

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

2006



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

Resumen Ejecutivo

Las reservas internacionales son los activos líquidos 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 vigente de tipo de cambio flotante, 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 en base a 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 sólo 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, por su naturaleza, las reservas internacionales sólo pueden estar constituidas por activos financieros 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 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. 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 y requerimientos de largo plazo. La estructura referencial de este portafolio considera actualmente un 60% de dólares, un 40% de euros y una duración promedio de 13 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 del cual se consideran los riesgos bancario, soberano, supranacional y de instituciones financieras externas, y de contraparte. El riesgo operativo, en tanto, se controla mediante la segregación de funciones y responsabilidades, 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, el Banco mantiene desde 1995 programas de administración externa para una fracción de las reservas. Estos tienen 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 existen dos programas de este tipo, incluyendo uno orientado a la gestión de un portafolio general de inversiones de largo plazo y uno con un mandato especializado en *Mortgage-Backed Securities* (MBS), correspondiente a instrumentos hipotecarios emitidos por agencias financieras de EE.UU.

Al 30 de junio de 2006, el total de las reservas internacionales alcanzaba US\$ 17.570 millones, de los cuales US\$ 12.873 millones correspondían al Portafolio de Inversiones y US\$ 4.479 millones al Portafolio de Liquidez. Del total de reservas internacionales, 67,2% se mantenía en instrumentos en dólares, 25,5% en euros y 7,3% en otras divisas.

Asimismo, al 30 de junio de 2006, 45,3% de las reservas estaban invertidas en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA, emitidos por entidades soberanas, agencias financieras de EE.UU. o supranacionales. El 54,7% restante estaba invertido en instrumentos con clasificación de riesgo de crédito entre A y AA+, principalmente del sector bancario.

En el período 2000-2005, el promedio anual de los retornos obtenidos por la gestión de reservas internacionales fue 4,12% medido en divisas –es decir, en función de la canasta referencial de monedas del Portafolio de Inversiones–, presentando una evolución en línea con la dinámica observada en las tasas de interés externas relevantes. Dicho promedio medido en pesos fue 3,96%, el cual considera además el efecto de los movimientos en las paridades de las divisas con la moneda nacional. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial utilizada para evaluar la gestión de las inversiones fue en promedio de un 0,26% anual.

El Consejo del BCCh estableció recientemente en carácter de política institucional 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 sitio web del Banco. Esta decisión consolida las prácticas actuales del BCCh sobre la materia, las cuales se ajustan a las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional para asegurar claridad y una adecuada rendición de cuentas con respecto a las actividades y resultados de la gestión de reservas internacionales.

Índice

I. Las reservas internacionales y los objetivos de su gestión	5
II. Marco institucional y organizacional	6
III. Política de inversiones	8
A. Portafolio de Inversiones y Portafolio de Liquidez	8
B. Estructura referencial del Portafolio de Inversiones	10
a) Composición de monedas	10
b) Duración referencial	11
c) Composición por plazos, monedas, riesgos, instrumentos y comparadores referenciales	11
C. Estructura referencial del Portafolio de Liquidez	12
IV. Administración de riesgos	12
A. Riesgo de liquidez	12
B. Riesgo de crédito	13
C. Riesgo de mercado	14
D. Riesgo operativo	14
V. Retornos históricos de la gestión de las reservas internacionales	15
VI. Programa de administradores externos	17
A. Características del programa	17
B. Procesos de selección y evaluación de administradores externos	17
VII. Transparencia en la gestión de reservas internacionales	18
VIII. Glosario	19

Tablas

III.1. Composición de las reservas internacionales según portafolios y monedas	9
III.2. Estructura referencial del Portafolio de Inversiones de administración interna	11
III.3. Comparadores referenciales del Portafolio de Inversiones	12
IV.1. Composición de las reservas internacionales según riesgo de crédito	14
V.1. Retorno total y diferencial de las reservas internacionales	15
V.2. Retorno diferencial respecto de la estructura referencial	15
V.3. Retorno total de las reservas internacionales en diversas monedas	16

Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile

Las reservas internacionales 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 poder 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 en circunstancias excepcionales y calificadas. Al 30 de junio de 2006, las reservas internacionales alcanzaron el monto de US\$ 17.570 millones.

En este documento se explican los objetivos de la gestión de reservas internacionales, el marco institucional bajo el cual éstas 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 a estándares internacionales. Por último, se proporciona un glosario de términos asociados a la gestión de reservas.

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 política fiscal sólida, una regulación y supervisión financiera prudente y la integración financiera plena con el exterior, proveen de un marco coherente que permite mantener los equilibrios macroeconómicos esenciales y hacer frente a los distintos *shocks* que enfrenta la economía, atenuando sus efectos.

Sin perjuicio de lo anterior, el Banco Central se reserva la facultad de intervenir en el mercado cambiario ante circunstancias excepcionales y calificadas. Una situación de iliquidez en los mercados financieros internacionales relevantes para Chile, por ejemplo, podría llevar a una depreciación del peso que no guarde relación con sus fundamentales y podría implicar costos reales importantes para nuestra economía. Las reservas internacionales son los activos externos líquidos de que dispone el Banco Central para intervenir en el mercado cambiario en dichas circunstancias, con el objeto de apoyar su política monetaria y cambiaria.

La tenencia de reservas internacionales tiene beneficios y costos que el Banco Central considera. Por una parte, disponer de liquidez en moneda extranjera contribuye a reducir la probabilidad y los costos de determinados *shocks* y mejora la percepción de los mercados sobre la capacidad del país para enfrentar situaciones de riesgo; ello disminuye el riesgo país. Por otra parte, 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, liquidez, 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.

En los últimos años, los beneficios para Chile de mantener un elevado nivel de reservas internacionales disminuyeron por los fundamentos cada vez más sólidos de su economía. A ello ha contribuido la consolidación del marco de política de tipo de cambio flotante y metas de inflación. En este contexto, el Banco Central desarrolló desde diciembre del 2003 hasta diciembre de 2005 un programa para reducir el costo financiero de su posición neta en moneda extranjera, consistente en el canje y renovación de títulos denominados en dólares que se pagaban en pesos por títulos pagaderos en dólares, los cuales se están pagando a su vencimiento haciendo uso de las reservas internacionales. Se estima que por efectos de este programa, desde diciembre de 2003 hasta junio de 2006, el BCCh vendió activos en dólares y en otras monedas por US\$5.054 millones aproximadamente, reduciendo su deuda en títulos denominados en dólares en un monto equivalente. La disminución en las reservas internacionales generada por dicho programa se vio compensada por un aumento en los depósitos en moneda extranjera captados del sistema financiero y del sector público.

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 que el Banco Central mantiene es proveer de un acceso a liquidez internacional seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del Banco. Proveer de un acceso seguro implica gestionar las reservas de modo que ellas estén efectivamente disponibles para actuar con diligencia y oportunidad en caso de ser requerido. El acceso eficiente a liquidez internacional se persigue a través de optimizar 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 poder 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— (artículo primero de la Ley N° 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 éste 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 a 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 BCCh, 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 de Inversión 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, la que actúa en representación del Consejo del BCCh en un esquema de delegación de facultades. 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 Inversiones Internacionales, dependiente de la Gerencia de División Operaciones Financieras. A ella le corresponde definir la estrategia para implementar las políticas de inversiones del Banco, así como administrar su puesta en práctica. A la Gerencia de Inversiones Internacionales reportan el Departamento Mesa Internacional y el Departamento Tesorería Internacional. El primero diseña y propone los posicionamientos de las inversiones en torno a la estructura referencial definida para la gestión de las reservas internacionales e implementa las decisiones de inversión aprobadas. El segundo departamento materializa, registra, contabiliza y procesa las transacciones llevadas a cabo por los operadores de mesa.

Adicionalmente a sus responsabilidades directas de inversión, la Gerencia de Inversiones Internacionales gestiona los programas de administración de cartera y de préstamo de valores contratados con contrapartes externas. El programa de administración externa de cartera, que en la actualidad alcanza aproximadamente al 5% del total de reservas internacionales, tiene por objetivos constituir un comparador activo para evaluar la gestión directa de reservas que realiza la Gerencia de Inversiones Internacionales, lograr transferencias 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*) materializado a través de un agente-custodio, 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. Esta unidad es independiente de la Gerencia de Inversiones Internacionales y reporta administrativamente al Subgerente 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 Inversiones Internacionales. El Departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo informa de estas materias al Gerente de División Operaciones Financieras y a la Gerencia General, a través del Subgerente General. La Gerencia General, en coordinación con la Gerencia de División Operaciones Financieras, informa mensualmente y 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.

A Fiscalía, cuya jefatura superior depende del Consejo de la Institución, le corresponde velar por la legalidad de los Acuerdos del Consejo y los demás actos y contratos que se celebren a fin de invertir, administrar y disponer de las reservas internacionales, conforme a las disposiciones de la LOC. Para este efecto, deben someterse a su examen previo los citados Acuerdos y demás actos o contratos 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 los contratos se adecuen a criterios jurídicos aceptables, especialmente en materia de legislación y jurisdicción aplicable, y eventual renuncia a la inmunidad de ejecución, en los términos del artículo 85 de la LOC.

Finalmente, 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. En los últimos años se ha contado para estos efectos con la asesoría del Banco de Inglaterra (Bank of England) y del Banco Central Europeo (ECB).

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 sólo 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, por su naturaleza, las reservas internacionales sólo pueden estar constituidas por activos financieros 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 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 de límites para las decisiones de riesgo de mercado y crediticio que se pueden tomar en torno a esa estructura referencial.

A continuación se presentan los aspectos fundamentales de la política de inversiones de las reservas internacionales. Para ello, en primer lugar, se describe los principales portafolios utilizados en su gestión y su composición. Luego se explica la estructura referencial utilizada y se abordan, en particular, los criterios utilizados para determinar los parámetros que guían la composición de monedas y de duración del portafolio de reservas internacionales.

A. 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.

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 y requerimientos de largo plazo. La estructura referencial de este portafolio considera actualmente 60% de dólares, 40% de euros y una duración de 13 meses, según se explica en la subsección III.B. El subportafolio de activos de corto plazo actúa como un *buffer* (amortiguador) para hacer frente a variaciones en las necesidades

de liquidez en moneda extranjera. 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 indizados a inflación con madurez entre 1 y 30 años¹. Las transferencias de fondos desde el portafolio de activos de largo plazo al de corto plazo, y viceversa, obedecen generalmente a consideraciones de carácter financiero derivadas de la estrategia de inversiones, aún 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 BCCCh. La estructura referencial de este portafolio está calzada en monedas y plazos con los desembolsos previstos. Se constituye principalmente a través de depósitos *over-night* y *week-end* 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.

La Tabla III.1 muestra el nivel y composición de las reservas internacionales por portafolios y monedas al 30 de junio de 2006. El nivel de las reservas internacionales alcanzaba a esa fecha US\$ 17.570 millones, de los cuales US\$ 12.873 millones correspondían al Portafolio de Inversiones y US\$ 4.479 millones al Portafolio de Liquidez. Del total de reservas internacionales, 67,2% se mantenía en instrumentos en dólares, 25,5% en euros y 7,3% en otras divisas.

Tabla III.1: Composición de las reservas internacionales según portafolios y monedas

Tipo de Portafolio	Moneda	2004		2005		Jun-06	
		MM US\$	%	MM US\$	%	MM US\$	%
Portafolio de Inversiones		14.849,5	92,7%	12.736,3	75,1%	12.872,6	73,3%
Monedas y depósitos	Dólar	5.735,8	35,8%	3.876,6	22,9%	4.477,5	25,5%
	Euro	1.067,1	6,7%	290,7	1,7%	370,6	2,1%
	Otras divisas	155,2	1,0%	780,4	4,6%	170,8	1,0%
Valores	Dólar	5.552,3	34,7%	3.479,9	20,5%	3.736,9	21,3%
	Euro	2.336,8	14,6%	4.303,9	25,4%	4.113,5	23,4%
	Otras divisas	2,2	0,0%	4,8	0,0%	3,2	0,0%
Totales	Dólar	11.288,2	70,5%	7.356,5	43,4%	8.214,4	46,8%
	Euro	3.403,9	21,3%	4.594,6	27,1%	4.484,2	25,5%
	Otras divisas	157,4	1,0%	785,2	4,6%	174,0	1,0%
Portafolio de Liquidez		645,9	4,0%	3.952,7	23,3%	4.479,4	25,5%
Monedas y depósitos	Dólar	645,9	4,0%	3.952,7	23,3%	3.579,5	20,4%
	Euro	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
	Otras divisas	0,0	0,0%	0,0	0,0%	899,8	5,1%
Otros Activos		520,7	3,3%	274,3	1,6%	218,1	1,2%
Oro monetario	Otras divisas	3,0	0,0%	3,3	0,0%	4,4	0,0%
DEG FMI	Otras divisas	52,6	0,3%	52,6	0,3%	54,6	0,3%
Posición reservas FMI	Otras divisas	445,6	2,8%	188,8	1,1%	147,7	0,8%
Acuerdos de crédito recíprocos	Dólar	19,4	0,1%	29,6	0,2%	11,5	0,1%
TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES		16.016,0	100,0%	16.963,4	100,0%	17.570,0	100,0%
Totales	Dólar	11.953,4	74,6%	11.338,9	66,8%	11.805,4	67,2%
	Euro	3.403,9	21,3%	4.594,6	27,1%	4.484,2	25,5%
	Otras divisas	658,7	4,1%	1.029,9	6,1%	1.280,4	7,3%

Fuente: Banco Central de Chile.

¹ Los bonos indizados a inflación son bonos en dólares estadounidenses; es decir, corresponden a los denominados TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*).

B. 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 BCCh.

a) Composición de monedas

El Banco Central mantiene su Portafolio de Inversiones en una cartera de monedas diversificada, compuesta fundamentalmente por inversiones en dólares estadounidenses y euros. 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 y largo plazo que vence en los próximos doce meses). En el caso de la economía chilena, dicha deuda está esencialmente denominada en dólares. Asimismo, el dólar estadounidense es la moneda extranjera de referencia para el mercado cambiario nacional y la moneda con que históricamente se condujeron las intervenciones en dicho mercado en Chile.

Para lograr el segundo propósito, el Banco Central también debe tener presente el impacto de las decisiones de composición 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 al balance es a través de los efectos que puede tener la variabilidad de las paridades internacionales en el valor en pesos y/o en UF de las reservas. En la medida en que, con posterioridad a la adopción del régimen de flotación cambiaria, se incrementó significativamente la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar relativa a la volatilidad del tipo de cambio peso-euro, se ha hecho conveniente aumentar de modo importante la diversificación de monedas de la cartera de inversiones e incorporar una proporción mayor de instrumentos denominados en euros.

La composición específica de monedas contemplada en la actual estructura referencial del Portafolio de Inversiones representa una solución intermedia a las implicadas por los propósitos señalados en los párrafos anteriores y está caracterizada por 60% en dólares y 40% en euros, con márgenes de desviación de $\pm 5\%$ respecto de estos valores referenciales para cada moneda principal. Técnicamente, dicha solución responde a un ejercicio de minimización de la varianza 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.

Además del dólar estadounidense y el euro como monedas principales, el Portafolio de Inversiones incluye otras monedas de aceptación internacional, de países con clasificación igual o superior a “A-”, como monedas secundarias. Estas incluyen a la libra esterlina, el yen, el dólar canadiense, australiano, neozelandés y de Singapur, el franco suizo y la corona danesa, sueca y noruega.

b) 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.

En la actualidad, el alto grado de integración financiera de la economía chilena implica que cambios en las tasas de interés internacionales afectan no sólo el valor económico de las reservas internacionales, sino también el de los demás activos y pasivos que el Banco Central tiene en su balance. Durante la primera mitad de la presente década, se ha observado una significativa relación entre las tasas externas e internas, especialmente en el caso de las tasas de interés de mediano y largo plazo².

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 antes señalado, la duración referencial del Portafolio de Inversiones actualmente es de 13 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 presentado anteriormente. En el caso del Portafolio de Inversiones de largo plazo, la duración referencial es de 31 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.

c) Composición por plazos, monedas, riesgos, instrumentos y comparadores referenciales

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 plazos, riesgos y monedas. Los administradores externos con mandato para gestionar portafolios de largo plazo utilizan una estructura referencial análoga al portafolio de largo plazo indicado en la Tabla. El programa de administración externa de la cartera de MBS, en tanto, usa como comparador el índice correspondiente de Lehman Brothers³.

Tabla III.2: Estructura referencial del Portafolio de Inversiones de administración interna (porcentaje)

Instrumento	Participación	Participación por monedas	
		dólares	euros
Portafolio de corto plazo	70,0	41,3	28,7
Corto plazo bancario	37,0	21,8	15,2
Corto plazo soberano	33,0	19,5	13,5
Portafolio de largo plazo	30,0	17,7	12,3
Bonos	27,0	14,7	12,3
Bonos indexados	3,0	3,0	-
Total	100,0	59,0	41,0

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} 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

^{3/} Véase la sección VI para la descripción del Programa de Administradores Externos.

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 en la industria.

Tabla III.3: Comparadores referenciales del Portafolio de Inversiones

Instrumento	Comparador referencial	
	dólares	euros
Portafolio de corto plazo		
Corto plazo bancario	Tasa Libid USD a 6 meses	Tasa Libid EUR a 6 meses
Corto plazo soberano	Tasa Fixbis USD a 6 meses	Tasa Fixbis EUR a 6 meses
Portafolio de largo plazo		
Bonos	Índice JP Morgan 1-10 años	Índice JP Morgan 1-10 años
Bonos indizados	Índice Barclays Bonos Indizados	-----
Mortgage-Backed Securities	Índice Lehman Brothers MBS	

Fuente: Banco Central de Chile.

C. 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 Banco. La estructura referencial de monedas del Portafolio de Liquidez está asociada a la composición efectiva de monedas de los desembolsos previstos y a los depósitos y giros realizados por bancos comerciales o el sector público. Al cierre de junio del 2006, dicha composición era de 79,9% en dólares y 20,1% en yenes. En cuanto a tasas de interés, el comparador referencial para las inversiones del Portafolio de Liquidez se calcula sobre la base de las tasas *overnight* y a plazo de las monedas que conformen este portafolio, en función de las características de los desembolsos previstos.

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 BCCh, 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.

A. 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 sólo por depósitos de corto plazo en bancos comerciales internacionales, diversificados en sus plazos de vencimiento, y por instrumentos de renta fija transados en mercados secundarios de alta liquidez y profundidad.

B. Riesgo de crédito

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

i) 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 el 45% 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), utilizando, cuando corresponda, la homologación de nomenclaturas según las convenciones de la *Securities Valuation Office* de EE.UU.

ii) Riesgo soberano, supranacional y de instituciones financieras externas. La elegibilidad de los países como emisores soberanos depende del tamaño 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 de riesgo soberano. Sin embargo, la exposición al riesgo supranacional está sujeta a un límite máximo a nivel global de US\$ 1.560 millones, mientras que los límites individuales dependen de la clasificación de riesgo de cada institución, 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 y un patrimonio mínimo equivalente a US\$1.000 millones. El límite máximo global de exposición a estas instituciones es 15%, existiendo a su vez límites máximos para cada institución.

iii) 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 EE.UU., así como los *brokers* que cuenten con una clasificación de riesgo aprobada y subsidiarias en que a lo menos el 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 30 de junio del 2006, 45,3% de las reservas estaban invertidas en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA, emitidos por entidades soberanas, agencias de EE.UU., o supranacionales. El 54,7% restante, en tanto, estaba invertido en instrumentos con clasificación de riesgo de crédito entre A y AA+, principalmente del sector bancario.

Tabla IV.1: Composición de las reservas internacionales según riesgo de crédito (porcentaje)

Tipo de Riesgo de crédito (1)	Clasificación crediticia (2)						Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	
Bancario	0,0	0,0	9,8	30,3	5,6	6,6	52,3
Soberano	33,9	0,6	1,4	0,0	0,0	0,4	36,3
Agencia	8,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,8
Supranacional	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
Total	45,3	0,6	11,2	30,3	5,6	7,0	100,0

(1) Riesgos de crédito asociados a la inversión en instrumentos financieros bancarios (depósitos, *forex -spot/forward-*, *pfandbriefes*); de estados soberanos (depósitos, letras, *floating rate notes*, bonos nominales e indexados); de agencias financieras de EE.UU. (letras, bonos nominales, *mortgage-backed securities*) y de un emisor de carácter oficial multilateral (depósitos, letras, *floating rate notes*, bonos nominales), respectivamente.

(2) Sobre la base de los ratings obtenidos de las agencias Fitch, Moody's y Standard and Poor's.

Fuente: Banco Central de Chile.

C. 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 también se cuantifica usando 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.

D. Riesgo operativo

El riesgo operativo asociado a la administración de reservas internacionales se controla mediante la segregación de funciones, responsabilidades y aplicación de controles internos y externos. En el Departamento Mesa Internacional existen procedimientos administrativos en los que 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 aplicaciones computacionales que le permiten preingresar y validar sus operaciones antes de cursarlas. A su vez, el Departamento Tesorería Internacional cuenta con sistemas informáticos 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 supervisor de la Tesorería Internacional.

La Unidad de Control y Operaciones del Departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo, en tanto, es la encargada del monitoreo de los riesgos operacionales a través de la revisión del permanente cumplimiento de las pautas de inversión definidas por el Consejo del BCCh. Esta unidad, que reporta a un Departamento que –como se señaló anteriormente– es independiente de la Gerencia de Inversiones Internacionales, controla el 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 periodo 2000-2005 fue 4,12% 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, que actualmente corresponde a 60% dólar y 40% euro⁴. La evolución de dicho retorno está en línea con la dinámica observada en las tasas de interés externas relevantes durante los últimos cinco años.

Tabla V.1: Retorno total y diferencial de las reservas internacionales (porcentaje)

Año	Medido en divisas*		En pesos		Retorno diferencial (a)-(b) = (c)-(d)
	Retorno total RRII	Retorno estructura referencial	Retorno total RRII	Retorno estructura referencial	
	(a)	(b)	(c)	(d)	
2000	6,88	6,65	12,92	12,70	0,22
2001	5,57	5,27	18,08	17,78	0,30
2002	5,25	4,69	17,89	17,32	0,57
2003	2,31	1,78	-12,84	-13,37	0,53
2004	1,84	1,95	-2,36	-2,25	-0,11
2005	2,90	2,85	-9,92	-9,97	0,05
Promedio anual 2000-2005	4,12	3,87	3,96	3,70	0,26

* Esta medición utiliza la composición de la canasta de monedas definida en la estructura referencial del Portafolio de Inversiones, que actualmente corresponde a 60% dólar y 40% euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

El retorno total promedio para el mismo periodo medido en pesos fue 3,96%. La diferencia entre el retorno total medido en divisas y en pesos se debe a movimientos en las paridades de las divisas con la moneda nacional.

El retorno diferencial respecto de la estructura referencial utilizado para evaluar la gestión de las inversiones, fue en promedio 0,26% para el periodo 2000-2005. Dicha estructura ha obtenido en los últimos cinco años un retorno promedio de 3,87%.

El retorno diferencial alcanzó en promedio 1,53 millones de UF (37,8 millones de dólares) al año durante el quinquenio 2000-2005 (Tabla V.2).

Tabla V.2: Retorno diferencial respecto de la estructura referencial

Año	Medido en puntos base	Medido en pesos (miles de millones)	Medido en UF (millones)	Medido en dólares (millones)
2000	22,2	16,7	1,08	30,9
2001	30,2	27,3	1,71	43,0
2002	56,5	56,1	3,43	81,4
2003	52,9	56,2	3,33	81,5
2004	-11,2	-10,5	-0,62	-17,2
2005	4,6	4,0	0,23	7,1
Promedio anual 2000-2005	25,9	25,0	1,53	37,8

Nota: para la valorización se utilizan valores promedio año.

Fuente: Banco Central de Chile.

⁴ Véase recuadro sobre medición de retornos para más detalles.

Por último, la Tabla V.3 presenta el retorno total de las reservas internacionales medido en diversas monedas.

Tabla V.3: Retorno total de las reservas internacionales en diversas monedas (porcentaje)

Año	Medido en divisas*	En pesos	En dólares	En euros
2000	6,88	12,92	4,84	11,64
2001	5,57	18,08	3,90	9,28
2002	5,25	17,89	9,34	-7,19
2003	2,31	-12,84	6,64	-11,26
2004	1,84	-2,36	4,08	-3,50
2005	2,90	-9,92	-1,72	11,72
Promedio anual 2000-2005	4,12	3,96	4,51	1,78

* Esta medición utiliza la composición de la canasta de monedas definida en la estructura referencial del Portafolio de Inversiones, que actualmente corresponde a 60% dólar y 40% euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cálculo de retornos de las reservas internacionales

La administración de las reservas internacionales del Banco Central de Chile debe cumplir con el propósito de proveer un acceso a liquidez internacional seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del Banco, tal como fue mencionado anteriormente (Sección I). 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 (Sección III, Política de Inversiones). Una vez definida la decisión estratégica, se realizan eventuales desviaciones tácticas respecto de este 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, 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 valorizada con cifras promedio del año, se puede descomponer en el retorno de la estructura referencial y el retorno diferencial respecto de ésta.

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.¹

Los retornos medidos en divisas están expresados en la canasta de monedas extranjeras establecida en la estructura referencial del Portafolio de Inversiones. Hoy en día, y desde abril de 2005, dicha canasta se compone de 60% dólar estadounidense y 40% euro. Para el periodo febrero 2004 – marzo 2005, la composición de monedas 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.

^{1/} 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

En línea con su compromiso con una gestión eficiente de las reservas internacionales, el Banco ha desarrollado desde hace diez 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.

A. Características del programa

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

El primero de dichos programas, 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 a 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. A junio del 2006 se cuenta con tres administradores externos en este programa, los cuales administran una cartera de US\$ 602 millones.

Además, se mantiene un programa con un mandato especializado en *Mortgage-Backed Securities* (MBS), iniciado en 2003 con el objetivo prioritario de agregar valor al portafolio y, adicionalmente, lograr una transferencia de conocimientos por medio del diálogo entre el personal del Banco y los administradores. Durante este año se ha contado con un administrador externo en este programa, el que gestiona una cartera que al 30 de junio del 2006 alcanzaba US\$ 335 millones.

B. 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 a tres criterios básicos: antigüedad de la institución y experiencia en carteras similares, asignación de personal a la cartera del Banco Central, 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 Central, entidad que escoge en última instancia a los administradores externos.

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, penalizaciones por transgresiones, y aportes por transferencia de conocimientos.

VII. Transparencia en la gestión de reservas internacionales

El Consejo del BCCh estableció recientemente en carácter de política institucional 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 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 también la administración de riesgos y la rentabilidad obtenida por el Banco por estos conceptos⁵.

Esta decisión del Consejo del BCCh consolida las prácticas actuales del Banco sobre la materia, las cuales se ajustan a las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para asegurar claridad y una adecuada rendición de cuentas con respecto a las actividades y resultados de la gestión de las reservas internacionales⁶.

En efecto, a continuación se presentan los requisitos que las autoridades responsables de la gestión de reservas deben cumplir en base a 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
<p>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.</p> <p>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 éstos.</p>	<p>Informe de Política Monetaria (IPOM), septiembre 2005. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales.</p> <p>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.</p>
<p>2. Deben ser de conocimiento público los acuerdos que regulan la relación de la agencia con sus contrapartes.</p> <p>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.</p>	<p>Memoria Anual 2005. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales.</p> <p>Se publicó en la Memoria Anual 2005 el programa de administración de cartera externa. Esta información se encuentra actualmente disponible y actualizada en el sitio web del Banco.</p>
<p>3. Debe haber acceso público a la información sobre las estadísticas de las reservas internacionales.</p> <p>Los datos sobre reservas oficiales en moneda extranjera se deben dar a conocer públicamente conforme a un calendario anunciado.</p>	<p>Boletín Mensual e Informe de Coyuntura Semanal. Sitio web, Gestión de Reservas Internacionales.</p> <p>Como parte de los mecanismos de publicación de estadísticas del BCCh, los niveles de reservas se dan a conocer en forma semanal en los informes de coyuntura semanal y mensual en el Boletín Estadístico. En forma adicional, se encuentran disponibles en el sitio web del Banco y a través del mecanismo de divulgación estadística del FMI.</p>
<p>4. Se debe garantizar la integridad y el <i>accountability</i> de la agencia responsable de la administración de las reservas.</p> <p>Es necesario que auditores externos e independientes auditen las actividades realizadas por la agencia responsable de la administración de reservas, que los resultados de ésta 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.</p>	<p>Diario Oficial, un medio de circulación nacional, Memoria Anual y Sitio web. Informe de Política Monetaria (IPOM), septiembre 2005.</p> <p>Los balances y estados de resultados del BCCh se encuentran auditados por empresas auditoras externas e independientes, y se publican habitualmente en la Memoria Anual y en la página web del Banco. Los principios generales de gobierno se encuentran en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de septiembre del 2005 y en el sitio web del Banco, Gestión de Reservas Internacionales.</p>

⁵/ Las estadísticas sobre las reservas internacionales del Banco Central de Chile se encuentran disponibles en www.bcentral.cl

⁶/ Véase FMI (2004), "Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management".

VIII. Glosario

Término	Definición
<i>Accountability</i>	Término en idioma 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.
Agencias financieras de EE.UU.	Son instituciones de financiamiento hipotecario de los EE.UU. que tienen el respaldo explícito o implícito del gobierno.
Bonos indizados 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>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.
<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 la 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>over-night</i>	Son depósitos a un día de plazo.
Depósitos <i>week-end</i>	Son depósitos a un fin de semana de plazo.
Derechos especiales de giro (DEG)	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.
Efectos de comercio	Son instrumentos de deuda emitidos en moneda nacional y moneda extranjera por gobiernos, instituciones financieras y grandes empresas, para atender sus requerimientos de financiamiento de corto plazo. Los plazos de inversión van desde noventa días hasta un año. Si son emitidos en EE.UU. se denominan en dólares y los <i>Euro commercial papers</i> pueden ser emitidos en dólares y en otras monedas fuera de EE.UU. Su rendimiento está en función de la categoría de riesgo de la empresa que los emite, teniendo plazos, tasas de interés, amortizaciones, monedas y vencimientos diversos.
Estructura referencial	Portafolio de referencia que orienta y permite evaluar la gestión de reservas internacionales.
Fondo Monetario Internacional (FMI)	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 1 año.
Mercado secundario	Mercado donde se realizan transacciones de un activo financiero ya emitido. Cada transacción implica una compra/venta entre inversionistas.
<i>Mortgage-Backed Securities</i>	Son instrumentos financieros respaldados por hipotecas de viviendas, comúnmente denominados bonos hipotecarios.
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 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 en la tasa de interés.
Reservas internacionales	Activos externos líquidos en moneda extranjera mantenidos por el Banco Central de Chile, 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 negocios 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 parte de 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 ésta vence. El riesgo de liquidez 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.
<i>Securities Valuation Office</i> 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.
Tasa Fixbis	Tasa de interés fija para títulos del Bank for International Settlements para cualquier duración entre una semana y un año.
Tasa Libid	Tasa interbancaria de Londres. Es la tasa pagada por un banco a otro por un depósito.
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.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Estas definiciones sólo pretenden contribuir a la comprensión general de los conceptos descritos, sin agotar necesariamente el alcance legal de los mismos.