



FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Junio de 2012

INDICE

I.	Antecedentes.....	3
II.	Resumen Mercados Relevantes.	3
III.	Valor de Mercado del Fondo.....	5
IV.	Cartera de Inversión.....	6
V.	Rentabilidad de la Cartera de Inversión.....	9
	V.1. RENDIMIENTO Y DESEMPEÑO.....	9
VI.	Otros Flujos.....	11
	VI.1. SECURITIES LENDING.....	11
	VI.2. COSTOS.....	11
VII.	Evolución de Mercados Relevantes.	12
	VII.1. INTRODUCCIÓN.....	12
	VII.2. PRINCIPALES DESARROLLOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.....	12
VIII.	Anexo.	18
	VIII.1. POSICIONES EN INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	18
	VIII.2. LÍMITES DE INVERSIÓN.....	19
	VIII.3. MÉTODOS DE CÁLCULOS DE ESTIMACIÓN DE LOS RETORNOS.....	20
	VIII.4. BENCHMARK.....	22
IX.	Glosario	24

I. ANTECEDENTES.

El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) fue creado mediante el Decreto con Fuerza de Ley N°1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, el cual refundió en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N° 3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

La administración de dicho fondo, fue encargada al Banco Central de Chile (BCCh) en su calidad de Agente Fiscal^{1,2}. Este organismo, mediante instrucciones recibidas del Ministro de Hacienda³, ejecuta la inversión de los recursos del fondo. Actualmente la política de inversión establece que los recursos del FEES sean invertidos 100% en instrumentos de renta fija internacional con calidad crediticia tal como se indica en anexo VIII.2⁴.

II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES⁵.

Durante el segundo trimestre de 2012, las principales noticias estuvieron relacionadas con desarrollos políticos, económicos y financieros provenientes de la Zona Euro, en un contexto donde los países miembros continuaron enfrentando desequilibrios macroeconómicos y financieros significativos.

El debate político interno en Grecia, Francia y Holanda, además de las preocupaciones por la solvencia bancaria en España marcaron la contingencia e hicieron necesaria la evaluación de los programas de ayuda vigentes y el anuncio de nuevas medidas coordinadas. En este contexto, durante junio, el Gobierno Español solicitó a la Unión Europea un préstamo por aproximadamente € 100 mil millones para su sistema financiero y encargó dos auditorías externas para la banca española. La primera auditoría estimó en € 62 mil millones las necesidades de recapitalización para la banca, monto menor al solicitado a la Unión Europea y en línea con las estimaciones del mercado. Adicionalmente, en la reunión del EU Summit, se anunciaron medidas para asistir al sistema financiero de la Zona Euro, las que comenzarían a implementarse en julio de 2012.

En términos generales, los mercados financieros exhibieron un incremento en sus niveles de volatilidad, registrándose un negativo desempeño de los principales índices bursátiles, una caída en las tasas de los bonos de gobierno y una significativa depreciación de las principales monedas (a excepción del yen), respecto al dólar de los Estados Unidos.

En este contexto, las agencias clasificadoras de riesgo Standard and Poor's, Moody's y Fitch redujeron la clasificación de riesgo de España hasta BBB+, BAA3 y BBB, respectivamente, y a diversos bancos españoles, argumentando que las finanzas públicas de ese país podrían deteriorarse aún más debido a la recesión que enfrenta y al complicado escenario del sector bancario. Adicionalmente, Moody's anunció un recorte de rating a 26 bancos italianos, 5 bancos holandeses, y a 15 de los principales bancos de inversión globales, entre los que se encuentran JP Morgan, Barclays y Morgan Stanley. Adicionalmente, Fitch redujo el rating de Japón desde AA hasta A+, y al banco JP Morgan desde AA- hasta A+.

¹ Acuerdo de aceptación, adoptada por el consejo en su sesión Ordinaria N°1.321, celebrada el 22 de febrero de 2007. Desde su creación los recursos del FEES han sido administrados por el BCCh.

² Mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda.

³ El Ministro de Hacienda establece la política de inversión de los recursos de dicho fondo con la asesoría del Comité Financiero.

⁴ Las directrices de inversión vigentes se encuentran disponibles en el sitio web (<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>) en la sección de la política de inversión del fondo.

⁵ Este es un extracto de la revisión de los mercados relevantes preparada por el BCCh y que se encuentra disponible en el Capítulo VII.

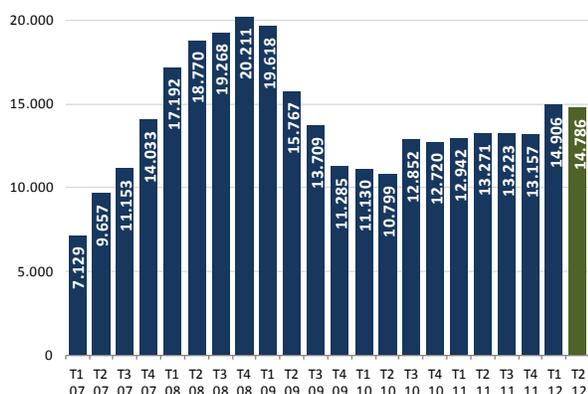
Por su parte, se destacan indicios de una desaceleración de la economía China, evidenciada por un recorte en el ratio requerido de depósitos de reservas (RRR) de 50 puntos base. En la misma dirección, el Banco Mundial disminuyó la proyección de crecimiento para China durante 2012, desde 8,4% hasta 8,2%.

III. VALOR DE MERCADO DEL FONDO.

El valor de mercado del FEES totalizó US\$14.786 millones al cierre del segundo trimestre de 2012 (ver gráfico 1). Comparado con el cierre del trimestre anterior, el valor de mercado registró una disminución de US\$120 millones. Esta disminución se debió por las pérdidas de capital de \$169 millones y costos de administración y custodia de US\$0,2 millones compensado en parte por los intereses devengados de US\$49,2 millones (ver gráfico 2).

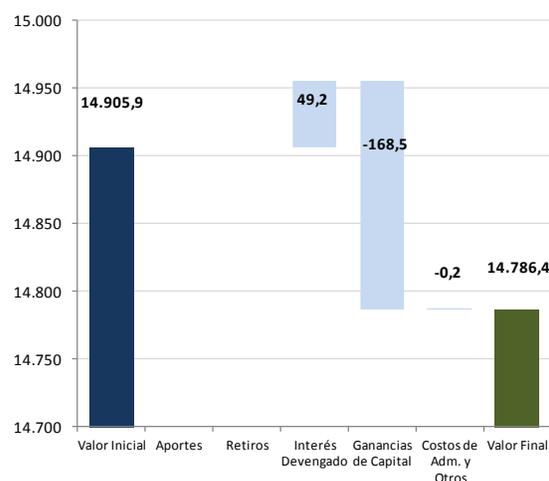
Desde el inicio, el FEES ha recibido aportes por US\$21.162 millones, se han retirado desde él US\$9.428 millones, ha percibido intereses devengados por US\$1.927 millones y ganancias de capital por US\$1.131 millones, mientras que sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente US\$6,8 millones (ver cuadro 1).

Gráfico 1
Valor de Mercado del FEES,
2007-2012
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 2
Cambio en el valor de mercado del FEES,
Segundo Trimestre 2012
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Cuadro 1
Resumen Histórico del FEES,
2007-2012
(en millones de dólares)

Variación del Valor de Mercado (MM US\$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012		Desde el Inicio ⁽¹⁾
						T1	T2	
Valor de Mercado Inicial	0,00	14.032,61	20.210,68	11.284,78	12.720,10	13.156,64	14.905,88	-
Aportes	13.100,00	5.000,00	0,00	1.362,33	0,00	1.700,00	0,00	21.162,33
Retiros	0,00	0,00	-9.277,71	-150,00	0,00	0,00	0,00	-9.427,71
Interés Devengado	326,15	623,95	404,27	227,63	236,99	58,51	49,21	1.926,72
Ganancias (pérdidas) de capital	606,81	556,08	-50,83	-3,51	200,71	-8,87	-168,55	1.131,84
Costos de Adm., Custodia y Otros ⁽²⁾	-0,35	-1,96	-1,62	-1,13	-1,16	-0,41	-0,19	-6,83
Valor de Mercado Final	14.032,61	20.210,68	11.284,78	12.720,10	13.156,64	14.905,88	14.786,35	14.786,35

(1) El FEES fue creado al refundir en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N°3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

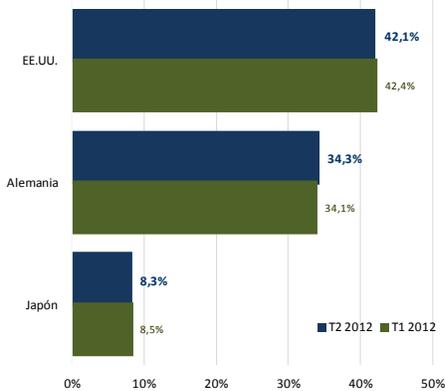
(2) Incluye costos asociados a asesorías y otros.

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

IV. CARTERA DE INVERSIÓN.

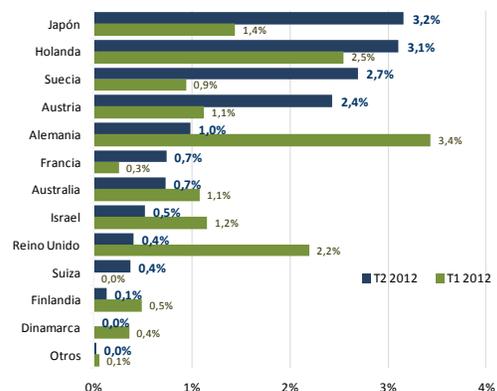
Al cierre del trimestre, del total de recursos del FEES, 84,7% se encontraba invertido en instrumentos de riesgo soberano y 15,3% en instrumentos de riesgo bancario (ver cuadro 3). Es importante señalar que a partir del 1 de mayo del 2011, la política de inversión del FEES tiene un mayor énfasis pasivo y, por lo tanto, la composición de su cartera es muy parecida a la de su *benchmark* (ver sección VIII.4). Al desglosar las inversiones en riesgo soberano (ver gráfico 3), se observa que el portafolio tenía únicamente exposiciones en los países del *benchmark* (EE.UU., Alemania y Japón). Respecto a las inversiones por país mantenidas en instrumentos de riesgo bancario (ver gráfico 4), destacan un aumento en las exposiciones de Japón, Holanda, Suecia, Austria, Francia y Suiza, y una disminución en las exposiciones en Alemania, Australia, Israel, Reino Unido, Finlandia y Dinamarca. En términos consolidados se puede observar en el gráfico 5 que aproximadamente 90% de la exposición de la cartera está en Estados Unidos, Alemania y Japón, correspondiente principalmente a papeles soberanos. El cuadro 3 presenta el detalle de las diferencias de la exposición por país tanto para riesgo soberano como bancario entre los dos trimestres.

Gráfico 3
Inversiones en riesgo soberano por país,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)



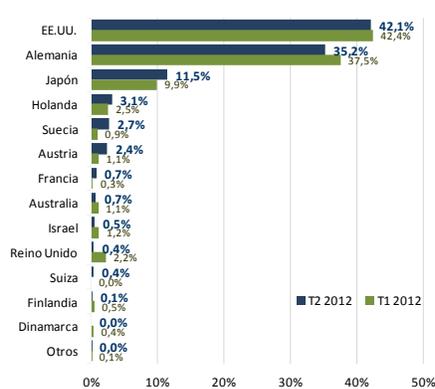
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 4
Inversiones en riesgo bancario por país,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 5
Inversiones consolidadas por país,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)



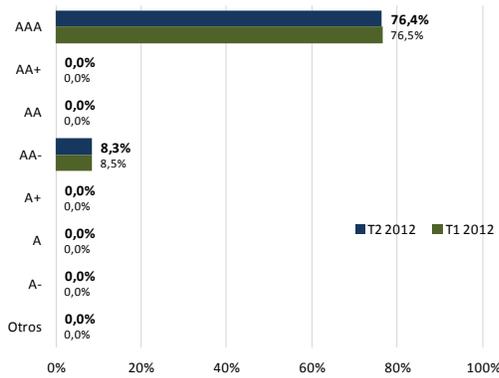
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

En relación a la clasificación de riesgo de las inversiones en riesgo soberano se observa que, al cierre del trimestre, las inversiones en instrumentos con categoría AAA (EE.UU. y Alemania) representaban el 76,4% del portafolio total (ver gráfico 6). Por otra parte, en este trimestre se experimentó un aumento en las inversiones en bancos con clasificación AA y A+ y una disminución en las clasificaciones A y A- (ver gráfico 7).

Al desagregar las inversiones por moneda al cierre del trimestre no se observan cambios significativos con respecto al trimestre anterior ya que la composición de monedas está alineada con la del *benchmark* (ver gráfico 8 y cuadro 4).

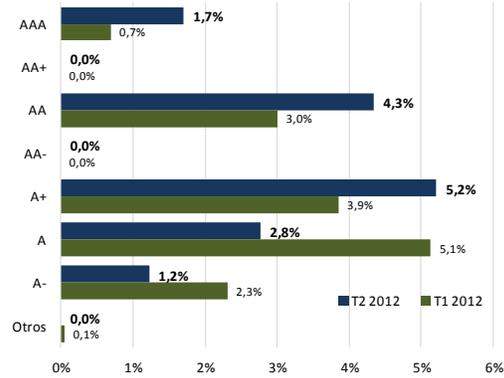
La cartera del FEES tenía, al cierre del trimestre, una duración promedio de las inversiones financieras de 2,46 años, equivalente a 898 días.

Gráfico 6
Inversiones por clasificación de riesgo soberano, Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012 (como porcentaje del fondo)



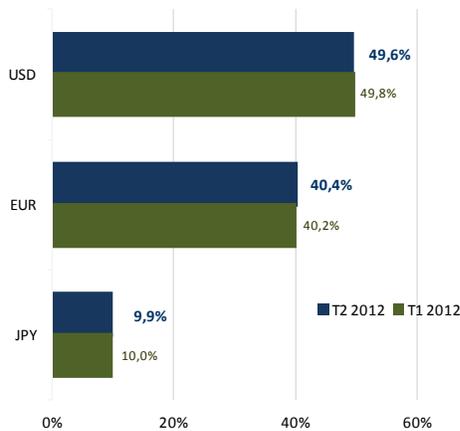
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 7
Inversiones por clasificación de riesgo bancario, Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012 (como porcentaje del fondo)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 8
Comparación trimestral por monedas, Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012 (como porcentaje del fondo)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por el BCCh

Cuadro 2

Distribución por tipo de riesgo y moneda,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(en millones de dólares a menos que se indique algo distinto)

Millones de US\$	Moneda Origen	T1 2012	T2 2012	Diferencia
Soberanos	USD	6.322,6	6.230,5	-92,1
	EUR	5.078,9	5.065,0	-13,9
	YEN	1.260,2	1.232,2	-28,0
Bancario	USD	1.104,8	1.108,4	3,6
	EUR	913,6	913,9	0,3
	YEN	225,8	236,4	10,6
Supranacional	USD	0,0	0,0	0,0
	EUR	0,0	0,0	0,0
	YEN	0,0	0,0	0,0
Total por Moneda	USD	7.427,4	7.338,9	-88,5
	EUR	5.992,5	5.978,9	-13,6
	YEN	1.486,0	1.468,6	-17,4
Total		14.905,9	14.786,4	-119,5
Duración (años)		2,45	2,46	0,10
Duración (días)		893	898	5

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Cuadro 4

Distribución por monedas,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)

Distribución por Moneda	T1 2012	T2 2012	Diferencia
USD	49,8%	49,6%	-0,2%
EUR	40,2%	40,4%	0,2%
JPY	10,0%	9,9%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	0,0%

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por BCCH

Cuadro 3

Distribución por tipo de riesgo y país,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)

Riesgo Soberano	T1 2012	T2 2012	Diferencia
EE.UU.	42,4%	42,1%	-0,3%
Alemania	34,1%	34,3%	0,2%
Japón	8,5%	8,3%	-0,1%
Subtotal	84,9%	84,7%	-0,2%

Riesgo Bancario	T1 2012	T2 2012	Diferencia
Japón	1,4%	3,2%	1,7%
Holanda	2,5%	3,1%	0,6%
Suecia	0,9%	2,7%	1,7%
Austria	1,1%	2,4%	1,3%
Alemania	3,4%	1,0%	-2,4%
Francia	0,3%	0,7%	0,5%
Australia	1,1%	0,7%	-0,3%
Israel	1,2%	0,5%	-0,6%
Reino Unido	2,2%	0,4%	-1,8%
Suiza	0,0%	0,4%	0,4%
Finlandia	0,5%	0,1%	-0,4%
Dinamarca	0,4%	0,0%	-0,4%
Otros	0,1%	0,0%	0,0%
Subtotal	15,1%	15,3%	0,2%

Total	100,0%	100,0%	0,0%
--------------	---------------	---------------	-------------

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

V. RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.

V.1. Rendimiento y Desempeño

La rentabilidad se presenta según el método *Time Weighted Return* (TWR) que es utilizado generalmente para medir la rentabilidad de las inversiones y el desempeño del administrador de los recursos; es decir, su habilidad para generar rentabilidades por sobre un comparador referencial (*benchmark*). Su cálculo neutraliza los efectos distorsionadores que pueden ocasionar flujos de entrada o salida que están fuera del control del administrador.

La rentabilidad del fondo durante el trimestre fue de -0,81% en dólares y 3,27% en pesos (ver cuadro 5). La rentabilidad anualizada desde el inicio⁶ ha sido de 4,49% en dólares y de 3,42% en pesos. El desempeño del fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, fue de -2 puntos base (pb) en el trimestre, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual se ha mantenido 13 puntos base bajo el *benchmark*.

Cuadro 5
Indicadores de rentabilidad,
 2007-2012
 (en porcentaje)

	2007 ^(a)	2008	2009	2010	2011	2012		Desde inicio (anualizado) ^(a)
						T1	T2	
Retorno en USD	8,89%	7,63%	2,47%	1,83%	3,41%	0,41%	-0,81%	4,49%
Benchmark en USD	9,10%	7,76%	2,63%	1,99%	3,41%	0,43%	-0,79%	4,62%
Exceso de Retorno (pb)	-21	-13	-16	-16	0	-2	-2	-13
Tipo de cambio CLP	-8,07%	26,80%	-19,50%	-7,52%	11,34%	-6,08%	4,08%	-1,07%
Retorno en CLP ^(b)	0,82%	34,43%	-17,03%	-5,69%	14,75%	-5,67%	3,27%	3,42%

^(a) La medición de la rentabilidad desde el inicio se calcula a partir del 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

^(b) El retorno en CLP corresponde a la suma de la variación porcentual de la paridad peso - dólar al retorno en dólares.

Las rentabilidades para períodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para períodos menores a un año el retorno corresponde a la variación experimentada durante el período indicado. Para cumplir con un alto estándar de transparencia y evaluar mejor las ganancias o pérdidas obtenidas en las inversiones realizadas, el Ministerio de Hacienda informa la rentabilidad del fondo en distintos horizontes de tiempo y en diferentes monedas. En referencia al horizonte, es importante destacar que, en coherencia con la política de inversión de mediano y largo plazo, la evaluación de la rentabilidad debe concentrarse en dicho plazo, desestimando las fluctuaciones que pueden producirse mensual o trimestralmente. Respecto de rentabilidades expresadas en diferentes monedas, considerando la política de invertir los recursos del fondo íntegramente fuera de Chile y en moneda extranjera, la rentabilidad en dólares permite una evaluación más acorde con la política de inversión. También se presenta la rentabilidad en pesos chilenos, que además refleja las variaciones en la paridad cambiaria peso-dólar y que, por lo tanto, podría estar sujeta a mayores fluctuaciones. Por último, como sucede en toda inversión, la rentabilidad obtenida en el pasado no garantiza que se repita en el futuro.

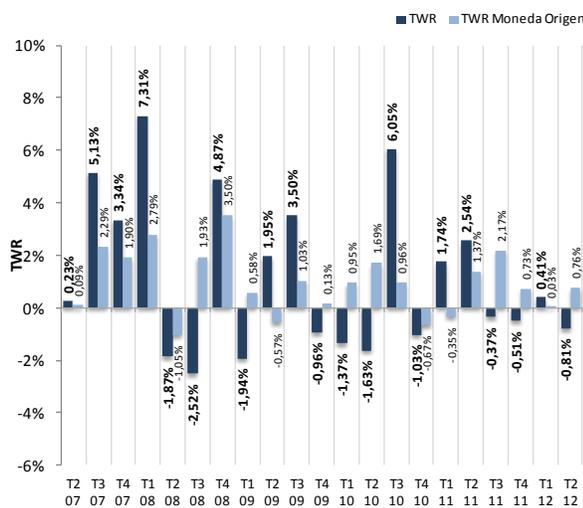
⁶ La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del BCCh.

En el gráfico 9 se observan los rendimientos trimestrales del fondo en dólares y en moneda de origen⁷ desde el 31 de marzo de 2007. Por otra parte, para ilustrar el rendimiento de la cartera del fondo se construye un índice que recoge las variaciones diarias de la rentabilidad de las inversiones expresada en dólares. En el caso del FEES, este indicador tiene como base de medición el 31 de marzo de 2007. El gráfico 10 muestra la evolución de los índices del FEES y del *benchmark*.

La tasa interna de retorno en dólares al cierre del segundo trimestre de 2012 fue -0,48% y desde el inicio 4,39% (ver cuadro 6).

La volatilidad del portafolio durante los últimos tres años, expresada como la desviación estándar de sus retornos mensuales en forma anualizada fue de 5,21%. El tracking error ex –post anualizado de los últimos tres años a este trimestre fue de 17 puntos base, consistente con una administración pasiva (ver cuadro 7).

Gráfico 9
TWR Trimestral en dólares,
2007 - 2012
(en porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan y BCCh

Gráfico 10
Evolución del Índice TWR del FEES vs *Benchmark*,
2007 - 2012
(Índice 31 marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan y BCCh

Cuadro 6
Tasa Interna de Retorno,
2012
(en porcentaje)

	2012 T2	Desde Inicio
Tasa Interna de Retorno	-0,48%	4,39%

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por BCCh

Cuadro 7
Indicadores de riesgo,
Segundo Trimestre 2012
(en porcentaje y pb)

	T2 2012 ^(a)
Desviación Estándar	5,21%
Tracking Error (ex post) ^(b) (pb)	17

^(a) Calculado a partir de los retornos mensuales de los últimos 3 años, expresado en forma anual.

^(b) En el cálculo del tracking error se excluyeron los excesos de retorno de aquellos componentes del portafolio que estaban en periodo de transición producto de la implementación de la nueva política de inversión.

⁷ Rentabilidad en moneda de origen elimina el efecto de los tipos de cambio.

VI. OTROS FLUJOS.

VI.1. Securities Lending

Securities Lending corresponde a un programa de préstamo temporal de valores (instrumentos) entre un agente prestamista y un prestatario. Ambos fijan las condiciones y/o garantías (colateral) que el prestatario se compromete a cumplir.

En el caso del FEES el programa de *Securities Lending* lo realiza el custodio (JPMorgan) con los activos financieros que se encuentran en la cartera. Este tipo de operaciones generó en el trimestre recursos para el FEES por US\$712.439 (ver cuadro 8).

VI.2. Costos

En el período la administración generó costos para el fondo por un total de US\$192.004, correspondientes al pago de los servicios que realiza el BCCh. Por su parte, la custodia de valores no generó costos.

Cuadro 8
Resumen Otros Flujos del Trimestre,
 Segundo Trimestre 2012
 (en dólares)

<i>Otros Flujos en US\$</i>	T2 2012
Administración (BCCh)	-192.004
Custodio (JP Morgan)	0
Otros	0
Costos Totales	-192.004
Securities Lending	712.439
Total Otros Flujos	520.435

Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan y BCCh

VII. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES.

VII.1. Introducción

Durante el segundo trimestre de 2012, las principales noticias estuvieron relacionadas con desarrollos políticos, económicos y financieros provenientes de la Zona Euro, en un contexto donde los países miembros continuaron enfrentando desequilibrios macroeconómicos y financieros significativos.

El debate político interno en Grecia, Francia y Holanda, además de las preocupaciones por la solvencia bancaria en España marcaron la contingencia e hicieron necesaria la evaluación de los programas de ayuda vigentes y el anuncio de nuevas medidas coordinadas. En este contexto, durante junio, el Gobierno Español solicitó a la Unión Europea un préstamo por aproximadamente € 100 mil millones para su sistema financiero y encargó dos auditorías externas para la banca española. La primera auditoría estimó en € 62 mil millones las necesidades de recapitalización para la banca, monto menor al solicitado a la Unión Europea y en línea con las estimaciones del mercado. Adicionalmente, en la reunión del EU Summit, se anunciaron medidas para asistir al sistema financiero de la Zona Euro, las que comenzarían a implementarse en julio de 2012.

En términos generales, los mercados financieros exhibieron un incremento en sus niveles de volatilidad, registrándose un negativo desempeño de los principales índices bursátiles, una caída en las tasas de los bonos de gobierno y una significativa depreciación de las principales monedas (a excepción del yen), respecto al dólar de los Estados Unidos.

En este contexto, las agencias clasificadoras de riesgo Standard and Poor's, Moody's y Fitch redujeron la clasificación de riesgo de España hasta BBB+, BAA3 y BBB, respectivamente, y a diversos bancos españoles, argumentando que las finanzas públicas de ese país podrían deteriorarse aún más debido a la recesión que enfrenta y al complicado escenario del sector bancario. Adicionalmente, Moody's anunció un recorte de rating a 26 bancos italianos, 5 bancos holandeses, y a 15 de los principales bancos de inversión globales, entre los que se encuentran JP Morgan, Barclays y Morgan Stanley. Adicionalmente, Fitch redujo el rating de Japón desde AA hasta A+, y al banco JP Morgan desde AA- hasta A+.

Por su parte, se destacan indicios de una desaceleración de la economía China, evidenciada por un recorte en el ratio requerido de depósitos de reservas (RRR) de 50 puntos base. En la misma dirección, el Banco Mundial disminuyó la proyección de crecimiento para China durante 2012, desde 8,4% hasta 8,2%.

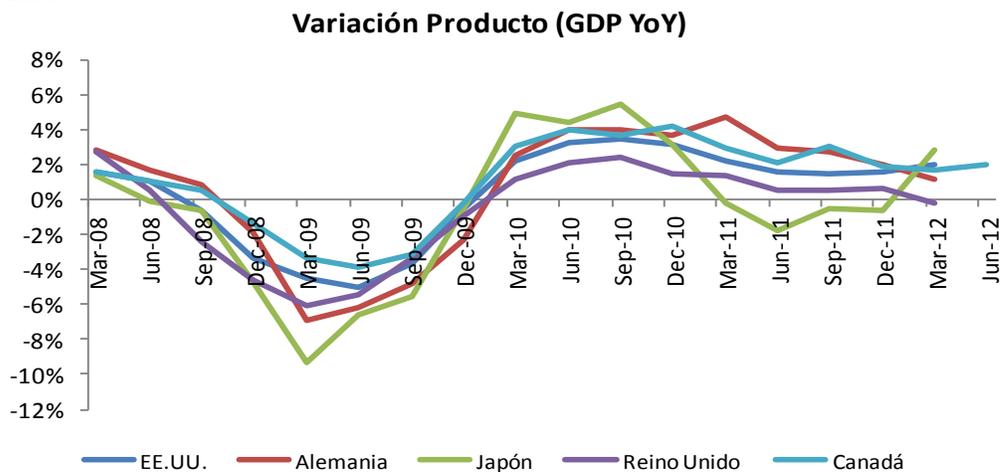
A continuación, se presenta un resumen de la evolución de los principales indicadores económicos y financieros de Estados Unidos, Alemania, Japón, Reino Unido y Canadá. Estos países, representan el principal destino de las inversiones realizadas por los fondos soberanos.

VII.2. Principales Desarrollos Económicos y Financieros.

Al cierre del segundo trimestre de 2012, se confirmaron las cifras de crecimiento del primer trimestre, las cuales evidenciaron un crecimiento en Estados Unidos (2,0%), un menor crecimiento en Alemania (1,2%), y una contracción en la actividad económica de Reino Unido (-0,2%). En Japón, se observó un crecimiento de

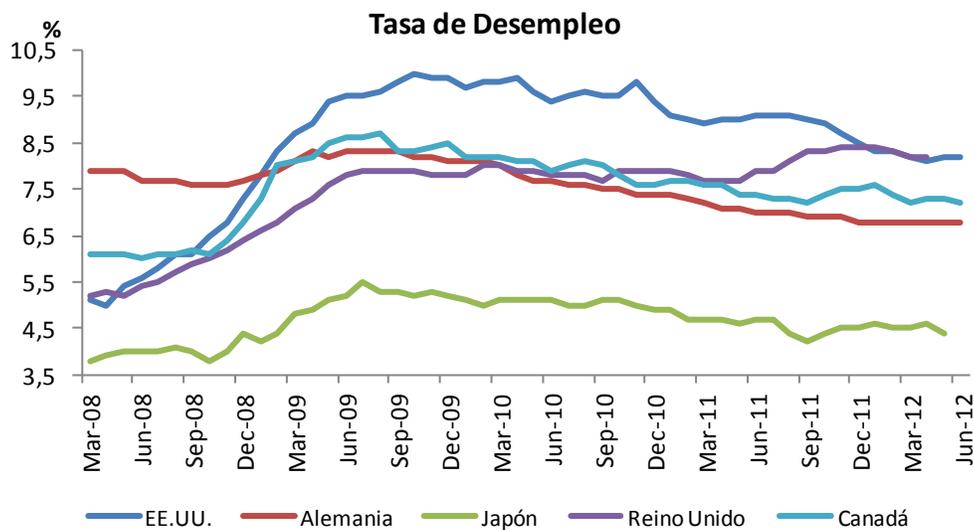
2,8%, explicado principalmente por la recuperación económica luego del terremoto de 2011. En tanto, para el segundo trimestre, la cifra preliminar de Canadá mostró un crecimiento del producto de 2% (Gráfico 11).

Gráfico 11



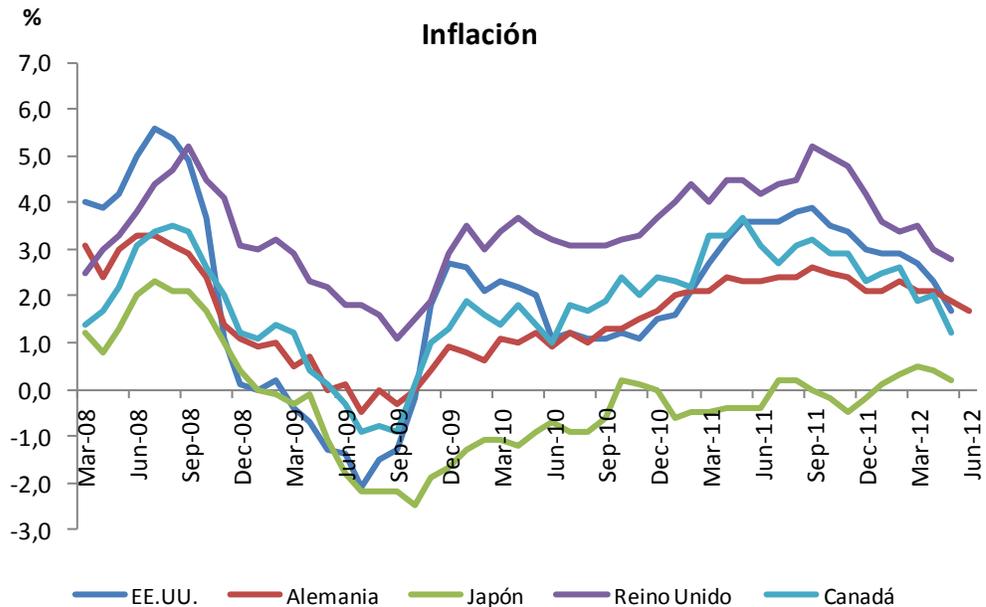
En el mercado laboral, la evolución de las tasas de desempleo durante el periodo, evidenció un comportamiento estable en Estados Unidos (8,2%), Alemania (6,8%) y Reino Unido (8,2%), exhibiendo un leve descenso en Japón (4,4%) y Canadá (7,2%). Dichos resultados, son consistentes con un escenario de menor crecimiento para las tres primeras economías, y signos de recuperación en la actividad económica para Japón y Canadá (Gráfico 12).

Gráfico 12



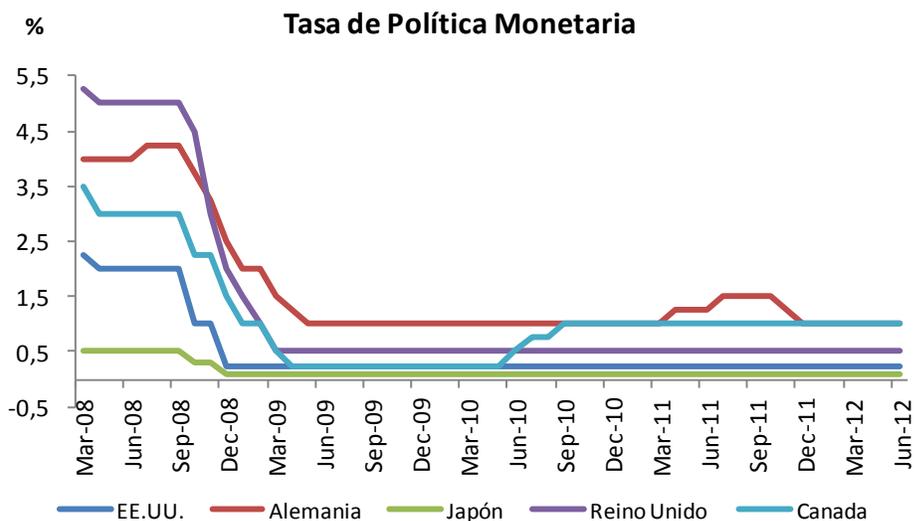
En cuanto a la evolución del nivel de precios, durante el periodo se observó un descenso en la tasa anual de inflación de Estado Unidos (1,7%), Alemania (1,7%), Japón (0,2%), Reino Unido (2,8%) y Canadá (1,2%). Dicha evolución, se explicó principalmente por la caída en el precio de los commodities (Gráfico 13).

Gráfico 13



Durante el segundo trimestre de 2012, los principales bancos centrales decidieron mantener sin variación sus respectivas tasas de política monetaria (Gráfico 14).

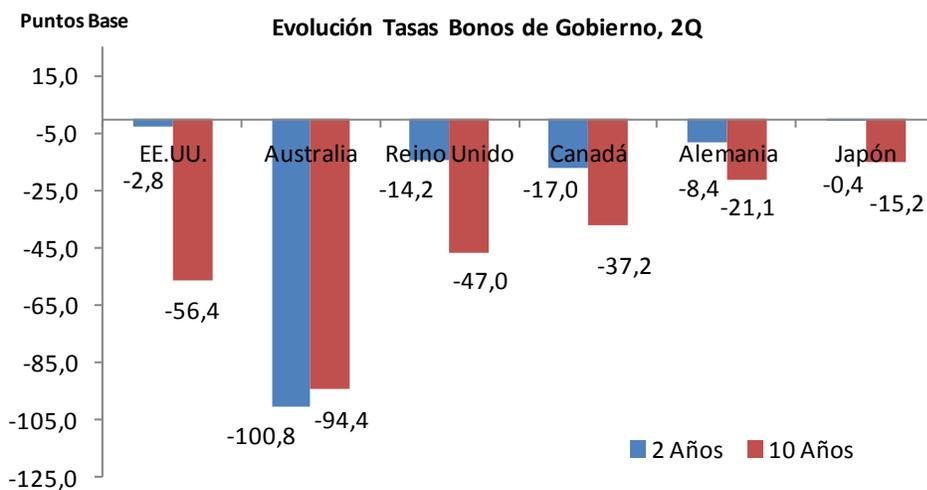
Gráfico 14



En otros desarrollos relevantes, el Banco Central de Australia recortó su tasa de política monetaria en 75 puntos base, mientras que el Banco Central de China, recortó en 25 puntos base la tasa de préstamos a 1 año, situándola en 6,31%. En tanto, el Banco Central Europeo extendió la operación de liquidez “Full Allotment Refinancing Operation” hasta 2013, mientras que en Estados Unidos la autoridad monetaria extendió la “Twist Operation” hasta fines de 2012.

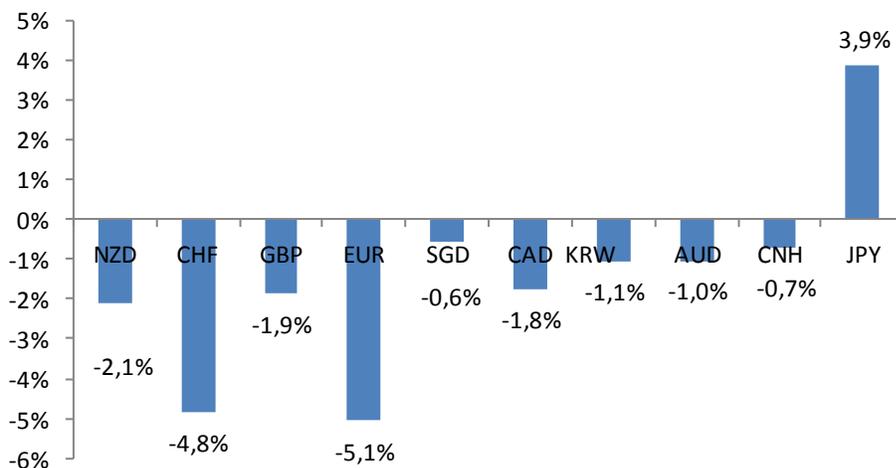
Durante el periodo, se observó una disminución en el nivel de tasas de interés de los bonos de gobierno de las principales economías. Dicha evolución, se explicó por el aumento en la percepción de riesgo global, cifras de actividad económica más débiles, reducción en los niveles de inflación, y la aplicación de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales. En particular, el significativo descenso observado en el rendimiento de los bonos de gobierno de Australia, se acentuó por los recortes registrados en su tasa de política monetaria (Gráfico 15).

Gráfico 15



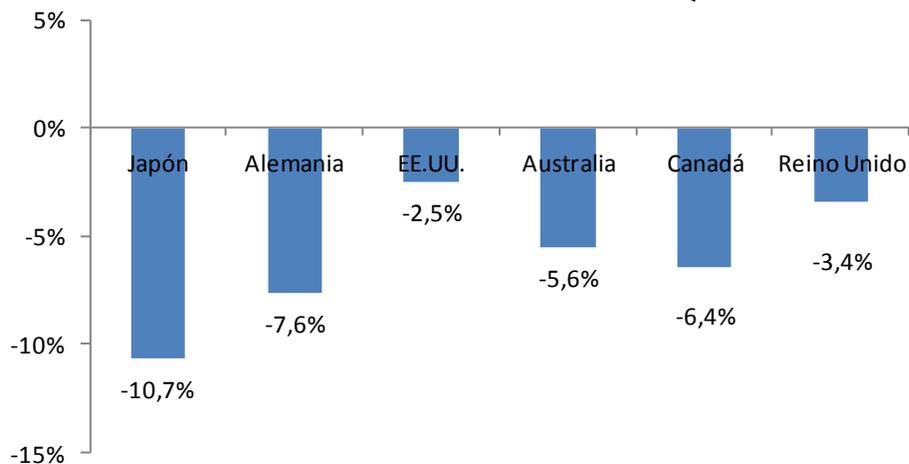
En el contexto de un aumento en la aversión al riesgo global, durante el segundo trimestre se registró una depreciación de las principales monedas, a excepción del yen (moneda de refugio), respecto al dólar de Estados Unidos. Dicha depreciación se produjo principalmente durante mayo, periodo en que se incrementó significativamente la inestabilidad de la Zona Euro (Gráfico 16).

Gráfico 16 Evolución Monedas v/s USD, 2Q



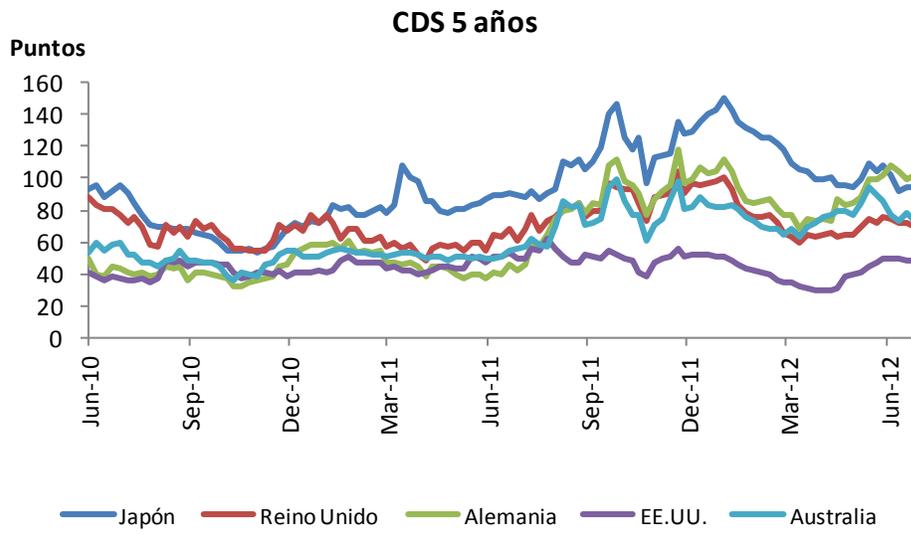
En el mercado accionario, los principales índices bursátiles presentaron un negativo desempeño durante el segundo trimestre, en línea con el incremento en la percepción de riesgo global (Gráfico 17).

Gráfico 17 Evolución Mercado Accionario 2Q



Durante el segundo trimestre de 2012, los credit default swaps (CDS) de gobierno a 5 años plazo, registraron alzas respecto a los niveles observados al cierre del primer trimestre. Dicha evolución se explicó principalmente por el incremento en la percepción de riesgo registrada durante el periodo. El significativo incremento en el CDS de Alemania, obedeció a la mayor inestabilidad observada en la Zona Euro y a los débiles datos registrados para dicha economía durante el periodo (Gráfico 18).

Gráfico 18



VIII. ANEXO.

VIII.1. Posiciones en Instituciones Financieras

El FEES mantiene inversiones en depósitos de **Riesgo Bancario** en las siguientes instituciones:

Instituciones Financieras con Depósitos al Segundo Trimestre de 2012

- 1 Australia and New Zealand Banking Group Limited
- 2 Bank Hapoalim
- 3 Deutsche Bank AG
- 4 Erste Group Bank AG
- 5 HSBC France
- 6 ING Bank NV
- 7 Landesbank Baden-Wuerttemberg
- 8 Lloyds TSB Bank PLC
- 9 Mizuho Corporate Bank
- 10 Nordea Bank Finland PLC
- 11 Norinchukin Bank
- 12 NV Bank Nederlandse Gemeenten
- 13 Rabobank Nederland
- 14 Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG
- 15 Skandinaviska Enskilda Banken
- 16 Sumitomo Mitsui
- 17 Svenska Handelsbanken
- 18 The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ
- 19 Unicredit Bank AG
- 20 Wells Fargo Bank
- 21 Zurcher Kantonalbank

Fuente: JPMorgan

VIII.2. Límites de Inversión⁸

A. Riesgo Crediticio

La inversión de los recursos del Fondo debe cumplir con las siguientes condiciones y requisitos en materia de riesgo crediticio.

Son emisores elegibles son emisores soberanos y bancarios:

Clases de Activos (Riesgo)	Mínimo Permitido (% del Portafolio)	Máximo Permitido (% del Portafolio)
Soberanos	80%	90%
Bancos	10%	20%

A.1 Riesgo Soberano

Los países elegibles son Estados Unidos de América, Alemania y Japón. La inversión en riesgo soberano deberá mantener la siguiente composición por países elegibles:

Clases de Riesgo	Punto Central	Rango de desviación
EE.UU.	50%	48%-52%
Alemania	40%	38%-42%
Japón	10%	8%-12%

A.2 Riesgo Bancario

La metodología de selección de instituciones y asignación de límites está basada en clasificaciones de riesgo internacional.

Son elegibles aquellas entidades que posean clasificaciones de riesgo en sus instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a A- en a lo menos dos de las clasificadoras internacionales de riesgo Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión para las clasificaciones de riesgo elegibles (entre las categorías AAA y A-) serán los que especifican en la siguiente tabla sobre la base del valor final de portafolio de inversión (PI) en el trimestre anterior.

⁸ Límites válidos a partir del 1 de mayo de 2011.

Clases de Riesgo	Límite Máximo (US\$ Millones)
AAA	3,0% * PI cierre trimestre anterior
AA+	
AA	2,0% * PI cierre trimestre anterior
AA-	
A+	
A	1,5% * PI cierre trimestre anterior
A-	

VIII.3. Métodos de cálculos de Estimación de los Retornos

Existen diferentes métodos para determinar los retornos de los portafolios, su uso depende de las características de los fondos, así como de la necesidad de evaluar el rendimiento del inversionista o de quien administra la inversión financiera de sus recursos.

En el Informe Trimestral se utilizan básicamente dos mediciones: **Time Weighted Rate of Return** y la **Tasa Interna de Retorno (TIR)**, ésta última como una medida de *Asset Weighted Return*. Mientras la primera se utiliza para analizar el desempeño de la administración financiera *vis-à-vis* del *benchmark* establecido, el segundo método se emplea para determinar el retorno de los Fondos Fiscales para el Fisco.

A continuación se hace una descripción conceptual de cada una de ellas. Se realizará una descripción del uso habitual por parte del mercado financiero y su aplicación sobre los Fondos Fiscales, y una breve discusión final.

- **Tasa Interna de Retorno**

La tasa de retorno que percibe realmente el inversionista corresponde a la tasa interna de retorno (TIR) de los flujos netos durante un periodo determinado.

A su vez, la *Association of Investment Management and Research (AIMR)* recomienda usar la TIR para medir el retorno de inversión en títulos privados (propiedades, *private equity*, etc.). Esto debido a que los administradores de inversión privados ejercen un mayor grado de control sobre la cantidad y el *timing* de los flujos de caja de sus fondos.

La TIR es la tasa implícita calculada a partir de una serie de flujos de caja. Es el retorno que iguala la inversión inicial con el valor presente de los flujos e intereses, o bien es la tasa de descuento que hace el valor presente de todos los flujos de caja sea igual a cero. Lo anterior equivale a resolver la siguiente ecuación de grado T:

$$\sum_{i=0}^{i=T} \frac{CF_i}{(1+r)^i} = 0, \text{ con } CF_i = \text{flujo neto del día } i.$$

Las tasas de retorno calculadas con el método iterativo de la TIR, se ven afectadas por el *timing* y la magnitud de los flujos netos de caja realizados durante el periodo⁹.

- **Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted Rate of Return (TWR)**

Esta metodología es usada en el mercado para medir el desempeño de los fondos invertidos en títulos que son transados públicamente. Los administradores de fondos con títulos públicos, por lo general no controlan el flujo de caja del inversionista, ya que estos entran y salen constantemente.

El TWR¹⁰ es la tasa de crecimiento medida como porcentaje de cambio en el valor de un activo en un periodo de tiempo que no considera el efecto de los flujos de caja. Para obtener el TWR de un periodo se calculan los retornos diarios netos de aportes y retiros, como también los costos¹¹ e ingresos del securities lending.

$$TWR_{\text{periodo}} = \prod_t^{\text{periodo}} (1 + r_t) - 1$$

En que:

$$r_i = \frac{\text{valor}_{\text{activos}_i} - \text{aportes} + \text{retiros} + \text{costos} - \text{securities}_{\text{lending}}}{\text{valor}_{\text{activos}_{i-1}}}$$

El TWR permite evaluar la habilidad de los administradores para generar valor a través de una política de inversiones definida, independiente de los aportes y/o retiros realizados durante el periodo analizado.

En el caso de los Fondos Fiscales, esta metodología permite homologar la evolución del fondo para poder medirla con la evolución del *benchmark*. Esto se hace al transformar los retornos diarios (medidos como la diferencia en el valor de mercado entre un día y el día inmediatamente anterior, excluyendo los flujos del mismo día), en un índice.

⁹ Una alternativa para calcular la TIR es el *Método Dietz Modificado* (MDM):

$$\text{Retorno MDM} = \frac{VMF - VMC - FC}{VMC + \text{Flujo de Caja Neto Ajustado}}$$

Donde:

- VMF es el valor de mercado al final del periodo más los intereses devengados.
- VMC es el valor de mercado al comienzo del periodo más los intereses devengados.
- FC es el flujo neto de caja durante el periodo.

Flujo de Caja Neto Ajustado: es el promedio ponderado de cada flujo individual por la cantidad de tiempo (como porcentaje del periodo total) que dicho flujo influyó en el portafolio.

¹⁰ Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

¹¹ Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

- **TWR vs. TIR**

El TWR es necesario para tener una medida que nos permita comparar el desempeño del administrador o varios administradores, respecto a un benchmark establecido. Una manera alternativa de hacer esta medición es haber supuesto, en todo momento, que los recursos son invertidos en una cartera que genera el mismo retorno diario que el *benchmark*, y comparar la valorización de esta cartera teórica con la valorización de la cartera real. Sin embargo, esta última metodología dificulta la construcción de un índice comparador y, a su vez, hace más difícil la verificación de sus resultados. Por las consideraciones anteriores, lo habitual en el mercado financiero es la utilización de la metodología TWR para medir el desempeño de un administrador, y poder compararlo con un *benchmark* que sea de fácil construcción por un agente externo.

Por otro lado, la TIR nos indica el desempeño del fondo desde el punto de vista del Fisco como inversionista.

Aunque ambos valores miden aspectos distintos de la inversión, se reconoce la necesidad de implementar ambos para poder aplicar una adecuada evaluación de desempeño.

VIII.4. Benchmark

El portafolio de referencia (benchmark) fue reemplazado a partir del 01-09-2009, sin embargo, mantiene la misma estructura:

- ✓ **Mercado Monetario de corto plazo:** se utilizan el índice Merrill Lynch Libid a 3 meses y el índice que representa el comportamiento de los T-Bill en dólar, euro y yen.
- ✓ **Bonos nominales:** se toma como referencia los índices Barclays de bonos de gobierno de duración 1 a 3 años, 3 a 5 años, 5 a 7 años y 7 a 10 años en las 3 monedas.
- ✓ **Bonos indexados a inflación:** se utiliza el índice de Barclays de instrumentos indexados a la inflación de EEUU (US TIPS). Este índice sigue el comportamiento de los bonos de gobierno de duración entre 1 y 10 años.

Las ponderaciones de cada uno de estos componentes son los indicados a continuación:

Comparador Referencial (en porcentajes)	USD	EUR	JPY	Total
Mercado monetario	15	12	3	30
Merrill Lynch Libid 3 Month Average	7,5	6,0	1,5	15,0
Merrill Lynch Treasury Bills Index	7,5	6,0	1,5	15,0
Bonos soberanos (nominal)	31,5	28	7	66,5
Barclays Capital Global Treasury: USA	31,5	—	—	31,5
Barclays Capital Global Treasury: Germany	—	28,0	—	28,0
Barclays Capital Global Treasury: Japan	—	—	7,0	7,0
Bonos soberanos indexados (real)	3,5			3,5
Barclays Capital U.S. Treasury: U.S. TIPS 1-10 años	3,5			
Total	50	40	10	100

IX. GLOSARIO¹²

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.

Carry trade: Estrategia financiera que consiste en pedir un préstamo en una divisa para invertir los recursos en instrumentos denominados en otra divisa cuya tasa de retorno esperada es relativamente más alta que el costo de endeudamiento de la primera divisa. En esta estrategia no hay cobertura del riesgo cambiario.

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 (benchmark): Portafolio utilizado con fines comparativos. Permite evaluar la gestión de un administrador. Desde la perspectiva de un inversionista de renta fija se trata, por lo general, de portafolios óptimos con parámetros de inversión bien definidos, tales como el peso relativo de los componentes de la cartera, composición de monedas y riesgo de crédito, entre otros.

Depósitos overnight: Son depósitos a un día de plazo.

Depósitos weekend: Son depósitos a un fin de semana de plazo.

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.

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. 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 un portafolio.

Flight to quality: Acción de los inversionistas de mover sus fondos a activos de mejor calidad crediticia y por ende menor riesgo en períodos de incertidumbre o alta volatilidad.

Hipotecas sub-prime: Son préstamos otorgados para financiar la compra de viviendas a personas cuyo perfil crediticio no les permite acceder a un financiamiento estándar. Son hipotecas relativamente más caras y riesgosas.

Interés devengado: Son los intereses ganados en un período de tiempo aún no cobrados o pagados.

Instrumentos de mercado monetario: Son instrumentos transables cuya madurez es menor o igual al plazo de 1 año.

¹² Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

Mercado secundario: Mercado donde se realizan transacciones de un activo financiero ya emitido. Cada transacción implica una compra/venta entre inversionistas.

Moneda canasta: Divisa cuyo valor depende de la cotización de un conjunto de monedas. Cada moneda de la canasta tiene una ponderación específica.

Pautas de inversión: Criterios bajo los cuales se administran las inversiones.

Portafolio: Es una combinación de instrumentos de inversión tomados por un individuo o un inversionista institucional.

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.

Razón de Información: Medida de retorno ajustado por riesgo de los títulos financieros o portafolio. Se define como la diferencia entre el retorno del título o portafolio y del índice benchmark dividido por el TE. Se puede interpretar como la habilidad del administrador para generar retornos sobre el bmk por cada unidad de riesgo relativo.

Retorno diferencial (o Exceso de Retorno): Medición del desempeño de un portafolio en relación a su Comparador Referencial.

Retorno total: Tasa de crecimiento anualizada del valor económico de un instrumento o portafolio, que considera todas las fuentes potenciales de ingresos, tales como, ganancias o pérdidas de capital, cupones y la reinversión de estos.

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 asociado a que un emisor no honre 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 asociado a 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: Es el riesgo en que el valor de una inversión puede verse disminuida debido a movimientos en factores de 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.

Spread: Diferencial del rendimiento a madurez entre instrumentos de renta fija. Este diferencial se utiliza para evaluar el comportamiento relativo de distintos activos.

Tasa Libor: London interbank offered rate, tasa para los préstamos interbancarios.

Tasa Libid: London interbank bid rate, tasa para los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa Libor (offer) menos 0,00125 o 0,125%.

Time Weighted Rate of Return (TWR): es la tasa de crecimiento medida como porcentaje de cambio en el valor de un activo en un periodo de tiempo que no considera el efecto de los flujos de caja.

TIR: Tasa de retorno que percibe realmente el inversionista corresponde a la tasa interna de retorno de los flujos netos durante un período determinado.

Tracking Error (TE): Es un indicador que permite medir el nivel de riesgo de las posiciones activas que toman los administradores comparadas con su benchmark.

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.

Waiver: Autorización explícita y voluntaria para el no cumplimiento, durante cierto periodo de tiempo, de ciertas reglas, parámetros y/o procedimientos establecidos en determinadas pautas de inversión.