

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile 2011



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

GESTIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	5
Resumen ejecutivo	5
Introducción	7
I. Las reservas internacionales y los objetivos de su gestión	7
II. Marco institucional y organizacional	9
III. Política de inversiones	11
Portafolio de inversiones y portafolio de liquidez	11
Estructura referencial del portafolio de inversiones	13
Estructura referencial del portafolio de liquidez	15
IV. Administración de riesgos	16
Riesgo de liquidez	16
Riesgo de crédito	16
Riesgo de mercado	17
Riesgo operativo	18
V. Retornos históricos de la gestión de las reservas internacionales	18
VI. Programa de administradores externos y otros servicios	20
Características del programa	20
Procesos de selección y evaluación de administradores externos	20
Custodia y servicios relacionados	21
VII. Transparencia en la gestión de reservas internacionales	21
Anexo	23
Workshop de las reservas internacionales	23
Objetivos de gestión de RIN	24
Enfoques <i>Asset Liability Management</i> (ALM)	24
¿Cómo afecta el proceso de recuperación económica global al manejo de RIN?	25
Glosario	27

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

Resumen ejecutivo

Las reservas internacionales son los activos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile (BCCh). Constituyen un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria en el cumplimiento del objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Bajo el régimen de política de tipo de cambio flotante vigente, su función principal es asegurar el acceso a liquidez en moneda extranjera para poder intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales y calificadas.

El objetivo de la administración de las reservas internacionales es proveer de un acceso a liquidez internacional seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del BCCh. Dicha administración se efectúa bajo el marco legal que provee la Ley Orgánica Constitucional del BCCh, y basada en un conjunto de prácticas y políticas, en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia.

La política de inversión de las reservas internacionales está acotada por requisitos legales y de liquidez. Respecto de los primeros, la ley 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. Adicionalmente, y concordante con los objetivos descritos en el párrafo anterior, las reservas internacionales están constituidas por activos financieros principalmente líquidos.

Sujeta a las restricciones señaladas, la política de inversión de las reservas internacionales se diseña en función de su impacto en los resultados y riesgos del balance financiero del BCCh y las características de las potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera. Para efectos prácticos, esa política se especifica a través de la definición de una estructura referencial, para orientar y evaluar las inversiones, y a través del establecimiento de límites para las decisiones de riesgo de mercado y crediticio que se pueden tomar en torno a esa estructura referencial.

Los activos en que están invertidas las reservas internacionales se agrupan en dos portafolios principales y otra porción denominada otros activos. El portafolio de inversiones, que al 30 de junio de 2011 representaba aproximadamente 88% del total de reservas, incluye activos en moneda extranjera de corto y largo plazo que se mantienen para hacer frente a contingencias imprevisibles. La estructura referencial de este portafolio considera actualmente una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros y 10% en otras monedas (dólares canadienses, dólares australianos y libras esterlinas), y una duración referencial de 17 meses. El portafolio de liquidez, en tanto, está destinado a cubrir los requerimientos de fondos previsibles en el corto plazo. La estructura referencial de este portafolio está calzada en monedas y plazos con los desembolsos previstos.

La política de administración de riesgos define 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. Esta política acota 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 modernos, y la aplicación de controles y ejercicios de auditoría internos y externos, realizados sobre bases permanentes y regulares.

Como complemento a la administración interna de 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 un portafolio general de inversiones de largo plazo, sobre la base de presupuestos de riesgo. Durante el segundo semestre del 2011, se contratará un segundo administrador, el que junto con el actual, llegarán a administrar un monto entre 3 y 5% del portafolio de inversiones del BCCh.

Al cierre del primer semestre del 2011, el monto total de las reservas internacionales era de US\$34.884 millones, de los cuales US\$30.779 millones constituían el portafolio de inversiones, US\$2.329 millones correspondían al portafolio de liquidez y US\$1.776 millones formaban parte de los otros activos. Del total de reservas internacionales, aproximadamente 50% se mantenía en instrumentos en dólares, 35% en euros y 15% en otras divisas*.

Asimismo, al 30 de junio de 2011, cerca de 85% de las reservas estaban invertidas en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA, emitidos por entidades soberanas, instituciones financieras externas, bancarias o supranacionales. En tanto, el 15% restante estaba invertido principalmente en riesgo bancario, en instrumentos con clasificación de riesgo entre AA+ y A.

En el periodo 2006-2011, el promedio anual de los retornos obtenidos por la gestión de reservas internacionales fue de 2,74% medido en divisas —es decir, en función de la canasta referencial de monedas del portafolio de inversiones— y 5,27% medido en dólares estadounidenses. Para el mismo periodo, el exceso de retorno obtenido, respecto de la estructura referencial utilizada para evaluar la gestión de las inversiones, fue en promedio de 0,15% anual.

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* (septiembre), 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 todas 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 resultados de la gestión de las reservas internacionales.

*7 Esta composición de monedas difiere de la del portafolio de inversiones, señalada en la página anterior, debido a que el total de reservas incluye, además del portafolio de inversiones, los portafolios de liquidez y otros activos. El de liquidez está invertido en un alto porcentaje en dólares estadounidenses, mientras que el portafolio otros activos está compuesto principalmente, por la posición en el FMI (Derechos Especiales de Giro, DEG).

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

Introducción

Las reservas internacionales (RIN) son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política monetaria y cambiaria. Ellas constituyen uno de los instrumentos de que dispone el Instituto Emisor para cumplir con el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Bajo el régimen de política de tipo de cambio flotante vigente, su función principal es asegurar el acceso a liquidez en moneda extranjera para intervenir en el mercado cambiario o para proveer liquidez temporal en moneda extranjera bajo circunstancias excepcionales y calificadas. Al 30 de junio de 2011, las reservas internacionales alcanzaron a US\$34.884 millones.

En este documento se explican los objetivos de la gestión de reservas internacionales, el marco institucional bajo el cual se administran, las políticas de inversión que se aplican al momento de tomar decisiones, la composición y características básicas de dichas reservas, los programas de administración externa de cartera, así como también, la administración de riesgos y la rentabilidad obtenida por el Banco por estos conceptos. Asimismo, se informa sobre las prácticas de transparencia que el Banco Central ha adoptado en los últimos años, de acuerdo con estándares internacionales. Por último, se proporciona un glosario de términos asociados a la gestión de reservas^{1/}.

I. Las reservas internacionales y los objetivos de su gestión

La flotación del tipo de cambio es un componente distintivo del conjunto de políticas adoptado por el Banco Central para cumplir con su misión de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Este régimen cambiario, junto a un esquema de metas de inflación, una regulación y supervisión financiera prudente y la integración financiera plena 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 *shocks* que enfrenta la economía, atenuando sus efectos.

Un elemento fundamental para cumplir estos objetivos es que el país, a través del Banco Central, mantenga un volumen de reservas que permita apoyar eficientemente las decisiones de política económica. En tal sentido, la mantención de RIN puede justificarse por dos razones.

Por una parte, las reservas actúan como un seguro ante situaciones en que las fuentes de financiamiento externo no están completamente disponibles o lo están parcialmente, por factores endógenos o exógenos. A esto se le llama motivo de precaución. En este sentido, la mantención de liquidez en moneda extranjera permite emplearla en casos de emergencia y contribuye a moderar los efectos adversos de una crisis

^{1/} 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.

de balanza de pagos. Por otra parte, un nivel apropiado de reservas podría facilitar la reducción de primas por riesgo país. El que una economía mantenga un nivel adecuado de reservas otorga al resto del mundo la seguridad de que honrará sus compromisos en situaciones de excepción o, lo que es lo mismo, que el país está protegido ante situaciones adversas.

Dentro de su marco de política de libre flotación cambiaria, el Banco Central se reserva la opción de intervenir en el mercado en circunstancias excepcionales. Dicha intervención, se realiza a través de la acumulación o desacumulación de reservas internacionales.

Las circunstancias excepcionales que pueden llevar a una intervención las evalúa el Consejo del Banco en cada oportunidad. En algunas ocasiones, se relacionan con situaciones donde el tipo de cambio experimenta cambios bruscos o de magnitud que podrían tener potenciales efectos adversos en la economía. Una sobre-reacción de la paridad cambiaria se produce cuando, sin mayor variación en sus determinantes fundamentales, el tipo de cambio tiene fuertes alzas o bajas, que puede ser seguidas de movimientos opuestos, en un período acotado. Las consecuencias adversas de este tipo de fenómenos se pueden manifestar en mermas en la confianza de los agentes económicos o aumento en la volatilidad en los mercados financieros, entre otros efectos.

Desde que se implementó la flotación cambiaria, el Banco Central ha intervenido en el mercado en cuatro oportunidades. En el 2001 y 2002, se anunció la venta de reservas (dólares) por un monto preestablecido y en un plazo determinado. En el 2008 y 2011, se realizó mediante la compra de reservas (dólares) por un monto diario y total preestablecido. Sobre este último episodio, en enero del 2011, el Consejo del Banco acordó implementar un programa de compra de divisas por US\$12.000 millones, mediante la adquisición diaria de US\$50 millones desde la fecha del anuncio hasta diciembre del 2011. Al cierre de este informe, aún estaba ejecutándose dicho programa, habiéndose materializado compras por US\$6.250 millones, cifra que representa 52% del total anunciado.

Si bien la tenencia de reservas internacionales tiene beneficios, también implica costos financieros que deben ser considerados a la hora de definir el monto de reservas que se mantendrá. El retorno de las inversiones en que se mantienen las reservas internacionales es generalmente menor que el costo de los pasivos que las financian, por diferencias en el riesgo de crédito, liquidez de los títulos, madurez y denominación de los instrumentos. Estas diferencias tienden a afectar adversamente el patrimonio financiero del Banco Central y constituyen además, fuentes de riesgo para su hoja de balance.

De modo coherente con la función de las reservas internacionales, así como con sus beneficios y costos, el objetivo de la gestión de las reservas internacionales del Banco Central es proveer de un acceso a liquidez internacional que sea seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del Banco. Proveer de un acceso seguro implica gestionar las reservas, de modo que, estén efectivamente disponibles para actuar con diligencia y oportunidad en caso de ser requerido. El acceso eficiente a liquidez internacional se persigue optimizando los retornos de las reservas internacionales. Por último, cautelar el patrimonio financiero consiste en acotar los riesgos provenientes del portafolio de reservas y de su gestión para el balance del Banco Central.

Para alcanzar estos objetivos, el BCCh actúa conforme al marco institucional establecido, el cual se fundamenta en las disposiciones de su Ley Orgánica Constitucional. De este modo, a partir de los objetivos mencionados, al interior de la Institución se han establecido distintos principios generales para la administración del portafolio de reservas del BCCh, así como también la correspondiente estructura de gobernabilidad interna, los que se presentan en la próxima sección.

II. Marco institucional y organizacional

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile —LOC— (contenida en el artículo primero de la Ley 18.840, publicada en el *Diario Oficial* de 10 de octubre de 1989) 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”. La LOC establece en su Artículo 38 de manera explícita la facultad de este para administrar, mantener y disponer de sus reservas internacionales.

Dicho artículo señala que “En materia internacional, el Banco tendrá las siguientes atribuciones:

6. 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

7. 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 Banco estará facultado para gravar las reservas aludidas en garantía de sus obligaciones”.

A partir del mandato establecido en la LOC, y sobre la base de un conjunto de prácticas y políticas congruentes con las recomendaciones internacionales sobre la materia, existe a nivel institucional una separación de responsabilidades por distintos niveles jerárquicos en cuanto a la administración de reservas. De este modo, el proceso de toma de decisiones y de evaluación de la gestión dentro de la Institución está bien definido.

El primer nivel corresponde al Consejo del Banco, en el cual recae la responsabilidad de definir los objetivos de la administración de reservas y aprobar los parámetros de inversión contenidos en el *Manual de Políticas Vigentes*. Dicho *Manual* establece las pautas de inversión de las reservas internacionales, incluyendo lo que respecta a su composición de monedas y duración, y la administración del riesgo crediticio. El Consejo también evalúa periódicamente el desempeño de la gestión de las reservas internacionales, sobre la base de informes mensuales y presentaciones trimestrales.

El segundo nivel jerárquico concierne a la Gerencia de División Operaciones Financieras (GDOF), cuyo Gerente de División ha sido especialmente facultado por el Consejo para la adecuada implementación y ejecución de las políticas y operaciones descritas en este *Informe*. Además, esta Gerencia de División propone al Consejo la política global de inversiones y de administración de los riesgos asociados, incluyendo la presentación de la propuesta de estructura referencial para la gestión de las reservas internacionales, la cual se revisa anualmente. Asimismo, dicha Gerencia de División aprueba los límites específicos a los grados de exposición que pueden asumirse en las inversiones sobre la base de las políticas generales establecidas por el Consejo, informa semestralmente al Consejo sobre el uso de las facultades delegadas correspondientes, y coordina y supervisa la implementación de la política.

El tercer nivel de decisión corresponde a la Gerencia de Mercados Internacionales (GMI), dependiente de la GDOF. A ella le corresponde definir la estrategia para implementar las políticas de inversiones del Banco, así como administrar su puesta en práctica. A la GMI reporta el departamento Mesa Internacional (DMI), que está encargado de diseñar y proponer los posicionamientos de las inversiones, en torno a la estructura referencial definida para la gestión de las reservas internacionales, e implementar las decisiones de inversión aprobadas.

De forma paralela a la GMI, una segunda gerencia, de Servicios Financieros, también dependiente de la División de Operaciones Financieras, es responsable, entre otras materias, del pago, registro, contabilización y procesamiento de las transacciones llevadas a cabo tanto por los operadores de la mesa internacional del BCCh, como de aquellas que en moneda extranjera, son instruidas directamente por la banca local y otras instituciones autorizadas (pagos y abonos). También esta gerencia tiene responsabilidad sobre los sistemas tecnológicos que apoyan la operación.

Adicionalmente a sus responsabilidades directas de inversión, la GMI gestiona los programas de administración de cartera y de préstamo de valores contratados con contrapartes externas. El programa de administración externa de cartera ha considerado desde sus inicios la tercerización de un volumen de recursos del orden del 3 al 5 % del total de los activos de reserva del Banco, sin perjuicio de que, al cierre del primer semestre de 2011, este porcentaje alcanzaba solo al 1%, producto de su fase de rotación habitual de gestores. El programa tiene como objetivos constituir un comparador activo para evaluar la gestión directa de reservas que realiza la GMI, facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología en la materia, y agregar valor económico al portafolio de reservas. Por su parte, el programa de préstamo de valores (*securities lending*) es materializado a través de un agente-custodio, y permite obtener un retorno adicional sobre los instrumentos de inversión mantenidos por el Banco.

En el plano de la evaluación y control de la gestión de reservas, la estructura organizacional del BCCh también incluye al departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo (DEGR). Esta unidad es independiente de la GMI y reporta administrativamente a la Gerencia General. Este departamento mide el desempeño del portafolio de reservas, tanto en términos absolutos como en términos relativos, respecto de la estructura referencial establecida para la gestión de reservas internacionales, y calcula los parámetros de riesgo asociados. También le corresponde verificar el cumplimiento de los límites señalados para las inversiones efectuadas por la Gerencia de Mercados Internacionales. El DEGR informa de estas materias al Gerente de División Operaciones Financieras y a la Gerencia General. La GDOF informa trimestralmente al Consejo sobre la administración del portafolio de inversiones y de los resultados obtenidos.

Por otra parte, la Contraloría del Banco Central, que reporta directamente al Consejo, evalúa la eficacia y eficiencia del control interno, administración de riesgos y gobierno del proceso integrado de administración de reservas. Complementariamente, los *Estados Financieros* del Banco, que por su nivel de materialidad incluyen la administración de reservas internacionales, son auditados cada año por auditores externos. Por último, el Comité de Auditoría y Cumplimiento, que es un organismo externo asesor del Consejo, cumple, entre otras funciones, la de informar sobre la eficacia de los sistemas y procedimientos de control interno que utiliza la administración de las reservas internacionales y de evaluar la confiabilidad, integridad y oportunidad de entrega de información que forma parte de los estados financieros.

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 Banco 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 los 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 Banco, en los términos del artículo 85 de la LOC.

Asimismo, se llevan a cabo asesorías de otros bancos centrales e instituciones internacionales, de manera regular, con el objetivo de evaluar y mejorar los procesos vigentes de acuerdo con las mejores prácticas internacionales. Para estos efectos, en los últimos años el área de inversiones ha contado con asesoría del Fondo Monetario Internacional y del Banco Central Europeo.

En esa misma línea, el Banco Central de Chile organizó entre el 25 y 26 de octubre de 2010 un *Workshop* de Reservas Internacionales, cuyo objetivo fue analizar los fundamentos sobre los que se definen objetivos y políticas de gestión de las RIN del BCCh. A dicho evento asistieron invitados los bancos centrales de Brasil, Canadá, Finlandia y Sudáfrica, así como también el BIS, FLAR^{2/} y dos instituciones

^{2/} BIS: *Bank for International Settlements*; FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas.

financieras contrapartes del BCCh, PIMCO^{3/} y *Brown Brothers Harriman*^{4/}. Las conclusiones de dicha discusión fueron presentadas un par de meses después al Consejo del BCCh, y servirán de base para rediscutir los objetivos de las RIN y proponer una nueva política de inversiones durante el segundo semestre del 2011.

III. Política de inversiones

La política de inversiones de las reservas internacionales está acotada por requisitos legales y de liquidez. Respecto de los primeros, la ley 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. Adicionalmente, las reservas internacionales están constituidas por activos financieros principalmente líquidos.

Sujeta a las restricciones señaladas, la política de inversiones de las reservas internacionales se diseña en función de su impacto en los resultados y riesgos del balance financiero del Banco y las características de las potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera. Para efectos prácticos, esa política se especifica a través de la definición de una estructura referencial para orientar y evaluar las inversiones, y de límites para las decisiones de riesgo de mercado y crediticio que se pueden tomar en torno a esa estructura referencial.

En lo que sigue del documento se presentan los aspectos fundamentales de la política de inversiones de las reservas internacionales. Para ello, se describen los principales portafolios utilizados en su gestión y su composición, para luego explicar la estructura referencial utilizada en cada caso. Se abordan, asimismo, los criterios utilizados para determinar los parámetros que guían la composición de monedas y de duración del portafolio de reservas internacionales.

Portafolio de inversiones y portafolio de liquidez

Para efectos de su gestión, los activos en que están invertidas las reservas internacionales se agrupan en dos portafolios principales: el portafolio de inversiones y el portafolio de liquidez. Las reservas están conformadas por estos dos portafolios y un conjunto de activos denominados otros activos.

El portafolio de inversiones, que es el de mayor cuantía, incluye activos en moneda extranjera de corto y largo plazo que se mantienen para hacer frente a contingencias imprevisibles. La estructura referencial de este portafolio considera actualmente una duración de 17 meses y una composición de monedas conformada en 50% por dólares estadounidenses, 40% de euros y 10% en otras divisas (dólar canadiense, dólar australiano y libra esterlina).

El subportafolio de activos de corto plazo es el que permite en primer término, hacer frente al uso eventual de reservas en moneda extranjera, debido a requerimientos de liquidez transitorios del sistema financiero nacional o por necesidades de intervenir el mercado cambiario vendiendo divisas. Las inversiones de este portafolio corresponden a depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con madurez de hasta un año. Por su parte, el subportafolio de activos de largo plazo incluye bonos nominales con madurez entre 1 y 10 años, y bonos indexados a inflación con madurez en los mismos plazos^{5/}. Las transferencias de fondos desde el portafolio de activos de largo plazo al de corto plazo, y

^{3/} PIMCO: *Pacific Investment Management Company*.

^{4/} Para mayores antecedentes de esta reunión y sus conclusiones, ver anexo.

^{5/} Los bonos indexados a inflación corresponden a bonos en dólares estadounidenses, es decir, los denominados TIPS (*Treasury inflation-protected securities*), y a bonos indexados a la inflación en euros, es decir, los *E-Linkers*.

viceversa, obedecen generalmente a consideraciones de carácter financiero derivadas de la estrategia de inversiones, aun cuando, ocasionalmente, este portafolio puede absorber excesos de liquidez o proveerla.

El portafolio de liquidez, en tanto, está destinado a cubrir los requerimientos de fondos previsible en el corto plazo. En particular, representa la fuente preferida de recursos para enfrentar los requerimientos de fondos diarios que surgen de los giros de las cuentas en divisas que los bancos comerciales y el sector público mantienen en el BCCh. La estructura referencial de este portafolio está calzada en monedas y plazos con las obligaciones y desembolsos previstos. Se constituye principalmente a través de depósitos *overnight* y *weekend* bancarios, aunque puede admitir inversiones en depósitos e instrumentos negociables de hasta 180 días. Este portafolio puede recibir o transferir fondos desde y hacia el portafolio de inversiones de corto plazo cuando se estime adecuado.

Los otros activos de las reservas internacionales están constituidos principalmente por derechos especiales de giro (DEG) en el Fondo Monetario Internacional, por oro monetario y acuerdos de crédito recíproco. Durante el 2009, la posición en el FMI en este portafolio se incrementó en US\$1.084,4 millones, como consecuencia de la asignación general de DEG provista por esta institución a todos los países miembros de manera proporcional a su cuota. Durante el 2010 y el primer semestre del 2011, este conjunto de activos aumentó en US\$310 millones, producto de nuevas adquisiciones de DEG al FMI.

La tabla III.1 muestra el nivel y composición de las reservas internacionales por portafolio y moneda al 30 de junio de 2011. El nivel de las reservas internacionales alcanzaba, a esa fecha, a US\$34.884 millones, de los cuales US\$30.779 millones eran parte del portafolio de inversiones y US\$2.329 millones del portafolio de liquidez. Del total de reservas internacionales, 49,9% se mantenía en instrumentos en dólares, 35% en euros y 15,1% en otras divisas.

Tabla III.1

Composición de las reservas internacionales
(millones de dólares estadounidenses)

Tipo de portafolio	Moneda	Dic. 2010		Jun. 2011	
		Monto	%	Monto	%
Portafolio de inversiones		23.479,4	84,3	30.778,8	88,2
Monedas y depósitos	Dólar	1.130,8	4,1	1.338,4	3,8
	Euro	1.272,8	4,6	1.793,2	5,1
	Otras	747,1	2,7	1.321,9	3,8
Valores	Dólar	10.505,7	37,7	13.716,3	39,3
	Euro	8.016,6	28,8	10.412,5	29,8
	Otras	1.806,3	6,5	2.196,5	6,3
Total	Dólar	11.636,6	41,8	15.054,7	43,2
	Euro	9.289,4	33,3	12.205,7	35,0
	Otras	2.553,4	9,2	3.518,4	10,1
Portafolio de liquidez		2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
Monedas y depósitos	Dólar	2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
	Euro	0,0	0,0	0,0	0,0
	Otras	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores	Dólar				
Total	Dólar	2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
	Euro	0,0	0,0	0,0	0,0
	Otras	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros activos		1.545,9	5,5	1.775,7	5,1
Oro monetario	Otras	11,2	0,0	11,9	0,0
DEG FMI	Otras	1.217,3	4,4	1.265,9	3,6
Posición de reservas en el FMI	Otras	282,1	1,0	473,6	1,4
Acuerdos de crédito recíproco	Dólar	35,3	0,1	24,3	0,1
TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES		27.863,7	100,0	34.883,9	100,0
Total	Dólar	14.510,3	52,1	17.408,3	49,9
	Euro	9.289,4	33,3	12.205,7	35,0
	Otras	4.064,0	14,6	5.269,8	15,1

Fuente: Banco Central de Chile.

Estructura referencial del portafolio de inversiones

La estructura referencial del portafolio de inversiones orienta las decisiones de inversión de dicho portafolio y permite definir y medir los riesgos que el Banco Central 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.

Las consideraciones fundamentales que se tienen presente para la determinación de la estructura referencial del portafolio de inversiones son las características de las necesidades de moneda extranjera que se puedan enfrentar a futuro, y el impacto que las decisiones de inversión, basadas en dicha estructura referencial, puedan tener sobre los resultados y riesgos del balance financiero del BCCCh.

Composición de monedas

El Banco Central mantiene su portafolio de inversiones en una cartera de monedas diversificada, compuesta fundamentalmente por inversiones en dólares estadounidenses (50%), euros (40%) y un grupo de tres monedas adicionales integrado por dólares australianos (3,5%) y canadienses (3,5%), y libras esterlinas (3%)^{6/}. La composición de dicha cartera tiene como propósitos asegurar una adecuada provisión de liquidez en moneda extranjera, en caso de necesitarse, y reducir el impacto en el balance del Banco, de los efectos de variaciones en las paridades de las principales monedas.

En cuanto al primer propósito, debe considerarse que las características de las potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera apuntan a privilegiar el dólar estadounidense como la moneda preferida en la cartera de inversiones. Al respecto, actualmente a nivel internacional la visión predominante es que el principal indicador para evaluar las potenciales necesidades de moneda extranjera en el caso de economías emergentes —como la chilena— es la deuda externa de corto plazo residual (es decir, la deuda externa de corto plazo y la de largo plazo que vence en los próximos doce meses). En el caso de la economía chilena, dicha deuda está esencialmente denominada en dólares estadounidenses. Asimismo, el dólar estadounidense es la moneda extranjera de referencia para el mercado cambiario nacional y la moneda con que históricamente se han conducido las intervenciones en dicho mercado.

Para lograr el segundo propósito, el Banco Central también debe considerar el impacto de la estructura de monedas del portafolio de inversiones sobre los riesgos que enfrenta su balance. Al respecto, la principal dimensión a través de la cual dicha composición de monedas puede afectar el patrimonio del Banco es a través de los efectos que puede tener la variabilidad de las paridades internacionales en el valor del balance del BCCCh, medido en moneda nacional. Con posterioridad a la adopción del régimen de flotación, se ha incrementado significativamente la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar relativo a las volatilidades de los tipos de cambio peso-euro, peso-dólar australiano y peso-dólar canadiense, lo que ha reforzado los argumentos a favor de una mayor diversificación de monedas de la cartera de inversiones.

La composición específica de monedas contemplada en la actual estructura referencial del portafolio de inversiones representa una solución intermedia a los ejercicios resultantes de los propósitos señalados en los párrafos anteriores^{7/}. Técnicamente, dicha solución responde a un ejercicio de minimización del valor en riesgo de los activos netos en moneda extranjera del Banco medidos en pesos, sujeto a la exigencia de cubrir con certeza el riesgo de paridades de un nivel predeterminado de liquidez en moneda extranjera.

^{6/} Esta composición del portafolio de inversiones difiere de la tabla III.1, porque esta última se refiere a la composición del total de las RIN, que incluye, además del portafolio de inversiones, el de liquidez y otros activos.

^{7/} Compuesta por 50% de dólares estadounidenses, 40% de euros y 10% para las restantes tres monedas, con márgenes de desviación de $\pm 5\%$ respecto de estos valores referenciales para cada moneda principal.

En síntesis, la composición de monedas de los activos de reserva intenta satisfacer dos objetivos simultáneos, esto es, minimizar la varianza del balance del BCCh medido en pesos y asegurar la apropiada cobertura de la deuda externa residual de corto plazo.

Además del dólar estadounidense, del euro y de las divisas del llamado grupo Australia, Canadá y Reino Unido (ACG), constituidas todas ellas como monedas principales, el portafolio de inversiones considera además como elegibles, otras monedas de aceptación internacional. Estas incluyen al yen de Japón, al franco de Suiza, los dólares de Nueva Zelanda y de Singapur, las coronas de Dinamarca, Suecia y Noruega, y más recientemente, al renminbi chino, al won de Corea del Sur y al ringgit de Malasia^{8/}.

Duración referencial

El enfoque utilizado para determinar la duración referencial del portafolio de inversiones se basa en considerar el efecto que tienen sobre el balance total del BCCh las decisiones respecto de dicha variable. Dado el perfil de las inversiones que mantiene el Banco, se estima que las potenciales necesidades de liquidez no tienen mayores implicancias sobre la duración deseada.

Los cambios en las tasas de interés internacionales afectan el valor económico de las reservas internacionales, que son los principales activos del BCCh. Estos cambios en las tasas externas se pueden traspasar parcialmente a las tasas internas^{9/}, generando también efectos en el valor económico de los pasivos del Banco Central.

La duración referencial utilizada actualmente corresponde a una estimación de aquella que permite neutralizar, en una aproximación de primer orden, los efectos de las fluctuaciones en tasas internacionales sobre el balance global del Banco Central. Esta estimación considera tanto sus efectos en el valor de los activos en que se invierten las reservas internacionales, como en el valor de los demás activos y pasivos del Banco. Técnicamente, corresponde a una estimación de aquella duración del portafolio de inversiones que lleva a cero la brecha de duración del balance del Banco asociada a cambios en las tasas de interés internacionales.

Sobre la base del criterio señalado, la duración referencial del portafolio de inversiones actualmente es de 17 meses, permitiéndose un mínimo de 0 meses de duración y un margen de desviación máxima de 6 meses respecto del valor de la duración referencial. En el caso del portafolio de inversiones de largo plazo, la duración referencial es del orden de los 30 meses, con un rango permitido que va desde un mínimo de 0 meses a un máximo de 8 meses por encima de la duración referencial para dicho portafolio.

Composición por plazo, moneda, riesgo, instrumento y comparador referencial

Para propósitos prácticos, la estructura referencial utilizada para guiar y evaluar las inversiones se especifica respetando los parámetros globales de monedas y duración presentados más arriba, pero con un mayor grado de detalle. La tabla III.2 muestra la composición de la estructura referencial vigente de la cartera del portafolio de inversiones que administra el BCCh internamente, distinguiendo por instrumento en términos de plazo, riesgo y moneda. Los administradores externos con mandato para gestionar portafolios de largo plazo utilizan una estructura referencial análoga al portafolio de largo plazo indicado en dicha tabla.

^{8/} El dólar estadounidense, el dólar de Singapur, el yen, el won, el ringgit y el renminbi pertenecen al área dólar; el euro, el franco suizo y las coronas de Dinamarca y Suecia son parte del área euro; mientras que la libra esterlina, los dólares de Canadá, Australia y Nueva Zelanda, y la corona de Noruega, se agrupan en otras monedas.

^{9/} Se le llama coeficiente de traspaso de las tasas externas a tasas internas. Hay evidencia que, durante la primera mitad de la década anterior hubo una estrecha relación entre las tasas externas e internas, especialmente en el caso de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Dicha relación se hace notoriamente menos robusta en la segunda mitad del período considerado. Al respecto, el último registro estimado es 0,5; es decir, por cada 10 puntos base (pb) que cambien las tasas externas, las tasas internas cambian en el mismo sentido en 5 pb (Véase González H., E. Jadresic y F. Jaque (2005). "Relación entre Tasas de Interés Internas y Externas", Economía Chilena, Vol. 8 – N°2, agosto, 91-4).

Tabla III. 2

Estructura por moneda y plazo del portafolio referencial de administración interna (porcentaje)

	Participación	Dólar estadounidense	Euro	Dólar australiano	Dólar canadiense	Libra esterlina
Portafolio de corto plazo	60,00	30,00	24,00	2,10	2,10	1,80
Corto plazo bancario	10,00	5,00	4,00	0,35	0,35	0,30
Corto plazo soberano	50,00	25,00	20,00	1,75	1,75	1,50
Portafolio de largo plazo	40,00	20,00	16,00	1,40	1,40	1,20
Bonos nominales	34,00	16,70	13,30	1,40	1,40	1,20
Bonos indexados	6,00	3,30	2,70			
Total	100,00	50,00	40,00	3,50	3,50	3,00

Fuente: Banco Central de Chile.

A partir de las características de la estructura referencial señalada, se establecen los comparadores referenciales para cada uno de los componentes del portafolio de inversiones, dada su duración y moneda. Estos comparadores, detallados en la tabla III.3, corresponden a tasas de interés de referencia e índices de comparación estándares para la industria.

Tabla III.3

Estructura referencial del portafolio de inversiones de administración interna según tipo de riesgo y comparador (porcentaje)

Estructura	Riesgo de crédito	Participación actual	Comparador referencial
Portafolio de corto plazo	Bancario	10,0	Índices Merrill Lynch: <i>Libid</i> a 3 meses promedio últimos 3 meses (USD, EUR, AUD, CAD y GBP)
	Soberano, Agencia y Supranacional	50,0	Índices Merrill Lynch: <i>US Treasury Bills</i> (USD) <i>German Gov. Bill Index</i> (EUR) <i>Fixbis</i> a 6 meses promedio últimos 6 meses (AUD, CAD y GBP)
Portafolio de largo plazo	Soberano, Agencia, Supranacional y Bancario	34,0	Índice de bonos <i>JP Morgan</i> para distintos tramos entre 1-10 años en EE.UU. y Alemania. Para Australia, Canadá y Reino Unido, tramo 1-10 global.
	Bonos indexados a inflación	6,0	Índice de bonos <i>Barclays</i> para tramos 1-10 en EE.UU. y Europa.
Cartera total		100,0	

Fuente: Banco Central de Chile.

Estructura referencial del portafolio de liquidez

Las inversiones en este portafolio se encuentran calzadas en términos de moneda y plazo con los desembolsos previstos en el balance del BCCh. En lo que respecta a la composición por plazo e instrumento del portafolio de liquidez, actualmente ella corresponde 100% a inversiones de corto plazo, principalmente depósitos *overnight* y *weekend*.

Por su parte, la composición de monedas del portafolio de liquidez está asociada a la composición de monedas de los desembolsos previstos y a las obligaciones derivadas de los depósitos *overnight* realizados por las empresas bancarias o las instituciones autorizadas en el BCCh. Al cierre de junio del 2011, dicha composición era 100% en dólares estadounidenses.

En coherencia con las características descritas, el comparador referencial para las inversiones del portafolio de liquidez se calcula sobre la base de las tasas *overnight* de las monedas que conformen este portafolio.

IV. Administración de riesgos

La política de administración de riesgos forma parte integral de las pautas de inversión de las reservas internacionales. Ellas son aprobadas por el Consejo del Banco, el que delega la facultad de su implementación en la División de Operaciones Financieras. Dichas pautas de inversión incorporan los objetivos asociados a la administración de reservas y, por ende, representan la filosofía de inversiones de las reservas. Esta filosofía se define en términos de los rangos de desviación respecto del portafolio referencial y los límites impuestos sobre los distintos tipos de inversión.

Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez corresponde al riesgo de no poder vender un instrumento o cerrar una posición en el momento deseado sin incurrir en costos significativos. Para poder asegurar la liquidez de las inversiones en moneda extranjera que conforman las reservas internacionales, el Banco Central administra una cartera compuesta solo por depósitos de corto plazo en bancos comerciales internacionales, diversificados según plazo de vencimiento, y por instrumentos de renta fija transados en mercados secundarios de alta liquidez y profundidad.

Riesgo de crédito

Existen esencialmente tres fuentes de riesgo de crédito consideradas en las pautas de inversión vigentes.

Riesgo bancario:

La exposición al riesgo bancario se origina en la toma de depósitos a plazo, las cuentas corrientes, la inversión en certificados de depósito y las operaciones de cambio en monedas extranjeras. La administración de este riesgo incluye dos dimensiones. La primera involucra el establecimiento de un máximo global de exposición al riesgo bancario en el portafolio de inversiones, actualmente 15% del portafolio. La segunda contiene límites individuales para cada banco en cuanto a plazo y monto máximo de inversiones. Para cumplir con el criterio de elegibilidad como contraparte, un banco debe contar con un patrimonio mínimo de US\$1.000 millones, y contar con una clasificación de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a “A”, en a lo menos dos de las tres agencias de clasificación de riesgo internacional seleccionadas (*Fitch, Moody’s y Standard & Poor’s*)¹⁰.

Riesgo soberano, supranacional y de instituciones financieras externas:

La elegibilidad de los países como emisores soberanos depende del tamaño del PIB relativo del país, el nivel de su deuda pública y la clasificación de riesgo de su deuda de largo plazo. Respecto de este último punto, son elegibles aquellos países que en los últimos 24 meses han mantenido una clasificación de riesgo de “A-” o superior, emitido por al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo internacional mencionadas en el párrafo anterior. No existe un límite a la exposición global de riesgo soberano (aunque sí por cada país individualmente), lo que significa que el 100% de las reservas internacionales podrían estar en esta clase de activos.

La exposición al riesgo supranacional está sujeta a un límite máximo a nivel global de US\$2.500 millones, mientras que los límites individuales dependen de la clasificación de riesgo de cada institución,

¹⁰/ Se utiliza, cuando corresponde, la homologación de nomenclaturas según las convenciones de la *Securities Valuation Office* de los Estados Unidos.

exigiéndose un mínimo de “AA-”, emitido por al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo, y de su tamaño medido por su patrimonio. La exposición a las instituciones financieras externas, que corresponden a las agencias de los Estados Unidos, está en función de su clasificación de riesgo, equivalente a “AAA” en al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo mencionadas anteriormente, un patrimonio mínimo equivalente a US\$1.000 millones, o cláusulas vinculantes que aseguren el respaldo financiero (*sponsor*) del Gobierno de los Estados Unidos^{11/}.

Riesgo de contraparte:

La elegibilidad de contrapartes también está sujeta a parámetros objetivos de selección. A este respecto, las contrapartes elegibles para el Banco son las instituciones que posean la categoría de “*dealers* primarios” en Estados Unidos de América, el Reino Unido y Francia, así como los *brokers* que cuenten con una clasificación de riesgo aprobada y subsidiarias, en que a lo menos 90% de su propiedad sea de la matriz, y que dispongan de las mismas clasificaciones de riesgo de largo plazo exigidas a los bancos elegibles para inversión.

La tabla IV.1 presenta la composición de las reservas internacionales según tipo de riesgo de crédito y clasificación crediticia. Al cierre del primer semestre del 2011, 84,5% de las reservas estaban invertidas en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA, emitidos por entidades soberanas, instituciones financieras externas, bancos o supranacionales. Del 15,5% restante, 13,5% estaba invertido en títulos de riesgo promedio AA y 2% en títulos de clasificación A o A+.

Tabla IV.1

Composición de las reservas internacionales según riesgo de crédito (1) (2) (3)
(porcentaje al 30 de junio de 2011)

Tipo de riesgo de crédito	Clasificación crediticia						Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	
Instituciones financieras externas	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0
Bancario	2,9	0,0	3,2	6,3	1,9	0,1	14,5
Soberano	72,2	1,6	0,9	1,5	0,0	0,0	76,2
Supranacional	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Total	84,5	1,6	4,1	7,8	1,9	0,1	100,0

(1) El riesgo bancario se relaciona con la inversión en instrumentos financieros bancarios (Depósitos, *forex - spot/forward*, *pfandbriefes*).

El riesgo soberano consiste en la inversión en instrumentos de estados soberanos (Depósitos, letras, *floating rate notes*, bonos nominales e indexados).

El riesgo agencia está asociado a la inversión en instrumentos de agencias financieras externas (Letras, bonos nominales).

El riesgo supranacional está asociado a la inversión en instrumentos de emisor de carácter oficial multilateral (Depósitos, letras, *floating rate notes*, bonos nominales).

(2) La clasificación crediticia corresponde al promedio de los *ratings* obtenidos de las agencias *Fitch*, *Moody's* y *Standard and Poor's*.

(3) Excluye inversiones en portafolios de administradores externos, de liquidez y otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Riesgo de mercado

El riesgo de mercado se acota mediante la diversificación de monedas, instrumentos y plazos de las inversiones, y a través de la medición y control de los límites de exposición a riesgo de monedas y duración señalados previamente. El riesgo de mercado se calcula además, a través del *tracking error* y de los valores en riesgo (VaR), absolutos y relativos al portafolio referencial, utilizando el método paramétrico, con horizonte diario, nivel de confianza de 95% y factor de decaimiento de 0,94.

^{11/} Para el caso de *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y *Federal Home Loan Bank*, las inversiones no pueden exceder el 7,5% del portafolio de administración interna respecto de un mismo emisor. En el caso de *Ginnie Mae*, que siempre ha tenido garantía explícita del gobierno de los Estados Unidos, el límite máximo es 10% del mismo portafolio. En el caso de otras instituciones, por razones de profundidad de mercado y monto relativo de sus instrumentos de deuda, las inversiones no pueden exceder el 1% del portafolio.

Riesgo operativo

El riesgo operativo asociado a la administración de las RIN se controla mediante la segregación de funciones, responsabilidades y aplicación de controles internos y externos. En el departamento Mesa Internacional existen procedimientos administrativos donde están establecidas las distintas etapas que debe cumplir cada operación asociada a la administración de reservas, de modo de minimizar el riesgo operativo en las transacciones. Dispone además, de sistemas que le permiten preingresar y validar sus operaciones antes de cursarlas. A su vez, la Gerencia de Servicios Financieros (GSF) cuenta con aplicaciones informáticas y procedimientos administrativos que involucran una serie de controles en la materialización y el registro de las operaciones. Asimismo, ninguna operación puede ser completada sin las respectivas autorizaciones de un operador de mesa y de un profesional de la GSF.

El DEGR en tanto, es la unidad encargada del monitoreo de los riesgos 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. Este esquema, unido a ejercicios de auditorías y evaluaciones sobre bases permanentes y regulares, tanto internas como externas, permite minimizar el riesgo operativo del área.

V. Retornos históricos de la gestión de las reservas internacionales

El promedio anual del retorno total de la gestión de reservas internacionales, para el período 2006-2011, fue 2,74% medido en divisas (tabla V.1). Esta medición utiliza la composición de la canasta de monedas definida en la estructura referencial del portafolio de inversiones^{12/}. La evolución de dicho retorno está en línea con la dinámica observada en las tasas de interés relevantes durante los últimos cinco años.

El retorno diferencial respecto de la estructura referencial, utilizado para evaluar la gestión de las inversiones, fue en promedio 0,15% para el período 2006-2011.

Tabla V.1

Retornos absolutos reservas internacionales, *benchmark* y retorno diferencial
(porcentaje)

Período	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2011(*)	0,96	0,89	8,62	8,56	0,07
2010	0,36	0,45	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,84	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05
2004	1,84	1,95	4,08	4,20	-0,11
2003	2,31	1,78	6,64	6,12	0,53
2002	5,25	4,69	9,34	8,78	0,57
2001	5,57	5,27	3,90	3,60	0,30
2000	6,88	6,65	4,84	4,61	0,22

(*) Retornos anualizados del primer semestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{12/} Para más detalles, ver recuadro sobre medición de retornos.

Recuadro: Cálculo de retornos de las reservas internacionales

La administración de las reservas internacionales del BCCh debe cumplir con el propósito de proveer un acceso a liquidez internacional segura, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del Banco, tal como fue mencionado anteriormente. Dados estos objetivos, se construye una estructura referencial estratégica que guía las inversiones en términos de duración, composición de monedas y exposición a riesgo de crédito (ver sección III, Política de inversiones). Una vez definida la decisión estratégica, se pueden realizar eventuales desviaciones tácticas respecto del comparador con el objetivo de incrementar el retorno de la cartera de reservas. El marco para dichas decisiones tácticas está establecido en el *Manual de Políticas Vigentes*, el cual señala límites a las desviaciones en duración, composición de monedas y riesgo de crédito.

En este contexto, el retorno total de las reservas internacionales, es decir, la tasa de crecimiento en el valor económico de esta cartera, se puede descomponer en el retorno de la estructura referencial y el retorno diferencial respecto de esta.

Los retornos totales varían según la moneda en la cual se midan, ya que incorporan apreciaciones o depreciaciones de los tipos de cambio involucrados. El retorno diferencial,

en cambio, es independiente de la moneda en que se midan tanto los retornos totales como el retorno de la estructura referencial^{*/}.

En este documento se dará énfasis al retorno total medido en divisas, por sobre el retorno medido en una sola moneda, como el dólar estadounidense. El retorno total medido en divisas tiene la ventaja de estar expresado en la canasta de monedas extranjeras establecida en la estructura referencial del portafolio de inversiones y, al considerar más de una moneda, constituye un indicador mucho más estable en el tiempo y menos volátil que el retorno medido en el dólar.

La ponderación de los retornos medidos en divisas ha ido cambiando en el tiempo, dado que la política de inversiones ha ido variando. Para el período enero 2010 a junio 2011, la composición por moneda era 50% en dólares estadounidenses, 40% en euros y 10% en dólares de Canadá y Australia, y libras esterlinas. Para el período abril 2005 a diciembre 2009, la composición por moneda era de 60% dólar y 40% euro, febrero 2004 – marzo 2005, la composición por moneda fue 75% dólar y 25% euro. Entre enero 2000 y enero 2004, la canasta consistió en 72% dólar, 18% euro, 5% yen y 5% libra esterlina.

^{*/} Esto es exacto cuando los retornos totales y de la estructura referencial se encuentran compuestos continuamente (retornos logarítmicos), y es una buena aproximación cuando los retornos se componen discretamente. Los retornos en esta sección se componen de manera continua.

VI. Programa de administradores externos y otros servicios

En línea con el compromiso de tener una gestión eficiente de las RIN, el Banco ha desarrollado desde hace dieciséis años, un programa de administración externa para una fracción de dicha cartera. En esta sección se describen las principales características de este programa, así como los procesos centrales de su gestión.

Características del programa

El Banco Central mantiene actualmente un programa de administración externa para una parte de la cartera de inversiones de sus reservas internacionales.

Dicho programa, 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 sancionado, que actualmente está focalizado en una cartera similar al portafolio de inversiones de largo plazo.

Los actuales objetivos de este programa son tres: constituir un comparador activo para el portafolio del BCCh, obtener transferencias de conocimientos y tecnología, y agregar valor económico al portafolio de divisas. 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 continuidad del mandato. Al cierre del primer semestre del 2011, se cuenta con un solo administrador externo en este programa, el que administra una cartera cercana a US\$330 millones^{13/}.

Durante el bienio 2009-2010, la rentabilidad del programa de administradores externos vigente fue levemente superior a la del portafolio de inversiones de largo plazo, aunque el administrador externo realizó su gestión con un nivel de *tracking error* algo superior al del BCCh. Descontado el nivel de *tracking error* al exceso de retorno, se obtuvo un indicador de retorno/riesgo para ambos portafolios relativamente similar.

Procesos de selección y evaluación de administradores externos

El proceso de selección de los administradores externos se realiza en dos etapas. En la primera, se envía un “requerimiento de información” a todas las instituciones que han expresado estar interesadas en ser parte del proceso de selección. Estas instituciones pueden ser bancos comerciales, bancos de inversión o empresas dedicadas a la administración de cartera. La información solicitada a las instituciones permite preevaluarlas de acuerdo con tres criterios básicos: antigüedad de la institución y experiencia en carteras similares, asignación de personal a la cartera del BCCh y, finalmente, otras características como costos, desempeño anterior, filosofía de inversión y solidez de los distintos candidatos. La metodología de preevaluación consiste en asignar una escala de puntajes a cada una de estas variables. Como resultado de esta fase, se preselecciona un número reducido de instituciones que pasan a la siguiente etapa.

El objetivo de la segunda etapa del proceso de selección es generar un ordenamiento definitivo entre las instituciones preseleccionadas conforme con los objetivos del programa de administración externa de cartera, para lo cual se utiliza el apoyo de un consultor externo especializado. Para este ordenamiento se busca complementar la selección inicial con aspectos cualitativos de las empresas, así como precisar los elementos ya evaluados en la primera fase. El ordenamiento resultante es presentado al Consejo del Banco, quién escoge en última instancia a los administradores externos.

^{13/} Como se indicó anteriormente, durante el segundo semestre del 2011 se contratará un segundo administrador, que junto al actual, manejarán entre el 3% y 5% de los recursos del portafolio de inversiones. En los últimos cinco años, los administradores externos han gestionado un monto del orden de US\$1.000 millones.

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, como costos de administración y aportes por transferencia de conocimientos.

Custodia y servicios relacionados

En lo referido a su política de custodia de valores, el Banco dispone a la fecha, de dos instituciones de custodia global que prestan dichos servicios para sus portafolios denominados en dólares, euros y otras monedas. A estas instituciones se agrega también la opción de mantener cuentas de custodia en bancos centrales y en el BIS.

En el marco de los servicios de custodia global se insertan también los programas de préstamo de valores que permiten al BCCh obtener comisiones de préstamo de los activos custodiados, recibiendo en garantía colaterales en instrumentos elegibles (*bonds borrowed program*), y por montos que cubren entre el 100 al 105 por ciento del valor prestado. El banco custodio, actuando como agente, limita el préstamo de los títulos solo a contrapartes autorizadas (*primary dealers*), 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.

Los servicios prestados por las instituciones custodias globales, incluyen también, para el caso específico de los programas de administración externa, la provisión del servicio de *Middle Office*^{14/}, consistente en la evaluación de gestión y control de *compliance* de estas instituciones.

VII. Transparencia en la gestión de reservas internacionales

En el año 2006, el Consejo del Banco estableció en carácter de política institucional la entrega de información sobre la gestión de las reservas internacionales 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 RIN, 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.

Esta decisión del Consejo consolida las prácticas del Banco sobre la materia, las cuales cumplen con todas las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional para asegurar claridad y una adecuada rendición de cuentas respecto a las actividades y resultados de la gestión de las reservas internacionales.

En efecto, con el objetivo de fortalecer la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional y de la promoción de políticas y prácticas que contribuyen a la estabilidad y transparencia del sector financiero, en los últimos años, los organismos internacionales han desarrollado y difundido prácticas tendientes a lograr un mejor nivel de transparencia en el diseño e implementación de la política fiscal y monetaria. En particular, el FMI dio a conocer a través de un documento titulado *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, 2004*, pautas para una adecuada transparencia en la gestión de reservas internacionales.

^{14/} Los servicios de *Middle Office* se encargan de la medición del retorno y riesgo de un portafolio y verifican el cumplimiento de las normas y políticas definidas para ese mismo portafolio. El *Front Office* se encarga principalmente de realizar las inversiones, mientras que el *Back Office* se encarga de perfeccionarlas, es decir, del manejo de cuentas corrientes y custodia y del registro de todas las operaciones.

A continuación, se presentan los requisitos que, a juicio del BCCh, las autoridades responsables de la gestión de reservas deben cumplir, basadas en las directrices establecidas por el FMI, y la forma en que el Banco da cumplimiento a ellas. Este ejercicio pone de manifiesto la sintonía de las prácticas institucionales con los estándares internacionales.

Requisito establecido por el FMI	Banco Central de Chile
1. Debe existir una adecuada claridad en la definición de los roles, responsabilidades y objetivos de la agencia financiera responsable de la gestión de reservas. Esto debe incluir la información pública de los arreglos entre la agencia y el gobierno, y los criterios de gobierno interior de la agencia. En forma paralela debe publicarse la definición de los objetivos generales de la administración de las reservas y los elementos claves adoptados para lograr la obtención de estos.	<i>Informe de Política Monetaria (IPOM)</i>, septiembre 2011. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales. En el 2006 se publicó un informe de la política de gestión de las reservas internacionales, 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 especificó la composición referencial de activos por moneda, plazo, duración e instrumentos que guían las inversiones. Actualmente, esta información se encuentra disponible y actualizada en el sitio web del Banco.
2. Deben ser de conocimiento público los acuerdos que regulan la relación de la agencia con sus contrapartes. Los principios generales que regulan la relación entre la agencia encargada de la gestión de las reservas internacionales y sus contrapartes deben estar a disposición del público.	<i>Memoria Anual 2010</i>. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales. Se publicó en la <i>Memoria Anual 2010</i> el programa de administración de cartera externa. Esta información se encuentra actualmente disponible y actualizada en el sitio web del Banco.
3. Debe haber acceso público a la información sobre las estadísticas de las reservas internacionales. Los datos sobre reservas oficiales en moneda extranjera se deben dar a conocer públicamente, conforme a un calendario anunciado.	<i>Boletín Mensual</i> e <i>Informe de Coyuntura Semanal</i>. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales. Como parte de los mecanismos de publicación de estadísticas del BCCh, los niveles de reservas se dan a conocer en forma semanal en los <i>Informes de Coyuntura Semanal</i> y mensual en el <i>Boletín Mensual</i>. En forma adicional, se encuentran disponibles en el sitio web del Banco y a través del mecanismo de divulgación estadística del FMI.
4. Se debe garantizar la integridad y el <i>accountability</i> de la agencia responsable de la administración de las reservas. Es necesario que auditores externos e independientes auditen las actividades realizadas por la agencia responsable de la administración de reservas, que los resultados de esta y el dictamen respecto de los estados financieros de la agencia sean de conocimiento público. Asimismo, deben publicarse los principios generales de gobierno interno utilizados para garantizar la integridad de las operaciones de gestión de las reservas de la agencia.	<i>Diario Oficial</i>, un medio de circulación nacional, <i>Memoria Anual</i> y sitio web. <i>Informe de Política Monetaria (IPOM)</i>, septiembre 2011. Los balances y estados de resultados del BCCh se encuentran auditados por empresas auditoras externas e independientes, y se publican habitualmente en la <i>Memoria Anual</i> y en el sitio web del Banco. Los principios generales de gobierno se encuentran en el <i>Informe de Política Monetaria (IPOM)</i> septiembre 2011 y en el sitio web del Banco, Gestión de Reservas Internacionales.

Anexo

Workshop de las Reservas Internacionales

El Banco Central de Chile organizó entre el 25 y 26 de octubre de 2010, un *Workshop* de Reservas Internacionales, cuyo objetivo fue analizar los fundamentos sobre los que se definen objetivos y políticas de gestión de las RIN del BCCh.

Asistieron invitados los bancos centrales de Brasil, Canadá, Finlandia y Sudáfrica, también el BIS, FLAR y dos instituciones financieras contrapartes del BCCh, PIMCO y *Brown Brothers Harriman*.

Cada invitado aportó con ponencias que abordaron las distintas opciones de gestión, considerando su propia experiencia y la de otros actores relevantes de la industria. Se examinó de esta forma los objetivos de liquidez, preservación de capital, rentabilidad y cobertura en el contexto de la gestión de portafolios de reservas y se revisó además, el ámbito de aplicación de los esquemas de *Asset Liability Management* (ALM).

Las ponencias y las discusiones subsecuentes reconocieron el impacto que ha significado la crisis financiera sobre las decisiones de inversión de los bancos centrales y fondos soberanos. Se observó que el nivel global de reservas internacionales mantenidos por bancos centrales y fondos soberanos excede a las necesidades de liquidez del sistema financiero internacional, lo que ha obligado a los gestores de cartera a buscar posicionamientos con perfiles más agresivos de retorno riesgo que validen estas mayores tenencias de recursos, generando en consecuencia una creciente movilidad de estos.

El análisis permitió también concluir que la liquidez observada en la estructura de estos portafolios ha resultado ser la apropiada para hacer frente a reducciones súbitas en los flujos de capital, así como para intervenir y estabilizar los mercados de cambio y asegurar la fluidez de los pagos externos. La crisis reciente demostró que la mayoría de los países pudo hacer frente a los desequilibrios financieros, sin que se produjesen costos en términos de contracción severa en sus niveles de actividad económica.

El ejercicio confirmó la percepción de los crecientes niveles de liquidez global, reconociendo, no obstante, que la circunstancia específica de cada banco o fondo soberano puede ser diferente. En términos prácticos, la manera con que la industria busca resolver el equilibrio de objetivos con el nivel de recursos disponibles, pasa por considerar de manera activa la segmentación de los portafolios por tramos, asignando distintos objetivos a cada uno:

- a. Caja y operaciones: orientado a cubrir las necesidades de operación y/o caja, con un horizonte de muy corto plazo. Mayoritariamente *overnight* y, por sobre todo, altamente líquido.
- b. Tramo de liquidez: orientado a cubrir eventuales requerimientos de intervención y/o provisión de recursos de última instancia, que significa evaluar y conciliar el nivel de RIN con las distintas medidas de vulnerabilidad externa del país. Se trata de portafolios de duración acotada pero altamente líquidos y denominados en las divisas de intervención y/o de pagos externos.
- c. Tramo de inversión: orientado a objetivos de rentabilidad, con horizontes de inversión mayores y mayor tolerancia a los riesgos de mercado y crédito. Contempla diversificación en divisas y familias de activos con horizontes de inversión y perfiles de riesgo y retorno, mayores.

En el *Workshop* de Reservas Internacionales se debatió sobre los objetivos en la gestión de RIN y los enfoques de ALM presentes. Asimismo, hubo una sección del panel dedicada a los efectos que tuvo la recuperación económica en el manejo de las RIN.

Objetivos de gestión de RIN

El objetivo de preservación de capital está siempre presente en la gestión de reservas y fondos soberanos, aun cuando permite interpretaciones en función del objetivo prioritario que se defina y el plazo o madurez de evaluación de su consecución. Por ejemplo, las variaciones negativas de capital, por cambios en tasas o paridades en el corto plazo, son acotadas y eventualmente reversibles en el mediano y largo plazo. Asimismo, son generalmente mitigables si las pérdidas son aceptables (o en algunos casos jamás serán realizadas) y si se pueden mover recursos a otras alternativas de inversión. Los horizontes de inversión son determinantes en la definición de este objetivo.

La diversificación por moneda y tipo de activos no correlacionados entre sí, en teoría, pueden limitar el riesgo de disminución en el valor de los portafolios. Sin embargo, la evidencia muestra que esta diversificación es limitada y puede significar llegar a asumir más riesgo de crédito. Las lecciones de la actual crisis financiera muestran una alta correlación entre los activos llamados tradicionales y una *performance* más baja.

Como parte de una composición o estructura pura de divisas de un portafolio, se aprecia que el oro ha mantenido, en particular frente al dólar, una función de cobertura más allá del ciclo de precios de los *commodities*. Esto es, que los incrementos observados en el precio del oro, que exceden el alza promedio de los otros *commodities*, son atribuibles en parte, a su demanda como activo financiero de resguardo.

Como objetivo de política, la rentabilidad se observa como relevante cuando el nivel de reservas excede las necesidades de liquidez de la economía y cuando existe un costo por mantenerlas. Implica hacer ejercicios de medición del grado de vulnerabilidad externa de la economía, así como del nivel óptimo de reservas que permite mitigarlo.

La rentabilidad es objetivo prioritario en gestión de tramos de inversión de las reservas y toma argumentos de diversificación. Implica tener mayor tolerancia a los riesgos de crédito y a la volatilidad de retornos a corto plazo. La definición de tolerancia al riesgo es decisión de política y no el resultado de un ejercicio de modelación financiera. Desarrollos recientes demuestran que la búsqueda de mayor rentabilidad ha estado acompañada por una toma de más riesgo de crédito. Como objetivo último, la rentabilidad está subordinada al logro prioritario de objetivos de liquidez y preservación de capital.

Enfoques *Asset Liability Management* (ALM)

Los enfoques ALM buscan establecer un “seguro” al balance de la posición activo pasivo, sean de una institución (banco central) o de países.

En la primera acepción, un banco central considera su estructura de pasivos del momento y, a partir de esta, toma una composición tal de monedas y de duración en sus activos (portafolio de mínima varianza) que proteja al balance de variaciones que ocurran entre sus activos y pasivos. En la segunda acepción, también llamada ALM alternativo o LDI (*liability driven investments*), considera el comportamiento dinámico de los pasivos y da grados de flexibilidad en el tiempo. El concepto de obligación contingente tiene que ver más con la ocurrencia de requerimientos futuros que con el *stock* de pasivos existente hoy. En efecto, la provisión de liquidez, las necesidades de intervención y las obligaciones exigibles ya existentes, definen los pasivos a cubrir, pero considerando su comportamiento dinámico.

Bajo condiciones de incertidumbre, propias de la existencia de contingencias, la revelación de preferencias de cobertura se facilita si se establece el nivel de protección deseado y se define un objetivo de retorno. Conocido el nivel de reservas, el grado de cobertura requerido y de recursos comprometidos se puede acotar, disminuyendo el costo de la cobertura.

La aplicación de ALM puede ajustarse a objetivos específicos, como la estabilidad de una divisa. Si el objetivo fuese contribuir al control y protección de su valor (principio de igualdad en el valor de activos y pasivos), cualesquier intervención cambiaria alterará dicho equilibrio.

La capacidad de intervenir queda limitada por la cantidad bruta de activos líquidos, así como por la cantidad de pasivos que maduran en el período de intervención. Para países con monedas de alta convertibilidad, la disposición de activos puede complementarse con emisiones de deuda en moneda local más el uso de operaciones *swap* y/o emisión en otras divisas en mercados internacionales. En ese contexto, las posiciones del balance que se mantienen equilibradas son fáciles de medir y los criterios de asignación del portafolio de activos son más evidentes pues reflejan con mayor exactitud el perfil de los pasivos que cubren.

¿Cómo afecta el proceso de recuperación económica global al manejo de RIN?

El entorno macroeconómico y financiero precrisis se puede caracterizar por sus crecientes grados de desregulación, innovación financiera y globalización.

La recuperación económica y financiera se estima será lenta en el mundo desarrollado y algo más acelerada en las economías emergentes, definiendo un escenario con distribuciones relativas al comportamiento de variables macro económicas y financieras, más planas y con colas más anchas, lo que se traduce en mayor incertidumbre respecto de sus desarrollos probables.

La mayor probabilidad de que ocurran eventos en las colas de las distribuciones obliga a reevaluar de manera continua las correlaciones vigentes entre los distintos activos considerados en un portafolio, con su consecuente efecto en la definición de *benchmarks* y políticas de inversión.

Los *benchmarks* y estrategias deben ser concebidos ahora en un espacio de factores más que en uno de “clase de activos”, incorporando como variables relevantes el costo de cobertura de eventos en las colas y la volatilidad vigente, entendiendo que dicho riesgo es macroeconómico y correlacionado con políticas monetarias. Esto es, susceptible de cobertura a nivel de portafolio. Las estrategias deben otorgar más espacio a la decisión del *portfolio manager* para implementar “visiones de factores” de manera activa y deben ser *forward looking*.

Se observa que los objetivos básicos de la gestión de reservas siguen siendo, aun en períodos de volatilidad, los mismos: liquidez, preservación de capital, rentabilidad y cobertura. El peso relativo de cada factor depende del tamaño de las carteras (nivel) y de cuán adecuado sea este respecto a las necesidades de “seguro” que la economía requiera (vulnerabilidad externa).

Establecer tramos diferentes en la estructura de los portafolios de reservas, permite gestionar de manera más adecuada las necesidades de caja, las de liquidez propiamente tal y las de inversión.

Si se siguiera ese camino, se debe tener en cuenta lo siguiente:

- a. Los requerimientos de liquidez deben satisfacer las potenciales demandas de fondos en situaciones de normalidad y contingencia.
- b. Dentro de estas, considerar necesidades de intervención, balance entre activos y pasivos del BCCh, nivel de la deuda externa residual de corto plazo y eventuales detenciones súbitas de los flujos externos.
- c. La decisión de política tiene que ver con el grado de seguro deseado (en particular relativo a pasivos contingentes), del costo de la cobertura y del costo de mantener reservas si lo hubiese.
- d. Una cartera definida como “tramo de liquidez” debe estar diversificada en monedas e instrumentos con mercados profundos, con emisores con *ratings* de crédito altos y plazos lo suficientemente cortos para no poner en riesgo el valor de los activos. Lo central, es un diseño que asegure el no modificar ni intervenir la estructura de este portafolio frente a cambios de mercado, en la medida en que sea

capaz de reflejar de manera razonable la existencia de obligaciones normales y contingentes.

- e. Definidos los requerimientos de liquidez, los recursos restantes del portafolio de reservas pueden ajustarse al tramo de inversión, cuyo objetivo puede ser un cierto nivel de rentabilidad provisto siempre un límite de riesgo que se está dispuesto asumir.
- f. En este tramo tienen cabida otras familias de activos, mercados, monedas, plazos y emisores. Tienen un nivel mayor de riesgo, tanto de mercado como de crédito y se hace necesaria una gestión activa y dinámica de riesgos (gestión de factores y análisis de eventos —cobertura— en las colas de las distribuciones), incluyendo seguimiento de indicadores de alerta temprana y prácticas regulares de *stress testing*, aun sin renunciar al uso de herramientas de medición y gestión de riesgo tradicionales (VaR, TE).
- g. Los espacios en este tramo de inversión incluyen mayor diversificación de monedas e instrumentos, en función del objetivo de rentabilidad asociado, horizontes de inversión de mayor plazo y acceso a mercados no tradicionales
- h. Pueden asimismo, considerar mayores márgenes de inversión en activos con mayor rentabilidad o la inversión en activos físicos u otros potencialmente elegibles.

Glosario

<i>Accountability</i>	Término en inglés que se refiere a “los deberes de transparencia” o a 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 a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan TIPS (<i>Treasury inflation-protected securities</i>), mientras que en Europa se conocen como <i>E-Linkers</i> .
<i>Brokers</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 reservas internacionales.
<i>Dealers</i> primarios de EE.UU.	Corresponde a bancos comerciales e instituciones de intermediación financiera (<i>broker/dealers</i>) que pueden llevar a cabo operaciones en instrumentos financieros del gobierno de EE.UU., directamente con el Sistema de Reserva Federal (Banco Central de EE.UU.). 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 de plazo.
Depósitos <i>weekend</i>	Son depósitos a un fin de semana de 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 original 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 cambios en las tasas de interés; es decir, cuánto cambia el precio de dicho instrumento en respuesta a un cambio en 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>)	Fondo Monetario Internacional (www.imf.org). 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 al plazo de 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 BCCh.
Portafolio	Es una combinación de instrumentos de inversión tomados por un individuo o un inversionista institucional.
Portafolio de inversiones	Portafolio de reservas internacionales del BCCh que se mantienen para hacer frente a contingencias imprevisibles y requerimientos de largo plazo. Contiene activos de corto y largo plazo.
Portafolio de liquidez	Portafolio de reservas internacionales del BCCh destinado a cubrir los requerimientos de fondos previsibles 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 en la tasa de interés.
Reservas internacionales	Activos externos líquidos 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 en el 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, 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 en los precios del mercado.
Riesgo operativo	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 dada 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.
Securities Valuation Office de EE.UU.	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.
Tasas <i>Fixbis</i>	Tasa de interés fija para títulos del <i>Bank for International Settlements</i> (BIS), para cualquier duración entre una semana y un año.
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 en 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 en las tasas de interés, desempleo y cambios en la economía en general.

Juan Esteban Laval Z.

Representante legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Octubre 2011

ISBN: 956-7421-24-2

Registro de propiedad intelectual N° 157.850

Edición de 300 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Impresión: Andros Impresores.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE