasury CAD</i>	16,36	9
	<i>Global Aggregate Treasury GBP</i>	3,64	2
	<i>Global Inflation-Linked GBP</i>	10,91	6
	<i>Global Aggregate Treasury CNY</i>	14,55	8
	<i>Global Aggregate Treasury KRW</i>	5,45	3
	Total	100	55

*/ Porcentajes incluidos en esta columna, son en relación al total de activos en divisas, excluidos los recursos mantenidos en el Portafolio de Caja y en el Portafolio de Otros Activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto, la PI establece los índices que deben ser utilizados en la confección de los comparadores referenciales, los que en este caso corresponden a los de la familia *Bloomberg Barclays*. De acuerdo a las reglas preestablecidas por el proveedor, los instrumentos que forman parte del *benchmark* son rebalanceados con periodicidad mensual. Por su parte, los cambios en la ponderación de los subíndices del comparador producto de variaciones en los precios activos y paridades, son ajustados diariamente con el propósito de mantener la composición de monedas fija.

En cuanto al riesgo de crédito, la totalidad del comparador referencial del portafolio de inversiones se encuentra expuesto a riesgo soberano. A diferencia de los comparadores referenciales utilizados hasta el momento, para la porción denominada en euros (11%), además de Alemania, se contempla a un grupo de países que cumplen con requisitos asociados a riesgo de crédito y profundidad de mercado (Holanda, Francia, Bélgica, Austria, Finlandia, España e Irlanda).

V.2.4 Portafolio de caja

Por otra parte, el **Portafolio de Caja** tiene por objetivo cubrir los pasivos de los bancos comerciales y otras instituciones locales que pueden realizar depósitos en moneda extranjera en el BCCh. Se debe mencionar que, dada la naturaleza de los activos que lo constituyen, el tamaño de este subportafolio es determinado exógenamente, entre otros motivos por las necesidades que tiene la banca local de mantener encaje legal y/o constituir reserva técnica. Por este motivo su valor ha tenido un rango de fluctuación relativamente amplio, entre US\$1.500 a US\$5.000 millones.

El comparador referencial de este subportafolio considera la tasa de depósitos overnight de referencia de cada moneda utilizada, en proporción al monto mantenido en dicha moneda. La duración referencial corresponde al plazo promedio ponderado (por monto) de los pasivos que dan origen a los recursos del portafolio. Para su gestión se permite la mantención y uso de efectivo, depósitos *overnight*, *weekend* y a plazo. Adicionalmente, se permite la inversión en letras del



tesoro de EE.UU., Alemania y Japón, como alternativa a los instrumentos del mercado monetario, en casos excepcionales.

El Portafolio de Caja puede recibir o transferir fondos desde y hacia el Portafolio de Inversiones, sujeto a ciertas restricciones. Por otra parte, el portafolio de caja no se encuentra afecto a las restricciones de composición de monedas, duración, *tracking error* y otros límites que podrían aplicar al portafolio de inversiones. Únicamente aplican los criterios de monedas elegibles, operaciones elegibles y bancos elegibles, incluyendo los montos y plazos máximos de inversión permitidos para dichos bancos. A junio del año 2019, la composición de este portafolio era 100% en dólares de Estados Unidos.

V.2.5 Portafolio de otros activos

Por último, el **Portafolio de Otro Activos**, al estar constituido principalmente por recursos mantenidos en el FMI, no tiene un tratamiento particular en la PI. El tamaño y composición de este portafolio es el resultado de las decisiones estratégicas que adopta el Consejo del BCCh en materias relacionadas con organismos internacionales, como el FMI, y, eventualmente, relacionadas con las tenencias de oro^{12/}, teniendo en consideración los requisitos de la LOC.

V.3 Instrumentos y operaciones de monedas elegibles

Los instrumentos elegibles se encuentran asociados a emisores pertenecientes al riesgo bancario, supranacional, soberano y de instituciones financieras externas o agencias. Adicionalmente, se contempla en esta categorización al Banco Internacional de Pagos (BIS), perteneciente al riesgo supranacional, y a bancos centrales elegibles, pertenecientes al riesgo soberano. Las bolsas de productos financieros (*exchange*) y los bancos custodios no tienen asociación directa a las categorías de riesgo anteriores.

Para la gestión de los saldos de caja la PI contempla saldos en cuenta corriente, depósitos *overnight*, *weekend* y a plazo.

Por otra parte, los títulos elegibles para inversión son papeles comerciales, letras nominales, notas y bonos nominales a tasa fija y flotante, notas y bonos indexados a la inflación, notas y bonos *callable*, STRIPS del tesoro de EE.UU. y *Mortgage Backed Securities* de EE.UU.

Los derivados elegibles son los futuros de *eurodollar*, futuros de bonos del tesoro de EE.UU. y los *to be announced* (TBA). Para todos estos casos, el Manual de Riesgo Financiero establece restricciones específicas para asegurar la liquidez de los instrumentos transados y para controlar el apalancamiento.

Adicionalmente, la PI establece que podrán suscribirse contratos *forward* de monedas hasta el plazo de un año bajo las modalidades *Cash Delivery* y *Non-delivery* (NDF), con contrapartes elegibles para estos efectos. En estos casos, el MRF también establece límites y restricciones especiales de plazos y montos.

^{12/} US\$ 11,2 millones al cierre de junio de 2019.

En el caso de las operaciones de monedas, en modalidad *spot* y *forward*, el MRF establece las metodologías de cálculo de riesgo de crédito de las operaciones en presencia de contratos ISDA o ISDA más CSA, según sea el caso, con las contrapartes bancarias elegibles.

V.4 Facultades delegadas

En el contexto del ejercicio de revisión de pares ya comentado, el BIS recomendó realizar una revisión y actualización del esquema de facultades que el Consejo del BCCh delega en el GDMF, con el propósito de agilizar el proceso de toma de decisiones en la administración de reservas. Lo anterior, sujeto a que las facultades que se deleguen no involucren materias estratégicas cuyo nivel de decisión correspondan al Consejo del BCCh, tales como la definición del comparador referencial del portafolio de inversiones que define el apetito por retorno y riesgo de las reservas y los límites generales a los riesgos en los que se puede incurrir.

La sugerencia presentada por el BIS se encontraba en línea con uno de los focos de la Planificación Estratégica 2018-2022, esto es, “Fortalecer el Gobierno Corporativo del Banco de modo de equilibrar la tolerancia al riesgo y la eficiencia de los procesos de negocio, agilizando con ello la toma de decisiones y facilitando la innovación”.

Habida cuenta de estos antecedentes, y junto a la revisión del comparador referencial, la GDMF propuso un nuevo esquema de facultades delegadas, las que forman parte integral del documento que contiene la Política de Inversión.

Se hace presente que, en el uso de las facultades delegadas, el GDMF debe actuar, dependiendo de la materia a tratar, en conjunto con: i) la Gerencia de Riesgo Corporativo, la que actúa como contraparte técnica en las metodologías que aplican en la gestión y medición de los riesgos financieros y/o; ii) con la Fiscalía del BCCh, la que actúa como contraparte legal en aquellas materias que se relacionan con la Ley Orgánica Constitucional del BCCh y con la revisión y aprobación de contratos.

Adicionalmente, el GDMF debe dar cuenta del uso de las facultades delegadas al Consejo del BCCh con la periodicidad que este determine. A continuación, y de manera resumida, se presenta el nuevo esquema de facultades delegadas, el que entró en vigencia el 11 de marzo de 2019.

1. Facultad del GDMF para establecer el comparador referencial relevante para el portafolio de caja.
2. Facultad del GDMF para establecer el comparador referencial relevante para las tenencias de oro certificado.
3. Facultad del GDMF para modificar la o las políticas de inversión (exceptuando el comparador referencial) que aplicarán a la gestión externa de cartera, incluyendo aquellas definiciones que ya hayan sido aprobadas por el Consejo del BCCh para gestión interna.
4. Facultad del GDMF para modificar el listado de instrumentos elegibles.
5. Facultad del GDMF para aplicar límites y restricciones al uso de instrumentos elegibles.
6. Facultad del GDMF para modificar el listado de entidades elegibles para operaciones de monedas, así como el listado de operaciones elegibles de monedas.



7. Facultad del GDMF para suscribir contratos ISDA o ISDA más *Credit Support Annexes* con bancos elegibles.
8. Facultad del GDMF para establecer las metodologías y porcentajes de exposición que se aplicará en la asignación de riesgo de crédito de contrapartes bancarias con las que se tengan contratos ISDA o ISDA más *Credit Support Annexes*.
9. Facultad del GDMF para contratar y utilizar líneas de crédito dentro del contexto de la administración del Portafolio de Caja.
10. Facultad del GDMF para aprobar y modificar el listado de países elegibles, así como el monto máximo de inversión autorizado para cada uno de ellos.
11. Facultad del GDMF para establecer el listado de bancos centrales elegibles y las operaciones autorizadas para cada uno de ellos.
12. Facultad del GDMF para aprobar y modificar el listado de entidades supranacionales elegibles, así como el monto máximo de inversión autorizado para cada una de ellas, en conformidad con las metodologías de asignación de riesgo de crédito establecidas.
13. Facultad del GDMF para fijar el monto máximo de inversión autorizado para aquellas instituciones supranacionales que no cuenten con clasificación de riesgo, en conformidad con las metodologías de asignación de riesgo de crédito establecidas.
14. Facultad del GDMF para aprobar y modificar el listado de agencias elegibles, así como el monto máximo de inversión autorizado para cada una de ellas, en conformidad con las metodologías de asignación de riesgo de crédito establecidas.
15. Facultad del GDMF para aprobar y modificar el listado de bancos elegibles, así como el monto máximo de inversión autorizado para cada uno de ellos, en conformidad con las metodologías de asignación de riesgo de crédito establecidas.
16. Facultad del GDMF para mantener transitoriamente la elegibilidad de aquellas instituciones que, desempeñándose como banco corresponsal de las reservas internacionales, dejen de ser elegibles.
17. Facultad del GDMF para mantener los listados actualizados de intermediarios elegibles.
18. Facultad del GDMF para aprobar la inclusión de nuevos bancos centrales de países autorizados para inversión como entidades elegibles en su rol de custodio.
19. Facultad del GDMF para determinar y modificar los términos y condiciones asociados a los programas de préstamo de valores.
20. Facultad del GDMF para dictar y modificar el procedimiento operativo interno aplicable a las situaciones que puedan afectar excepcionalmente el cumplimiento de las pautas de inversión establecidas en la PI.
21. Facultad del GDMF para realizar operaciones de compra y venta de oro certificado, con la aprobación previa del Consejo respecto de la estrategia a implementar y de los montos a comprometer en las operaciones.
22. Facultad del GDMF para renunciar a la inmunidad de jurisdicción en los contratos que se suscriban con contrapartes extranjeras y que digan relación con el manejo de las reservas internacionales.

V.5 Criterios para la contratación de servicios de terceros

Para el correcto funcionamiento y gestión de las reservas internacionales, es necesario contar con servicios provistos por terceros. En los siguientes apartados, se presentan los requisitos y criterios generales que establece la PI para la contratación de los principales servicios que son requeridos por el BCCh.

V.5.1 Custodia de valores

La PI establece que se deberán mantener operaciones de custodia de reservas internacionales con uno o más custodios globales elegibles. Estas entidades serán bancos o instituciones financieras que presten el servicio de custodia global en términos relevantes, considerando activos en custodia, número de clientes y de mercados, calidad de servicio, tecnología y en general, cualquier otro atributo requerido para el adecuado funcionamiento del negocio de la custodia. Además, son elegibles como instituciones custodias el BIS y bancos centrales de países donde se inviertan las RIN o bien, que ofrezcan custodia de instrumentos denominados en las monedas en que se invierten las reservas.

El BCCh dispone a la fecha de dos instituciones que prestan los servicios de custodia global de valores, tanto para los recursos administrados internamente como para los administrados de manera externa. Estas son *JP Morgan Bank N.A.* y *State Street Bank & Trust Co.* Por otra parte, en el caso de las inversiones en el Interbank Bond Market de China se encuentra autorizada como institución custodia a la entidad *China Central Depository & Clearing Co.* y al Banco de la República Popular de China.

La selección y contratación de instituciones custodias, así como la modificación y término de la relación contractual con éstas, deberá contar con la aprobación del Consejo, y con el visto bueno de la Fiscalía en lo referente a los actos jurídicos que se deban suscribir al efecto.

Asimismo, la DMF debe realizar una evaluación anual del desempeño de los bancos custodios y someter cada dos años (o antes si es necesario) a consideración del Consejo la renovación de los custodios globales de las RIN; además, si corresponde, puede tomar la decisión de comenzar un proceso de selección de un nuevo o de nuevos custodios globales.

V.5.2 Programa de préstamos de valores (*Securities Lending*)

En el marco de los servicios de custodia global se insertan también los programas de préstamo de valores que permiten al BCCh obtener comisiones por el préstamo de los activos custodiados, recibiendo en garantía colaterales en instrumentos elegibles, y por montos que cubren entre el 102% y el 105% del valor prestado. El banco custodio, actuando como agente, limita el préstamo de los títulos solo a contrapartes autorizadas (*primary dealers*)^{13/}, a base diaria y extiende, asimismo, una garantía de indemnización explícita al BCCh, en el evento que el prestatario no concurriese oportunamente con la devolución del instrumento prestado. Este último, además, mantiene las posiciones custodiadas en cuentas separadas de su balance de manera que no exista riesgo de crédito.

^{13/} Los *dealers* primarios son instituciones financieras designadas por las oficinas del tesoro de los países emisores, para efectos de la colocación y distribución de sus títulos de deuda.



De acuerdo a la PI, son elegibles como intermediarios para estos programa instituciones que a su vez presten o puedan proveer el servicio de custodia al Banco Central, conforme a los criterios de elegibilidad vigentes. Los intermediarios elegibles deberán actuar bajo la modalidad de “Principales” de las transacciones que generen, o bajo la modalidad de “Agentes.” Las operaciones de préstamo de valores solo pueden realizarse en modalidad *overnight*, esto es, la devolución de los títulos otorgados en préstamo deberá realizarse el día hábil siguiente más próximo de la fecha del préstamo, conforme a las prácticas de liquidación de cada mercado.

A modo de referencia, durante el primer semestre de 2019, los programas de préstamo de valores que se mantienen vigente con los custodios *JP Morgan Bank N.A.* y *State Street Bank & Trust Co.* generaron un monto equivalente al 0,2 puntos base del total de reservas.

V.5.3 *Futures Commission Merchant (FCM) y Brokers de futuros*

Entre los instrumentos elegibles para la gestión de las reservas, la PI contempla el uso de futuros de *eurodollar* y de futuros de bonos del tesoro americano de 2, 5 y 10 años. Esto, con el propósito de disponer de instrumentos líquidos que contribuyan a la eficiencia en la gestión de la RIN.

Para estos efectos, la PI establece que se deberán mantener operaciones con al menos dos *Futures Commission Merchant* o “FCM’s”. Son elegibles aquellas instituciones reguladas por el *Commodity Futures Trading Commission* de los Estados Unidos (U.S. CFTC).

La selección y contratación de instituciones financieras especializadas que presten los servicios de FCM y *Broker* de Futuros, así como la modificación y término de la relación contractual con éstas, deberá contar con la aprobación del Consejo, y con el visto bueno de la Fiscalía en lo referente a los actos jurídicos que se deban suscribir al efecto. Entre los requisitos de selección se deberá considerar la cantidad y tipo de activos en los que operan, la calidad de servicio, tecnología y en general, cualquier otro atributo requerido para el adecuado funcionamiento del negocio.

V.5.4 *Administradores externos*

El programa de administradores externos, cuyo inicio data de 1995, consiste en la contratación de instituciones extranjeras especializadas en la administración de cartera, para que administren, por cuenta del BCCh, un porcentaje de sus activos en divisas, de acuerdo con un mandato previamente aprobado.

Los objetivos prioritarios asociados al programa de administración externa de cartera son: i) constituir un comparador activo para el portafolio de administración interna y; ii) agregar valor al portafolio de reservas internacionales. El programa está estructurado en períodos de dos a tres años de duración, los que se inician con un proceso de selección de administradores y finalizan con un proceso de evaluación y eventual continuidad del mandato.

La PI establece que podrán ser consideradas para prestar los servicios de administración externa de cartera aquellas firmas internacionales que ofrezcan servicios integrales. Para esto se considerada su experiencia en la clase de activo que se desea externalizar, sus retornos históricos, el número y tipo de clientes cubiertos, la calidad de servicio otorgado, tecnología y en general, cualquier otro atributo requerido para el correcto funcionamiento del negocio de administración de cartera.

Si bien los montos externalizados son relativamente pequeños en relación al total del portafolio de reservas, los programas de administradores externos son relevantes para el BCCCh por los objetivos que persigue.

Al cierre de junio 2019, una porción del portafolio de inversiones era gestionado por dos administradores externos: *Blackrock Institutional Trust Company N.A.* y *Amundi Asset Management*. Estas firmas se incorporaron en febrero y octubre de 2016, respectivamente, con un mandato de US\$500 millones aproximadamente cada una, equivalente al 2,80%^{14/} de las reservas internacionales. Ambas firmas gestionaron un mandato de renta fija de gobierno global de largo plazo con una estructura equivalente a la del portafolio de administración interna.

La evaluación del desempeño de los administradores externos se basa en los resultados de su gestión y su comparación con los resultados de la administración interna, en los riesgos de mercado tomados y otras variables, tales como costos de administración y aportes por transferencia de conocimientos.

V.6 Límites y restricciones que establece la PI

La PI establece además otros criterios y restricciones como medidas complementarias para acotar los riesgos financieros. Se refieren a criterios de elegibilidad por emisor, operaciones elegibles, tratamiento al uso de instrumentos derivados e intermediarios elegibles, entre otros. Estos elementos se encuentran estrechamente vinculados a la gestión de los riesgos financieros de las reservas internacionales y, a su vez, su administración es materia del Manual de Riesgos Financiero (MRF), tema que es desarrollado en la siguiente sección del documento.

VI. MANUAL DE RIESGOS FINANCIEROS

La Política de Inversión (PI) define la estructura de los portafolios administrados y sus comparadores, además de los instrumentos, operaciones elegibles y los criterios de elegibilidad de las contrapartes. Por su parte, el MRF, documento que es aprobado por la DMF, contiene el detalle de las metodologías y procedimientos necesarios para limitar, medir y gestionar los principales riesgos financieros de las RIN, siguiendo los lineamientos establecidos en la PI. De este modo, el MRF es considerado como un complemento de la PI y, en conjunto, ambos documentos determinan el proceso de inversión de las reservas internacionales (RIN).

En términos prácticos, el MRF contiene un conjunto de metodologías y límites específicos que aplican en la gestión de las RIN. Con el propósito de agilizar el proceso de toma de decisiones, principalmente en aquellos aspectos que no involucran decisiones estratégicas del Consejo, el MRF puede ser aplicado y/o modificado por el GDMF haciendo uso de las facultades delegadas. De este modo, la mayor parte de las facultades delegadas que fueron enumeradas en el apartado anterior operan sobre las metodologías y límites del MRF, debiendo el GDMF actuar conjuntamente con la

^{14/} Cifra corresponde al valor de mercado de los portafolios administrados externamente respecto del total de reservas internacionales, al 30 de junio de 2019.



GRC y/o Fiscalía, según la materia tratada. El GDMF debe informar periódicamente al Consejo sobre el uso de dichas facultades.

Por otra parte, y con el propósito de asegurar un adecuado nivel de control sobre los aspectos más fundamentales del MRF, la GRC actúa como contraparte técnica de la DMF, aprobando los cambios metodológicos que se propongan en materias relacionadas con la definición y medición de los retornos, riesgos de mercado y de crédito. A su vez, las definiciones y límites que entrega el MRF sirven de base para la realización de las actividades de compliance, las que son llevadas a cabo, de manera independiente, por la GRC.

A continuación, y a modo ilustrativo, se presentan algunos de los elementos principales del MRF.

VI.1 Riesgo de crédito

La PI establece que son elegibles el riesgo bancario (máximo 10% del portafolio de inversiones), el riesgo supranacional (máximo 20% del portafolio de inversiones), el riesgo soberano (máximo 100% del portafolio de inversiones) y el riesgo de instituciones financieras externas o agencias (máximo 10% del portafolio de inversiones). Los límites establecidos por tipo de riesgo son globales, esto es, aplican para la suma de los recursos administrados internamente y por los administradores externos. Se excluyen de este cálculo los recursos mantenidos en el portafolio de caja y en el Portafolio de Otros Activos.

Establecidos los riesgos elegibles y los límites globales a cada uno de ellos, el MRF establece los criterios de selección para emisores, así como las metodologías para la asignación de límites y plazos máximos de inversión, según corresponda. Dichas metodologías se basan, principalmente, en consideraciones de rating crediticio, patrimonio y/o tipos de garantías de los emisores de deuda, tal como se describe de manera genérica, a continuación.

Para que una institución bancaria sea elegible, se exige un patrimonio mínimo de US\$ 1.000 millones y una clasificación de riesgo de crédito promedio mínima de A-. Por su parte, la asignación de límites de riesgo bancario se realiza por institución, en intervalos discretos entre US\$ 100 millones y US\$ 1,000 millones, considerando además plazos máximos de inversión entre 1 y 12 meses. Para obtener la asignación final (plazo/monto), se consideran conjuntamente criterios asociados al patrimonio y clasificación de riesgo promedio de las instituciones bancarias.

En el caso del riesgo soberano, son elegibles aquellos países que forman parte del comparador referencial. Para aquellos países que no forman parte del comparador referencial se exige que en los últimos 12 meses cuenten con una clasificación de riesgo promedio "A-" y que cumplan con ciertos requisitos mínimos asociados a criterios de lavado de activos. La asignación de márgenes de inversión a los países elegibles se determina considerando una evaluación global de los siguientes factores: a) las clasificaciones de riesgo; b) el tamaño económico de los países medido por el PIB; c) la relación deuda pública a PIB y otros indicadores de profundidad de los mercados financieros y; d) la importancia de las divisas en la composición de monedas del portafolio de activos internacionales del Banco. El límite otorgado a los países elegibles comienza en US\$ 1.000 millones y alcanza hasta los US\$ 25.000 millones, en el caso de EE.UU. de América.

En cuanto al riesgo supranacional, son elegibles aquellas entidades supranacionales que en los últimos 12 meses cuenten con una clasificación de riesgo de largo plazo igual o superior a “AA-”, emitidas por al menos dos agencias clasificadoras de riesgo seleccionadas. Los límites individuales por emisor dependen del tipo de institución de que se trate, de la clasificación de riesgo de cada una de ellas y de su patrimonio. A modo de ejemplo, el BIS y el Banco Central Europeo (ECB) son considerados en esta categoría y es posible invertir en ellos hasta el 100% del límite asignado al riesgo supranacional (20% del portafolio de inversiones). Para los demás emisores, se puede asignar montos equivalentes al 10%, 20% y 40% del límite asignado al riesgo supranacional, dependiendo de consideración de patrimonio y rating promedio.

En el caso de las instituciones financieras externas, son elegibles aquellas agencias de países elegibles que en los últimos 12 meses cuenten con una clasificación de riesgo equivalente a “AA-” o mejor, en al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo internacional seleccionadas. Adicionalmente deberán tener un patrimonio mínimo equivalente a USD 1.000 millones, o bien, contar con garantías vinculantes de sus respectivos Gobiernos, o con líneas de apoyo financiero por parte de éstos superiores a USD 1.000 millones.

Para el caso de las agencias de los EE.UU., las inversiones no podrán exceder de un 7,5% del portafolio respecto de un mismo emisor (*Fannie Mae* y *Freddie Mac*), exceptuando a *Ginnie Mae*, para la cual el límite máximo será de hasta un 10% del portafolio de inversiones. Para las restantes agencias, los límites de inversión son establecidos en cada caso, donde el límite máximo para un emisor individual no puede superar el 2% del portafolio de inversiones.

Establecido el comparador referencial, cuya exposición es 100% a riesgo soberano, y establecida la elegibilidad de riesgos y los límites asociados a cada emisor individual, la tabla 5 presenta la composición del portafolio de inversiones de las RIN según el tipo de riesgo de crédito y clasificación crediticia. Al cierre de Junio de 2019, el 98,4% se encontraba invertido en riesgo soberano, 1,5% en riesgo supranacional, 0,1% en riesgo de agencia y 0% en riesgo bancario.

Tabla 5.

Composición de las RIN según tipo de riesgo y riesgo de crédito^{15/} (porcentaje)

Tipo de riesgo de crédito	Clasificación crediticia							Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	
Agencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Bancario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Soberano	70,2	0,6	15,1	0,5	9,8	0,0	2,1	98,4
Supranacional	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
Total	71,8	0,6	15,1	0,5	9,8	0,0	2,1	100,0

Fuente: Banco Central de Chile.

^{15/} Solo considera posiciones mantenidas en títulos de inversión, excluyendo posiciones en *forwards* de monedas. En el caso del riesgo supranacional, se considera que el BIS tiene rating crediticio equivalente a la máxima categoría (AAA).



VI.2 Riesgo de contraparte (intermediarios financieros)

En la medida que cumplan con los requisitos de selección para inversión, son elegibles para el servicio de intermediación las instituciones multilaterales, *brokers* de derivados transados en bolsa, bancos centrales y bancos custodios. Adicionalmente, son elegibles para intermediación aquellos bancos comerciales que, siendo elegibles para inversión, presten directamente el servicio de intermediación, o bien, las subsidiarias de estas entidades, en la medida que dichas subsidiarias cumplan con los requisitos de rating mínimo establecidos y que los correspondientes bancos matrices acrediten a lo menos el 90% de la propiedad.

Para la ejecución de las operaciones de compra y venta de instrumentos financieros, también son elegibles los “*dealers* primarios” de aquellos países que forman parte del comparador referencial, cuyos nombres se encuentren en los listados oficiales publicados por los bancos centrales o por las oficinas de deuda pública de cada país.

VI.3 Riesgo de mercado

El riesgo de mercado se acota, principalmente, mediante la diversificación de monedas, instrumentos y plazos de inversión implícitos en la estructura del comparador referencial. Para limitar el riesgo del gestor de cartera, el riesgo de mercado se acota a través de un presupuesto de riesgo (*tracking error*). La gestión interna el portafolio de inversiones tiene un presupuesto de riesgo global máximo equivalente a un promedio mensual de 25 puntos base anuales de *tracking error ex ante*, con un máximo que no podrá superar los 30 puntos base en cualquier momento del tiempo.

Adicionalmente se utilizan otras medidas complementarias para monitorear el riesgo de mercado, tal como los valores en riesgo (*value at risk, VaR*), absolutos y relativos, utilizando el método paramétrico, con horizonte diario, nivel de confianza de 95% y factor de decaimiento de 0,94.

VII. RETORNOS HISTÓRICOS DE LA GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El promedio anual del retorno total de la gestión de reservas internacionales, para el período 2009 - 2018, alcanzó 0.24% medido en dólares de EE.UU. Por su parte, el retorno diferencial respecto de la estructura referencial utilizado para evaluar la gestión de las inversiones fue, en promedio, 2 puntos base para el mismo período.

Tabla 6.

Retornos de las reservas internacionales (% anualizado)

Período	En moneda de origen			En dólares de EE.UU.		
	RRII	Benchmark	Diferencial	RRII	Benchmark	Diferencial
2018	1,70	0,80	0,90	-0,35	-0,32	-0,03
2017	0,77	0,62	0,15	4,17	4,06	0,11
2016	0,90	0,90	0,00	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-0,17	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	0,13	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	0,06	-0,71	-0,77	0,06
2012	0,66	1,01	-0,35	1,43	1,77	-0,35
2011	2,43	2,41	0,02	1,22	1,20	0,02
2010	2,10	2,19	-0,09	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	0,50	3,34	2,85	0,50

Fuente: Banco Central de Chile.

VIII. TRANSPARENCIA EN LA GESTIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

El Banco Central de Chile busca realizar su gestión con eficiencia, en un marco de creciente transparencia e incorporando de manera permanente la aplicación de criterios y políticas que adhieran a las mejores prácticas sobre la materia.

En el 2006, el Consejo del Banco estableció en carácter de política institucional la entrega de información sobre la gestión de las RIN al Presidente de la República y al Senado, a través de la *Memoria Anual* y el *Informe de Política Monetaria* de septiembre, y al público en general, a través de la publicación de esta información en el sitio *web* del Banco. Dicha información se refiere a los objetivos de la gestión de reservas internacionales, el marco institucional de su administración, las políticas de inversión, la composición y características básicas de dichas reservas, así como la administración de riesgos y la rentabilidad obtenida por el Banco por estos conceptos.

Adicionalmente, el Consejo ha establecido como parte de sus políticas institucionales la entrega de información sobre la gestión de las reservas internacionales al Presidente de la República, al Senado y al público en general, a través de la publicación de esta información en el *Informe de Política Monetaria*, en la *Memoria Anual* y en el sitio *web* del Banco. Esta decisión consolida las prácticas del BCCCh sobre la materia, las que cumplen con las directrices de transparencia recomendadas por el FMI.

A continuación, se presentan los principales medios por los cuales el BCCCh da a conocer la gestión de reservas internacionales.

Libro de gestión de reservas internacionales: publicado en los años 2006, 2011, 2012 y 2019, da cuenta detallada de la gestión de las reservas, incluyendo sus objetivos, el marco institucional, organizacional y de responsabilidades, así como los lineamientos que orientan las decisiones de inversión y la administración de los riesgos asociados. Se especifica la composición referencial de activos por moneda, plazo, duración e instrumentos que guían las inversiones.



Memoria Anual e Informe de Política Monetaria (IPOM): Se publica en la Memoria Anual y en el IPOM correspondiente al mes de septiembre de cada año un apartado y anexo sobre la gestión de las reservas internacionales. Se da cuenta de los principios y objetivos que gobiernan la gestión de las reservas, se presenta el detalle de los posicionamientos de los portafolios y los resultados de gestión.

Boletín Mensual del BCCh, Informe de Coyuntura Semanales y Memoria Anual: Como parte de los mecanismos de publicación de estadísticas del BCCh, los niveles de reservas se dan a conocer en forma semanal en los Indicadores de Coyuntura Semanal, mensual en el Boletín Mensual, y anual en la Memoria Anual. Adicionalmente, esta información está disponible en la base de datos estadísticos del BCCh que se encuentra disponible al público en el sitio web del Banco y a través del mecanismo de divulgación estadística del FMI.

Diario Oficial (medio de circulación nacional), Memoria Anual, sitio web del BCCh e Informe de Política Monetaria (IPOM): Los balances y estados de resultados del BCCh se encuentran auditados por empresas auditoras externas e independientes, y se publican habitualmente en distintos medios de difusión.

IX. CONTROL DE GESTIÓN INTERNO

El riesgo operativo inherente a la gestión de activos es mitigado, en primer lugar, a través de la separación de funciones y responsabilidades en distintos niveles jerárquicos, así como la aplicación de controles internos y externos. Estos controles abarcan los ejercicios de auditoría internos y externos donde se revisan los distintos procesos, las continuas rendiciones de cuentas al Consejo y la publicación periódica de la información relevante en documentos oficiales. Adicionalmente, y con el objetivo de evaluar y mejorar las prácticas vigentes en la administración, se solicitan asesorías, de manera regular, a otros bancos centrales e instituciones internacionales.

Al interior de la GMI, existen procedimientos administrativos cuyo objetivo es mitigar el riesgo operacional, en ellos se establecen las distintas etapas que debe cumplir cada operación asociada a la administración. La GDMF utiliza, además, sistemas de administración que le permiten pre ingresar y validar cada operación antes de ser cursada. A su vez, la GOSP cuenta con aplicaciones informáticas, procedimientos administrativos y controles en los procesos de registro de las operaciones. De esta forma, ninguna operación puede ser completada sin las respectivas autorizaciones de un operador de mesa DMI y de tres profesionales de la GOSP.

La Gerencia de Riesgo Corporativo, es la unidad encargada de evaluar y gestionar los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del Banco, reportando directamente al Consejo y Gerente General. Conforme a ello ejerce las funciones de *compliance* financiero, a través de la revisión permanente del cumplimiento de las pautas de inversión definidas por el Consejo del Banco, incluyendo el control de cumplimiento de los límites a la exposición a instituciones y márgenes, así como de los procedimientos administrativos internos establecidos para las operaciones financieras asociadas a la administración de las reservas. La GRC actúa también como contraparte técnica de la GDMF en la definición de las políticas de inversión y en los procesos de gestión de riesgos de las operaciones financieras. La Contraloría, es la encargada de evaluar periódicamente la eficiencia y eficacia del control interno, administración de riesgos operacionales y el gobierno del proceso integrado de administración de reservas. La Fiscalía, revisa previamente todos los acuerdos,

resoluciones y contratos, así como los demás actos que requieran ser objeto de análisis jurídico, de modo de resguardar que las inversiones se efectúen en conformidad con las disposiciones legales citadas y que los contratos se ajusten a criterios jurídicos aceptables.

Para la gestión de reservas, el banco cuenta con aplicaciones computacionales que operan con estándares de calidad de mercado. En este apartado destaca la implementación del sistema Wall Street Suite 7.4 para la administración de reservas internacionales realizada durante el primer semestre del 2019; este sistema vino a remplazar la versión 6.5 del mismo software. En el nuevo sistema se incluyeron, por primera vez, las funcionalidades correspondientes a la gestión de riesgo y retorno, aumentando la eficiencia en el uso de las herramientas tecnológicas en los procesos internos. Adicionalmente durante la implementación se incorporaron medidas enfocadas a aumentar la seguridad y resiliencia del sistema frente a posibles contingencias.

Con el objetivo de garantizar la continuidad operativa tanto en la administración de las reservas internacionales como de los recursos fiscales ante problemas con la infraestructura física y tecnológica, el Banco Central de Chile realiza de forma periódica ejercicios de continuidad operativa fuera de sus dependencias centrales. Durante estos ejercicios un equipo de contingencia debe realizar todas las funciones de administración; en cada uno de ellos participa personal de todas las áreas involucradas en el proceso de gestión (GMI, GRC y GOSP).

Para abordar los desafíos de la ciberseguridad, durante el año 2018 el banco creó el Departamento de Ciberseguridad dependiente de la Gerencia de Tecnología. Este departamento es el encargado de gestionar los temas de ciberseguridad del banco, incluidos los procesos de NIST (Protección, Monitoreo, Respuesta y Gobierno), así como promover una cultura de ciberseguridad a nivel institucional. La creación de este departamento es una respuesta a los crecientes desafíos que la tecnología ha ido abriendo en este campo, y al cumplimiento del mandato institucional y constitucional de garantizar la estabilidad en el funcionamiento del sistema de pagos.



ANEXO I.

Revisión de Pares del BIS 2017

En línea con la Planificación Estratégica 2018-2022, en octubre de 2017 la DMF solicitó al *Bank for International Settlements* realizar una evaluación de pares ("*peer review*") a las actividades relacionadas con la inversión de las Reservas Internacionales (RIN), con el objetivo de obtener recomendaciones basadas en las mejores prácticas internacionales.

Para efectos de la evaluación de pares llevada a cabo por el BIS, el grupo de comparación relevante para el BCCh fueron los bancos centrales y autoridades monetarias de países con niveles de ingreso medio-alto, con una participación relativamente alta de *commodities* en sus exportaciones y un nivel de reservas adecuado (según métricas del FMI y/o regla de Guidotti). De acuerdo a este criterio, 19 bancos centrales conformaron el grupo de pares del BCCh, y las comparaciones realizadas se resumen en: 1) Marco de referencia para la definición del comparador referencial (SAA); 2) Inversiones y estilo de inversión; 3) Tolerancia al riesgo de crédito; 4) Prácticas de outsourcing (administradores externos); y 5) Segregación de las reservas por tramos de inversión ("*Tranching*").

El BIS basó su análisis en información recopilada en documentos internos del BCCh, entrevistas con gerentes del BCCh involucrados directa e indirectamente en el proceso de gestión de reservas y en reunión con jefes de departamento y su *staff*. Dichas entrevistas se realizaron en dependencias del BCCh gracias a la visita que realizaron a Chile los profesionales del BIS a cargo del ejercicio.

El estudio concluyó que el BCCh tiene un enfoque disciplinado en el manejo de sus reservas. Los evaluadores del BIS destacaron que, aunque los procesos y metodologías utilizados por el BCCh para la definición del comparador referencial y la asignación táctica de activos (estrategia de inversión) se encontraban en línea con las mejores prácticas de bancos centrales comparables, también señalaron que había espacio para optimizar los mismos.

En materia de gobernanza, el BIS recomendó que la documentación asociada a la gestión de las RIN esté articulada por medio de una "estructura de documentos jerárquicos", que vayan desde lo más general a lo más particular. Adicionalmente, indicó que las modificaciones al Manual de Políticas vigente fuesen delegadas en otras unidades del Banco, sugiriendo un esquema de "responsabilidades escalonadas", que se alinee con la estructura jerárquica de los documentos que gobiernan la gestión de reservas. Otras recomendaciones incluyeron la definición del marco institucional, definición de los objetivos de gestión de reservas y la identificación de parámetros objetivos (métricas) asociados a éstos.

Respecto a la gestión estratégica de activos (composición del comparador referencial), el BIS argumentó que una optimización global de los portafolios que componen las reservas internacionales entregaría información valiosa para el análisis y eventualmente se obtendrían mejores resultados en la gestión. El *peer review* destacó que las decisiones sobre el comparador referencial se deben realizar sobre información lo más objetiva posible. Señalaron que una manera de hacer esto es por la vía de modelos de factores de riesgo que proyecten hacia el futuro y permitan obtener retornos esperados para las clases de activos relevantes. Para ello, recomendaron desarrollar la capacidad de aplicar técnicas de modelo de factores en la asignación estratégica de activos.

Para efectos de la gestión táctica de activos (estrategia de inversión) realizaron algunas recomendaciones tendientes a fortalecer el proceso interno.

Durante el primer semestre del 2018, se presentaron al Consejo los resultados de esta evaluación. En ese contexto, se propuso al Consejo establecer un documento que contenga los "Lineamientos Generales para la Gestión de las Reservas Internacionales". Este documento se haría cargo de los temas asociados a la gobernanza y el marco institucional para la gestión de reservas. Adicionalmente se propuso establecer un documento que contuviese la "Política de Inversión de Reservas Internacionales", separado del documento anterior. También se propuso agregar nuevas "facultades delegadas", las cuales estarían enfocadas en los aspectos operativos de la Política de Inversión y se alinearían con la Planificación Estratégica 2018-2022.



ANEXO II.

Lineamientos Generales para la Gestión de Reservas Internacionales (LGGR)

Consistente con la Planificación Estratégica y las recomendaciones del peer review del BIS, la División de Mercados Financieros (DMF), con apoyo del Consejo, elaboraron el documento “Lineamientos Generales para la Gestión de las Reservas Internacionales”. En este documento se abordan los aspectos más fundamentales y generales del mandato que tiene el Banco Central de Chile, y cómo esto se relaciona con la gestión de las reservas internacionales (RIN). Específicamente, el documento contempla los siguientes puntos: 1) objetivos del BCCh y rol de las RIN, 2) gobierno corporativo, 3) nivel de reservas, 4) política de inversión, 5) proceso de inversión y 6) rendición de cuentas.

En relación al primer punto, los LGGR señalan que las reservas internacionales constituyen una de las herramientas de política de que dispone el Consejo para la consecución de sus principales objetivos, que son velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En los regímenes de tipo de cambio flotante, como tiene Chile, las reservas internacionales se utilizan para proveer liquidez en moneda extranjera a fin de cumplir con los objetivos antedichos.

Para que las reservas sean una herramienta efectiva que permita enfrentar las situaciones descritas en el párrafo anterior, los niveles absolutos y de liquidez de las reservas deben ser los adecuados. Una vez que esto se logra, las RIN pueden variar por movimientos en precios y paridades, pero estos cambios no alterarán la capacidad del BCCh de cumplir sus objetivos.

Respecto al gobierno corporativo, a partir del mandato establecido en la LOC, y sobre la base de un conjunto de prácticas y políticas congruentes con las recomendaciones internacionales, existe a nivel institucional una separación de autoridad y responsabilidades por distintos niveles jerárquicos. En este sentido, el primer nivel de decisión corresponde al Consejo del BCCh, quien define los objetivos de la administración de reservas, los niveles de tolerancia al riesgo, y aprueba la Política de Inversiones (PI). En el segundo nivel, la División de Mercados Financieros implementa la estrategia de gestión de reservas internacionales, asesora al Consejo en materias económicas, financieras y administrativas, y propone al Consejo la Política de Inversión. De la DMF, dependen otras gerencias y departamentos, para la gestión de las RIN y los Fondos Fiscales, y de los procesos de back-office asociados. Adicionalmente, la Gerencia de Riesgo Corporativo, la Contraloría, el Comité de Auditoría y Cumplimiento, y la Fiscalía, ejercen funciones de control y supervisión de los distintos procesos relacionados.

En relación al nivel de reservas, el BCCh debe mantener un nivel adecuado de éstas para cumplir con sus objetivos de política, y el Consejo realiza, con el apoyo de la DMF, revisiones periódicas sobre la materia. Para estos efectos se utiliza como referencia un conjunto de principios, prácticas e indicadores obtenidos de la experiencia internacional, así como la coherencia con el conjunto de políticas del Banco.

Establecido el nivel de reservas, el Consejo aprueba la Política de Inversión que define el marco estratégico que es utilizado para el proceso de gestión de las mismas. El proceso de inversión de las reservas internacionales se rige por una estructura referencial o *benchmark*,

que representa la mejor estimación del Banco de la combinación de inversiones en moneda extranjera que maximiza el rendimiento a largo plazo, sujeto a un nivel aceptable de riesgo y a los requisitos generales de seguridad y liquidez. La política de inversiones define, de esta forma, la composición de monedas, clases de activos, operaciones elegibles y el tamaño de cada sub-portafolio, entre otros parámetros relevantes. Adicionalmente, la PI contempla criterios de elegibilidad y límites de exposición máxima a países, monedas, emisores, instrumentos y otros necesarios para controlar la exposición a los riesgos presentes en las inversiones. En concreto, se definen dos portafolios de reservas, uno cuyo objetivo es asegurar un adecuado nivel de liquidez, y el otro con el propósito de diversificar riesgos y obtener rentabilidad.

El proceso de inversión de la gestión de las reservas se encuentra basado en un enfoque de procesos, el cual promueve la segregación de funciones a distintos niveles, permite generar un mayor grado de *accountability*, acota los riesgos operacionales, y facilita el control interno. Además, se contempla el uso de administradores externos de cartera, los cuales sirven como un comparador activo para la gestión del BCCh, y el programa de préstamos de valores con instituciones custodia, que permite agregar valor económico adicional a la cartera.

Respecto a la rendición de cuentas, la DMF presenta anualmente al Consejo una evaluación del comparador referencial desde la perspectiva del cumplimiento de los objetivos más generales del Banco. Adicionalmente, el Consejo evalúa periódicamente el desempeño de la gestión de las reservas, y se entrega información al Presidente de la República, al Senado y al público en general, a través del IPOM, la Memoria Anual y en el sitio web del Banco. Estas acciones consolidan las prácticas actuales del BCCh sobre la materia, las que cumplen con las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional.



Glosario

<i>Accountability:</i>	Término en inglés que se refiere a “los deberes de transparencia” o la capacidad de las organizaciones de dar cuenta de sus actos al público en general.
Instituciones financieras externas (Agencias):	Son instituciones cuya función de intermediación consiste en la captación y colocación de recursos para financiar distintos tipos de proyectos (incluidos hipotecarios, de comercio exterior, de infraestructura u otros), las que pueden contar o no con el respaldo explícito o implícito de sus respectivos gobiernos.
Bonos indexados a inflación:	Bonos cuyo valor se reajusta de acuerdo con un determinado índice de inflación, y que en el caso de Estados Unidos se denominan TIPS (<i>Treasury inflation-protected securities</i>), mientras que en Europa se conocen como E-Linkers.
<i>Broker:</i>	Persona o empresa que en ocasiones actúa como un corredor y en otras por cuenta propia (intermediario principal), en operaciones de valores. Un corredor es una empresa que comunica a clientes potenciales los niveles en que se encuentran las propuestas de venta y de compra, y que comúnmente acuerda las operaciones en calidad de agente, recibiendo a cambio una comisión u honorario, sin actuar como contraparte en las operaciones.
Clasificación de riesgo:	Se refiere al grado de riesgo crediticio que tiene asociado un instrumento financiero, institución o país, definido por alguna clasificadora de riesgo.
Comparador referencial (<i>Benchmark</i>):	Portafolio de referencia que orienta y permite evaluar la gestión de las reservas internacionales.
Dealers primarios de Estados Unidos:	Corresponde a bancos comerciales e instituciones de intermediación financiera (<i>brokers/dealers</i>) que pueden llevar a cabo operaciones en instrumentos financieros del gobierno de Estados Unidos, directamente con el Sistema de Reserva Federal (Banco Central de Estados Unidos). Para ser elegibles como <i>dealers</i> primarios, los bancos comerciales deben estar sujetos a la supervisión oficial de los supervisores bancarios federales, y las instituciones de intermediación financiera deben estar registradas en la SEC (<i>Securities and Exchange Commission</i>), junto con cumplir criterios específicos en cuanto a requerimientos de capital y participación en las subastas del Tesoro estadounidense.

Depósitos <i>overnight</i> :	Son depósitos a un día plazo.
Depósitos <i>weekend</i> :	Son depósitos a un fin de semana plazo.
Derechos especiales de giro (DEG) (<i>Special Drawing Rights – SDRs</i>):	El DEG es un activo de reserva internacional, creado en 1969 por el FMI, para complementar los activos de reserva existentes de los países miembros. Los DEG son asignados a los países miembros en proporción a sus cuotas en el FMI. El DEG también sirve como unidad de cuenta del FMI y otros organismos internacionales. Su valor está basado en una canasta de las principales monedas del mundo.
Deuda externa de corto plazo residual:	Corresponde a la deuda externa de corto plazo contractual más deuda externa de largo plazo que vence en los próximos 12 meses.
Diversificación:	Política que consiste en invertir en diversos activos de manera de reducir el riesgo no sistemático de un portafolio.
Duración:	Corresponde a una medida de exposición al riesgo de tasas de interés, pues mide la sensibilidad del precio de un instrumento de renta fija (bono) a variaciones de las tasas de interés; es decir, cuánto cambia el precio de dicho instrumento en respuesta a un cambio de las tasas de interés. Este concepto se aplica de forma análoga a un portafolio de instrumentos de renta fija.
Duración referencial:	Es un índice de duración construido para orientar y evaluar la duración de las inversiones.
Fondo Monetario Internacional (FMI) (<i>International Monetary Fund-IMF</i>):	Fundado en 1946 para ayudar a las naciones en caso de dificultades en la balanza de pagos.
Instrumentos de mercado monetario:	Son instrumentos transables cuya madurez es menor o igual a un año.
Mercado secundario:	Mercado donde se realizan transacciones de un activo financiero ya emitido. Cada transacción implica una compra/venta entre inversionistas.
Pautas de inversión:	Criterios bajo los cuales se administran las inversiones en el BCCCh.
Portafolio:	Es una combinación de instrumentos de inversión tomados por un individuo o un inversionista institucional.
Portafolio de inversiones:	Portafolio de reservas internacionales del BCCCh que se mantiene para hacer frente a necesidades de financiamiento que enfrente la economía chilena y requerimientos de largo plazo. Contiene activos de corto y largo plazo.



Portafolio de caja:	Portafolio de reservas internacionales del BCCh destinado a cubrir los requerimientos de fondos previsible en el corto plazo.
Préstamo de valores (<i>Securities lending</i>):	Préstamo de un activo de un <i>broker/dealer</i> a otro, quien debe eventualmente devolver el mismo activo. El préstamo es frecuentemente colateralizado.
Punto base:	Corresponde a una centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio de la tasa de interés.
Reservas internacionales:	Activos financieros externos líquidos denominados en moneda extranjera mantenidos por el BCCh, con el objetivo de apoyar su política monetaria y cambiaria.
Retorno diferencial:	Corresponde a la diferencia entre el retorno de una cartera y el retorno de su estructura referencial.
Riesgo:	La posibilidad de sufrir daño o pérdidas. La variabilidad del retorno de una inversión.
Riesgo bancario:	Riesgo asociado a la inversión en instrumentos financieros bancarios. Hace referencia a los distintos riesgos que enfrentan las instituciones bancarias cuando llevan a cabo sus actividades. Normalmente, este varía dependiendo del tipo de negocio que desarrolle dicha institución. Algunos riesgos que enfrentan son: crediticio, de liquidez, cambiario y de tasa de interés.
Riesgo de contraparte:	Riesgo que nace de la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones adquiridas por la contraparte en alguna operación financiera.
Riesgo de crédito:	Riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor completo, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. En los sistemas de intercambio de valores, la definición por lo general incluye el riesgo de coste de reposición o reemplazo y el riesgo de principal.
Riesgo de liquidez:	El riesgo de que una contraparte (o un participante en un sistema de liquidación) no liquide una obligación por su valor total cuando esta vence. El riesgo de liquidación no implica que una contraparte o participante sea insolvente, dado que existe la posibilidad de que pueda liquidar sus obligaciones de débito en una fecha posterior no determinada.
Riesgo de mercado:	El riesgo de pérdidas en las posiciones incluidas en o fuera del balance de situación, que surge de las variaciones de los precios del mercado.

Riesgo operacional:	El riesgo de que deficiencias en los sistemas de información o en los controles internos puedan resultar en pérdidas inesperadas.
Riesgo soberano:	Riesgo que nace de la inversión en instrumentos soberanos. Usualmente es utilizado para referirse a la calificación de riesgo otorgada a un Estado soberano. Esta calificación es la opinión emitida por entidades especializadas en evaluar riesgos, sobre la posibilidad de que un Estado cumpla adecuadamente sus obligaciones financieras. Para ello, se basan en factores como el historial de pagos, la estabilidad política, las condiciones económicas y la voluntad de repagar deudas.
Riesgo supranacional:	Riesgo de no pago de un emisor de carácter oficial multilateral.
<i>Securities Valuation Office</i> de Estados Unidos:	Oficina responsable por la evaluación y valorización diaria de la calidad crediticia de los valores de propiedad de las compañías de seguros reguladas por el Estado.
Tasa <i>Libid</i> :	Tasa interbancaria de Londres. Es la tasa pagada por un banco a otro por un depósito.
<i>Tracking error</i> (TE):	Estimación de la desviación estándar de los retornos diferenciales anuales (portafolio – <i>benchmark</i>).
Valor en riesgo (VaR):	Es una medida del riesgo de cartera que provee una estimación del monto de las pérdidas de cartera para un horizonte de tiempo dado y con un nivel de confianza o probabilidad dado.
Volatilidad:	Es una medida del riesgo de cualquier activo. Representa la variación que ha tenido su precio en un período de tiempo. Los valores pueden fluctuar con las alzas y bajas del mercado, debido a eventos como variaciones de las tasas de interés, desempleo y cambios en la economía en general.

