



FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

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.....	10
VI.	Otros Flujos.....	13
	VI.1. SECURITIES LENDING	13
	VI.2. COSTOS	13
VII.	Evolución de Mercados Relevantes.....	14
	VII.1. INTRODUCCIÓN	14
	VII.2. PRINCIPALES DESARROLLOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.....	14
VIII.	Anexo.....	20
	VIII.1. MÉTODOS DE CÁLCULOS DE ESTIMACIÓN DE LOS RETORNOS	20
	VIII.2. <i>BENCHMARK</i>	22
IX.	Glosario.....	23

I. ANTECEDENTES.

El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) fue creado mediante la Ley N°20.128, de 2006, del Ministerio de Hacienda. El 28 de diciembre de ese mismo año se realizó el primer aporte. Su administración 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, es responsable de la administración de los recursos.

Hasta fines de 2011 la política de inversión consistió de un portafolio de renta fija con inversiones principalmente en instrumentos financieros emitidos por los Gobiernos de EE.UU., Alemania y Japón, y, en menor medida, en depósitos bancarios en entidades financieras con clasificación de riesgo sobre A-. Sin embargo, una nueva política fue implementada durante el primer trimestre de 2012. Ésta agrega dos nuevas clases de activo a la cartera del fondo, acciones y bonos corporativos, y también aumenta el número de países e incorpora otros emisores dentro de la exposición soberana. Además, aumenta la exposición a bonos soberanos indexados a inflación y elimina el componente de mercado monetario de la política anterior (ver sección IV)⁴.

Es importante señalar que el BCCh, de acuerdo a sus facultades legales, ha delegado la administración de los portafolios de acciones y bonos corporativos a administradores externos⁵.

II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES⁶.

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.

¹ Mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda.

² Acuerdo de aceptación, adoptada por el consejo en su sesión Ordinaria N°1.321, celebrada el 22 de febrero de 2007. El BCCh comenzó a administrar los recursos del FRP el 28 de junio de 2007.

³ El Ministro de Hacienda define las políticas de inversión 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 A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh eligió a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión de acciones y bonos corporativos del FRP a partir de enero de 2012.

⁶ Este es un extracto de la revisión de los mercados relevantes preparada por el BCCh y que se encuentra disponible en el anexo VII.

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+.

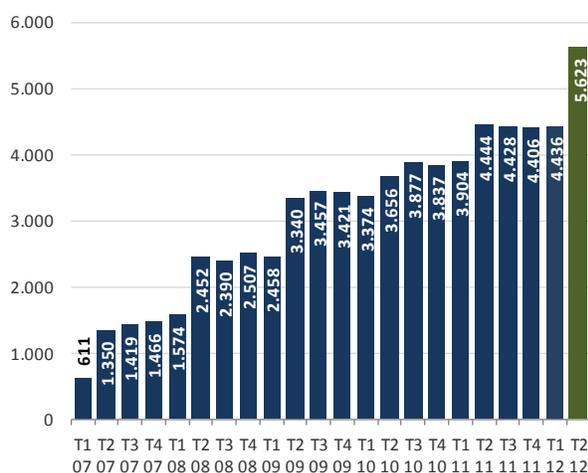
Por su parte, se destacan indicios de una desaceleración de la economía China, evidenciada por un recorte en el ratio requerido de depósitos de reservas (RRR) de 50 puntos base. En la misma dirección, el Banco Mundial disminuyó la proyección de crecimiento para China durante 2012, desde 8,4% hasta 8,2%.

III. VALOR DE MERCADO DEL FONDO.

El valor de mercado del FRP totalizó US\$5.623 millones al cierre del segundo trimestre de 2012 (gráfico 1). Comparado con el cierre del trimestre anterior, el valor de mercado registró un aumento de US\$1.187 millones. Este aumento se debió principalmente a un aporte de US\$1.198 millones, intereses devengados por US\$32 millones y pérdidas de capital de US\$42 millones. Por su parte, los costos de administración y custodia fueron de US\$0,3 millones (gráfico 2).

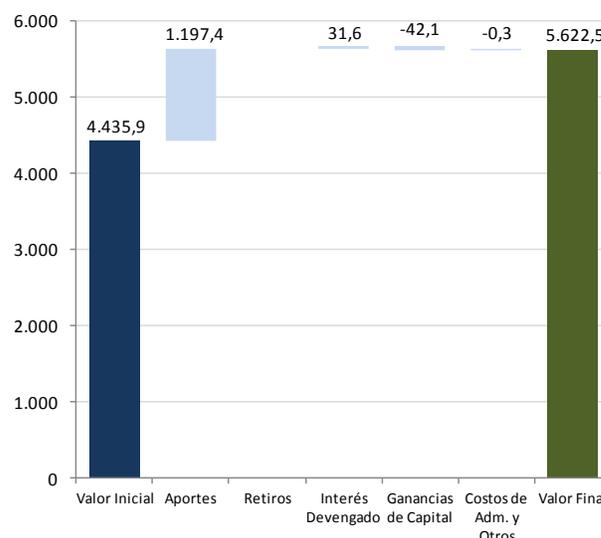
Desde el inicio, el FRP ha recibido aportes por US\$5.065 millones, ha percibido intereses devengados por US\$389 millones y ganancias de capital por US\$171 millones, mientras que sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente US\$2,1 millones. No se han realizado retiros desde el fondo (ver cuadro 1).

Gráfico 1
Valor de mercado del FRP,
 2007 - 2012
 (en millones de dólares)



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

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



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

Cuadro 1
Resumen histórico del FRP,
 2007 - 2012
 (en millones de dólares)

Variación del Valor de Mercado (MM US\$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012		Desde el Inicio
						T1	T2	
Valor de Mercado Inicial ⁽¹⁾	604,63	1.466,35	2.506,76	3.420,83	3.836,70	4.405,60	4.435,88	-
Aportes	736,35	909,07	836,71	337,30	443,32	0,00	1.197,37	5.064,66
Retiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Interés Devengado	45,62	71,25	71,86	70,23	75,20	23,54	31,64	389,35
Ganancias (pérdidas) de capital	79,79	60,42	5,85	8,74	50,81	7,04	-42,12	170,62
Costos de Adm., Custodia y Otros ⁽²⁾	-0,04	-0,33	-0,35	-0,41	-0,43	-0,29	-0,26	-2,11
Valor de Mercado Final	1.466,35	2.506,76	3.420,83	3.836,70	4.405,60	4.435,88	5.622,52	5.622,52

(1) La creación del FRP se realizó el 28 de diciembre de 2006, con un aporte inicial de US\$604,5 millones

(2) Incluye costos asociados a asesorías y otros.

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

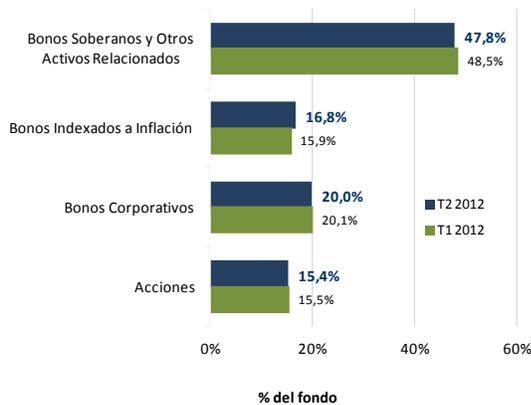
IV. CARTERA DE INVERSIÓN.

La nueva política de inversión del FRP fue implementada durante el primer trimestre de 2012⁷. Ésta define una composición referencial de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos^{8 9}.

Esta nueva política mantiene un énfasis pasivo y, por lo tanto, la distribución del portafolio entre clases de activo es muy parecida a la composición referencial descrita antes (ver gráfico 3). Asimismo, la composición de la cartera por país, sector económico, moneda, tipo de riesgo, duración, etc., va a estar dada por las características de los comparadores referenciales o *benchmarks* definidos para cada clase de activo (ver la sección VIII.2).

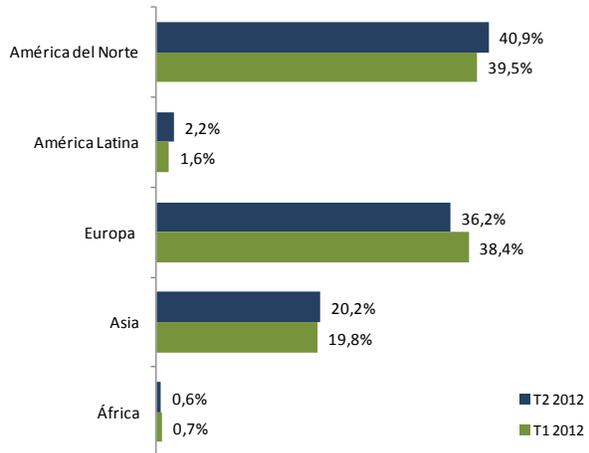
Al analizar las inversiones por zona geográfica se observa que gran parte del portafolio está expuesto principalmente a América del Norte (40,9%), principalmente a EE.UU., y a Europa (36,2%). En esta última región el fondo se encuentra invertido en varios países cuya participación depende principalmente del tamaño relativo de cada uno de ellos en la clase de activo correspondiente (ver cuadro 2). Por otra parte, la exposición a Asia es 20,2%, esencialmente en Japón. Finalmente, la participación del fondo en América latina y África es bastante menor y cercana al 3% de la cartera total (ver gráfico 4).

Gráfico 3
Inversiones en por clase de activo,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)



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

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



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

⁷ La implementación de la nueva política empezó el 1 de enero de 2012 y finalizó a mediados de marzo.

⁸ La política anterior consideraba una composición referencial de 30% en mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos (nominales) y 3,5% en bonos indexados a inflación. La composición de monedas era 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes. Desde el punto de vista del riesgo crediticio, 15% del fondo se podía invertir en depósitos a plazo y 85% en instrumentos emitidos por los gobiernos de EE.UU., Alemania y Japón.

⁹ Otros activos relacionados corresponde a bonos emitidos por entidades relacionadas a los gobiernos como son las agencias, empresas estatales, municipalidades, empresas que cuentan con la garantía del estado, etc.

Cuadro 2
Distribución de países por clase de activo,

Segundo Trimestre 2012

(como porcentaje del fondo)

Países	Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	Bonos Indexados a Inflación	Bonos Corporativos	Acciones	Total
Alemania	3,6%	0,4%	0,2%	0,5%	4,8%
Australia	1,9%	0,2%	0,6%	0,5%	3,3%
Bélgica	0,6%	0,0%	0,0%	0,1%	0,7%
Canadá	2,1%	0,6%	1,1%	0,7%	4,5%
Estados Unidos	11,8%	7,2%	9,0%	7,4%	35,4%
Francia	3,0%	2,0%	1,0%	0,5%	6,5%
Holanda	1,3%	0,0%	1,3%	0,1%	2,8%
Italia	1,8%	1,4%	0,2%	0,1%	3,5%
Japón	13,0%	0,0%	0,9%	1,2%	15,1%
Reino Unido	2,5%	4,4%	2,6%	1,3%	10,7%
Supranacional	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Otros	4,9%	0,6%	3,1%	2,9%	11,5%
Total	47,8%	16,8%	20,0%	15,4%	100,0%

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

En relación a la distribución por sector económico se observa que el portafolio está expuesto principalmente al sector soberano (62,2%), al financiero (13,6%) y al de consumo no cíclico (5,3%). El resto de los sectores tienen participaciones menores a 4% (ver gráfico 5). Es importante señalar que la exposición soberana es principalmente a través de bonos emitidos por países o de otros emisores relacionados mientras que en los otros sectores las inversiones corresponden a bonos corporativos y acciones.

Con respecto a la clasificación de riesgo (ver cuadro 3), 56,2% de la cartera de renta fija tiene clasificación superior o igual a AA⁻¹⁰. Las inversiones en ese rango de riesgo crediticio corresponden principalmente a bonos soberanos y otros activos relacionados, y bonos indexados a inflación. A su vez, 19,3% de la cartera de renta fija tiene clasificación entre A- y BBB+ de la cual la mayoría corresponde a inversiones en bonos corporativos. Por clase de activo, 62,9% de los bonos soberanos y otros activos relacionados tienen una clasificación superior o igual a AA- y 91% de los bonos soberanos indexados a inflación tienen una clasificación superior o igual a AA+. En el caso de bonos corporativos, el 65,1% tiene una clasificación superior o igual a A-. En relación al trimestre anterior (ver gráfico 6) la participación de los instrumentos con clasificación de riesgo A+ alcanzó 18,9%, un aumento si se compara con su participación de 4,4% al cierre del trimestre anterior. Este aumento se debió principalmente a la baja en la clasificación de riesgo de Japón por parte de Fitch en mayo de este año y que explica la disminución en la participación de los instrumentos con clasificación de riesgo AA-.

¹⁰ Solamente se puede invertir en instrumentos de renta fija con grado de inversión, es decir, cuya clasificación de riesgo es superior a BBB-.

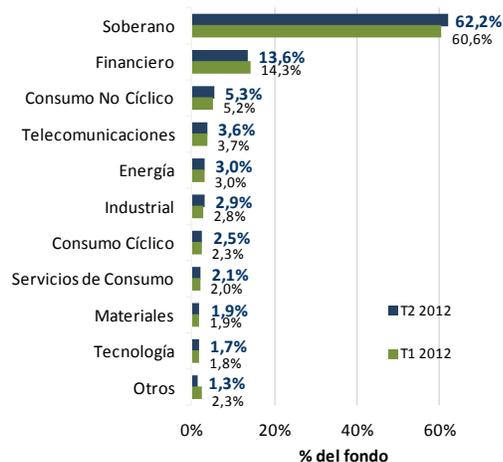
Cuadro 3
Clasificación de riesgo por clase de activo,
 Segundo Trimestre 2012
 (como porcentaje del fondo)

Clasificación de Riesgo	Bonos			Total Renta Fija
	Soberanos y Otros Activos Relacionados	Bonos Indexados a Inflación	Bonos Corporativos	
AAA	16,0%	9,7%	0,2%	26,0%
AA+	17,4%	8,5%	0,1%	26,0%
AA	1,2%	0,0%	0,6%	1,8%
AA-	0,7%	0,0%	1,8%	2,5%
A+	15,6%	0,0%	3,3%	18,9%
A	0,4%	0,0%	4,7%	5,1%
A-	2,2%	1,6%	4,6%	8,5%
BBB+	2,5%	0,0%	8,2%	10,8%
Otros ⁽¹⁾	0,5%	0,0%	0,0%	0,5%
Total Fondo	56,5%	19,9%	23,6%	100,0%

(1) Efectivo y efectivo equivalente

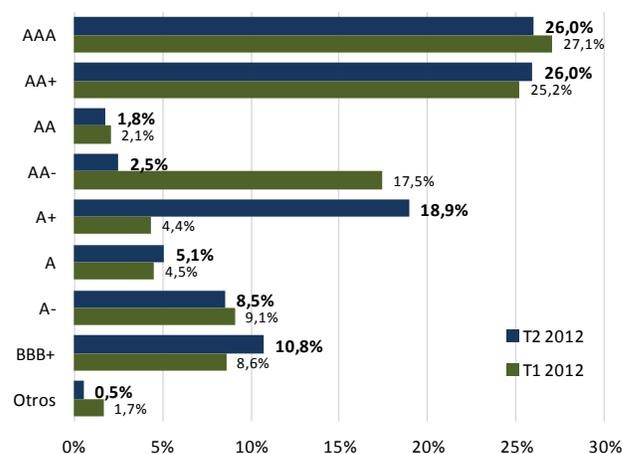
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan.

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



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

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

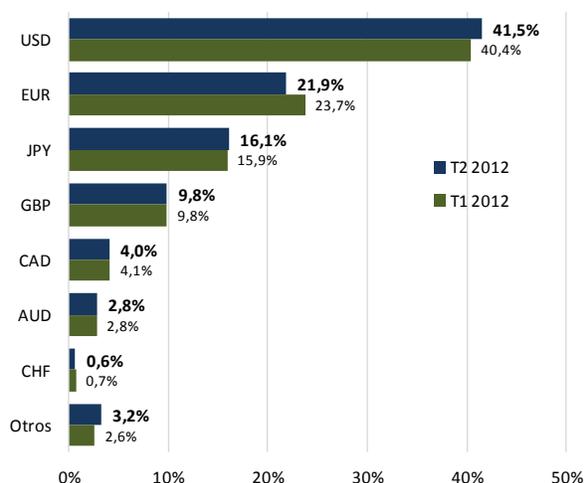


Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por el BCCH

Al desagregar las inversiones por moneda al cierre del trimestre, se observa que las principales monedas son el dólar (41,5%), el euro (21,9) y el yen (16,1%), sumando aproximadamente 80% del portafolio total (ver gráfico 7). Las inversiones en USD, EUR, JPY y GBP representan el 76,3% de las acciones, 95,7% de los bonos corporativos, y 90,1% de los bonos soberanos y otros activos relacionados. Por su parte, el 91,5% de bonos indexados a inflación se encuentra invertido en USD, EUR y GBP (ver cuadro 4).

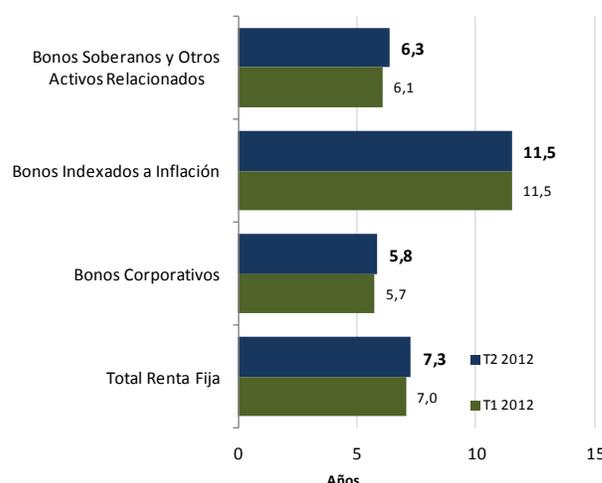
La duración de la cartera de renta fija del FRP al cierre del trimestre era de 7,3 años, lo que equivale a una permanencia promedio de los instrumentos en la cartera del fondo de 2.653 días (ver gráfico 8).

Gráfico 7
Inversiones por moneda,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)



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

Gráfico 8
Duración por clase de activo - portafolio renta fija,
Segundo Trimestre 2012 v/s Primer Trimestre 2012
(en años)



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

Cuadro 4
Distribución de monedas por clase de activo,
Segundo Trimestre 2012
(como porcentaje del fondo)

Clase de Activo	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	AUD	CHF	Otros	Total
Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	30,6%	24,8%	29,2%	5,6%	4,5%	4,1%	0,1%	1,2%	100,0%
Bonos Indexados a Inflación	42,9%	22,4%	0,0%	26,2%	3,5%	1,5%	0,0%	3,6%	100,0%
Bonos Corporativos	60,1%	23,8%	4,5%	7,3%	3,1%	0,6%	0,5%	0,1%	100,0%
Acciones	50,1%	9,8%	7,9%	8,5%	4,3%	3,2%	3,1%	13,2%	100,0%
Total	41,5%	21,9%	16,1%	9,8%	4,0%	2,8%	0,6%	3,2%	100,0%

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

V. RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.

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. Su cálculo neutraliza los efectos distorsionadores que pueden ocasionar flujos de entrada o salida que están fuera del control del administrador.

La rentabilidad neta del fondo durante el segundo trimestre fue de -0,46% en dólares y 3,62% en pesos (ver cuadro 5). El retorno neto en dólares del trimestre, se explica principalmente por la rentabilidad obtenida en acciones y bonos indexados a inflación (ver cuadro 6), -5,40% y -0,44% respectivamente, compensadas en parte por los resultados de bonos soberanos y otros activos relacionados (0,93%). Por su parte, la rentabilidad neta anualizada desde el inicio¹¹ al cierre del segundo trimestre fue de 4,56% en dólares y de 3,49% en pesos. El desempeño del fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, fue de 3 puntos base (pb) en el trimestre, mientras que desde el 31 de junio de 2007 la rentabilidad anual se ha mantenido 32 puntos base bajo el *benchmark*.

Cuadro 5
Rentabilidad neta en dólares y pesos,
 2007-2012
 (en porcentaje)

	2007 ^(a)	2008	2009	2010	2011	2012		Desde Inicio (anualizado) ^(a)
						T1	T2	
Retorno en USD	8,86%	7,59%	2,28%	1,81%	3,41%	0,69%	-0,46%	4,56%
Exceso de Retorno (pb) ^{(b)(c)}	-24	-17	-35	-18	0	-77	3	-32
Tipo de cambio CLP	-8,07%	26,80%	-19,50%	-7,52%	11,34%	-6,08%	4,08%	-1,07%
Retorno en CLP ^(d)	0,79%	34,39%	-17,22%	-5,71%	14,75%	-5,39%	3,62%	3,49%

^(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 exceso de retorno en 2012 y desde el inicio, excluye el mes de enero 2012 y los demás periodos en los cuales el portafolio contaba con una autorización temporal para desviarse del *benchmark*.

^(c) El exceso de retorno en el 1° trimestre 2012 fue actualizado.

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

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

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 periodo 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.

¹¹ La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de junio de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del BCCh.

Cuadro 6
Rentabilidad por clase de activo,
 2012

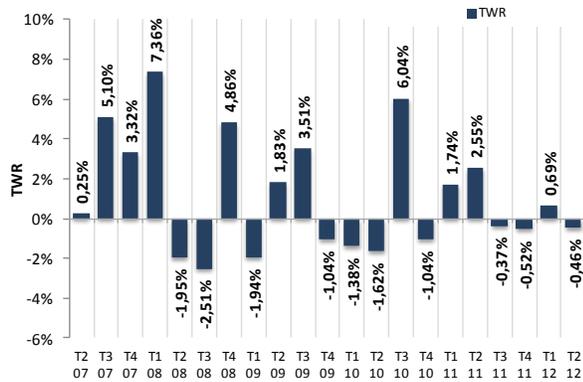
Clase de Activo	2012 T1	2012 T2
Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	-1,53%	0,93%
Bonos Indexados a Inflación	0,62%	-0,44%
Bonos Corporativos	0,70%	0,00%
Acciones	5,56%	-5,40%
Total Portafolio	0,69%	-0,46%

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

El gráfico 9 presenta los rendimientos trimestrales del fondo en dólares desde el 31 de marzo de 2007. Por su parte, al cierre del segundo trimestre, la tasa interna de retorno (TIR) en dólares desde inicios del 2012 fue 0,44% y desde el inicio del fondo, 3,60% (ver cuadro 7).

La volatilidad del portafolio durante los últimos tres años, expresada como la desviación estándar de sus retornos mensuales en forma anualizada fue de 5,28%. El tracking error ex -post anualizado de los últimos tres años a este trimestre fue de 46 pb (ver cuadro 8).

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



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

Cuadro 7
Tasa Interna de Retorno,
 Segundo Trimestre 2012
 (en porcentaje)

Cuadro 8
Indicadores de riesgo,
 Segundo Trimestre 2012
 (en porcentaje y puntos base)

	2012	Desde Inicio	T2 2012 ^(a)
	T2		
Tasa Interna de Retorno	0,44%	3,60%	Desviación Estándar 5,30%
			Tracking Error (ex post) ^(b) (pb) 46

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

^(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.

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

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 FRP el programa de *Securities Lending* lo realiza el custodio (JPMorgan) con los instrumentos de renta fija soberana en dólares y euros que se encuentran en la cartera. Este tipo de operaciones generó en el trimestre recursos adicionales para el FRP por US\$38.987 (ver cuadro 9).

VI.2. Costos

En el período la administración generó costos para el fondo por un total de US\$262.459, correspondientes al pago de los servicios que realizan el BCCh y los administradores externos. Por su parte, la custodia de valores no generó costos.

Cuadro 9
Resumen Otros Flujos del Trimestre,
 Segundo Trimestre 2012
 (en dólares)

Otros Flujos en US\$	T2 2012
Administración (BCCh)	-262.459
Custodio (JP Morgan)	0
Otros	0
Costos Totales	-262.459
Securities Lending	38.987
Total Otros Flujos	-223.472

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%.

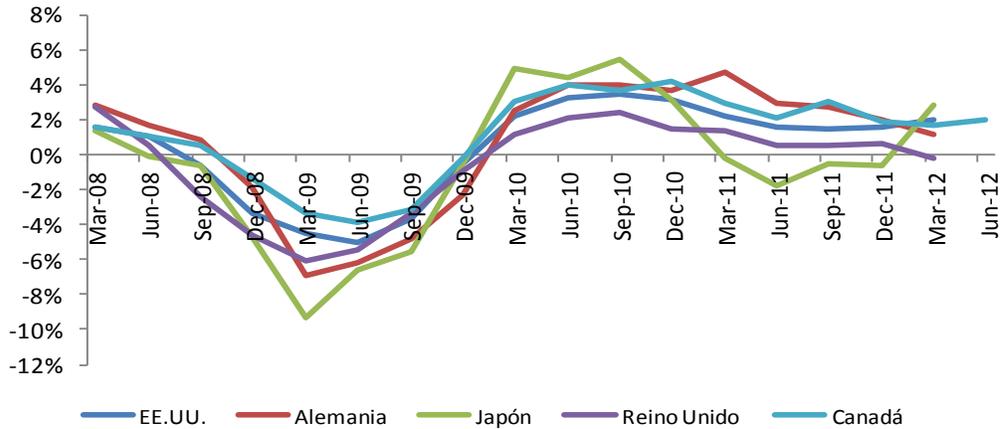
A continuación, se presenta un resumen de la evolución de los principales indicadores económicos y financieros de Estados Unidos, Alemania, Japón, Reino Unido y Canadá. Estos países, representan el principal destino de las inversiones realizadas por los fondos soberanos.

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 10).

Gráfico 10

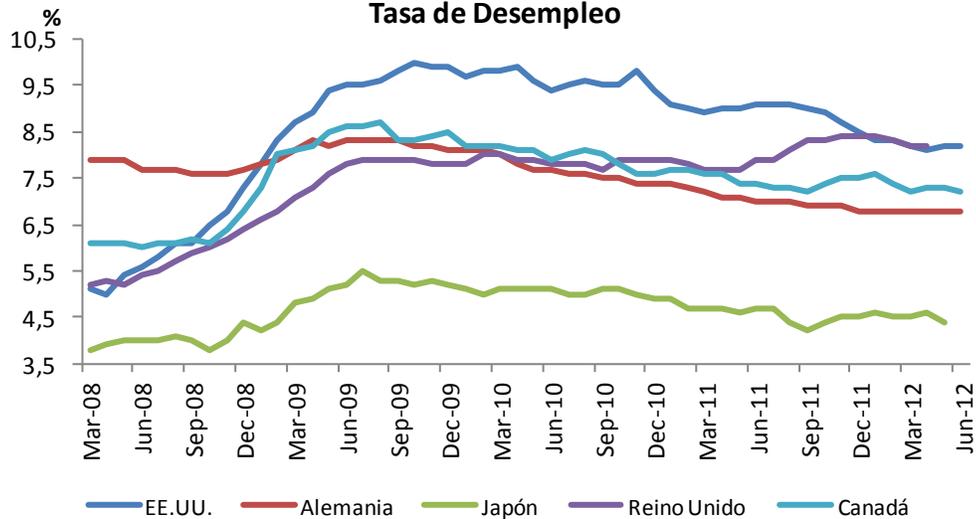
Variación Producto (GDP YoY)



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 11).

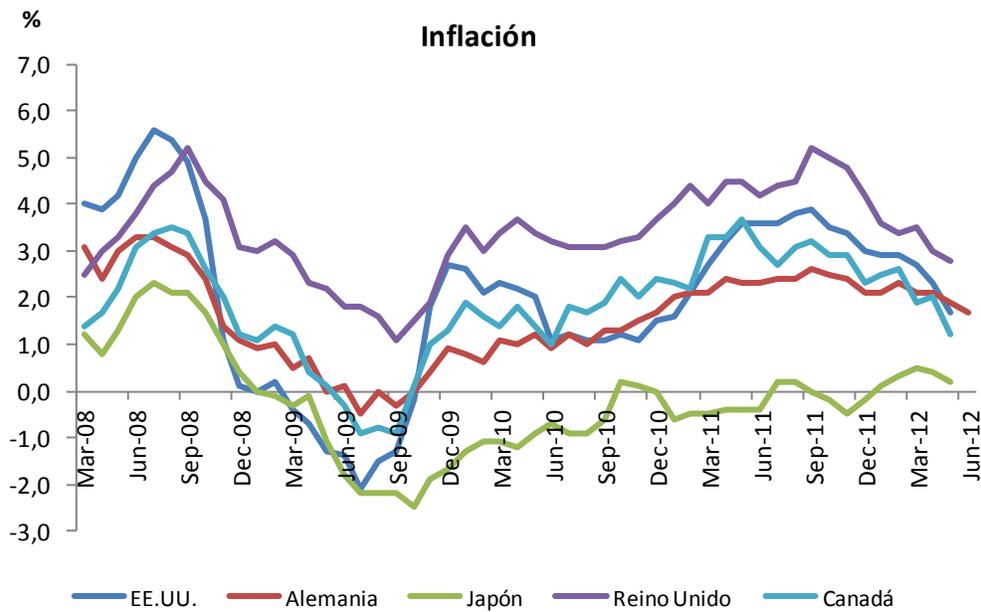
Gráfico 11

Tasa de Desempleo



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 12).

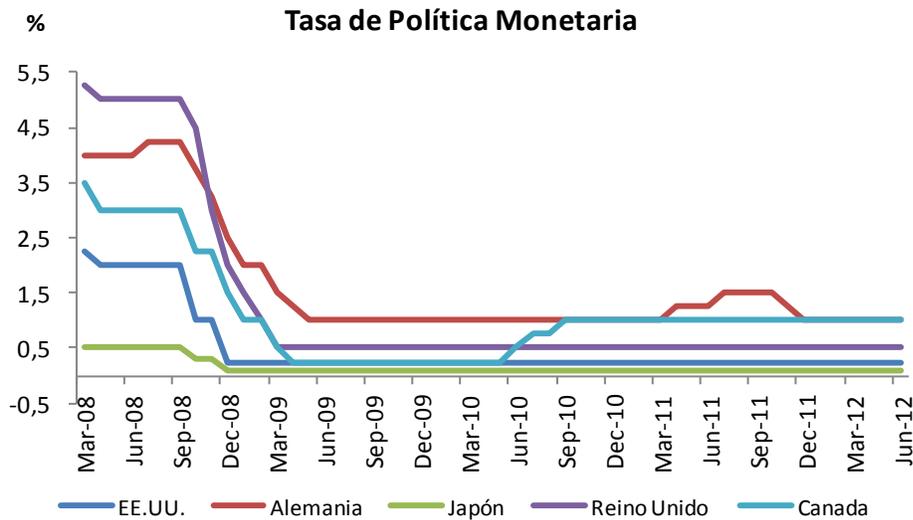
Gráfico 12



Durante el segundo trimestre de 2012, los principales bancos centrales decidieron mantener sin variación sus respectivas tasas de política monetaria (Gráfico 13).

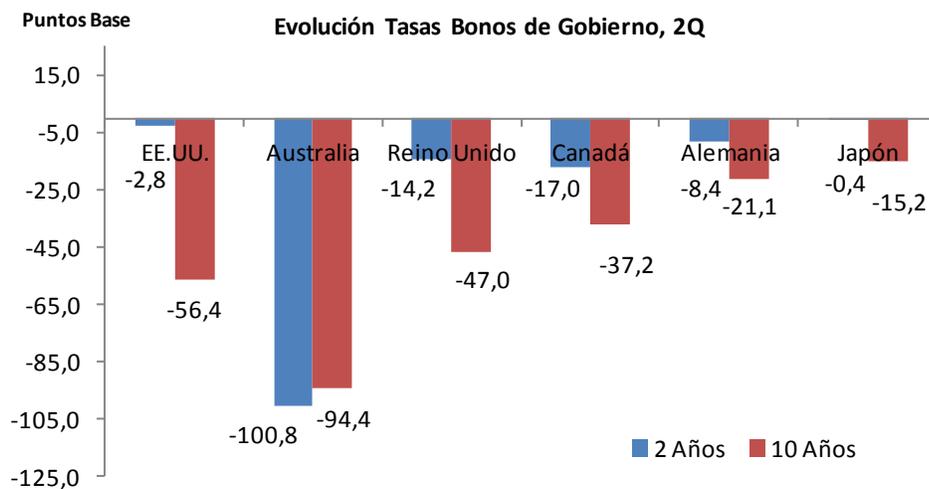
En otros desarrollos relevantes, el Banco Central de Australia recortó su tasa de política monetaria en 75 puntos base, mientras que el Banco Central de China, recortó en 25 puntos base la tasa de préstamos a 1 año, situándola en 6,31%. En tanto, el Banco Central Europeo extendió la operación de liquidez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

Gráfico 13



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 14).

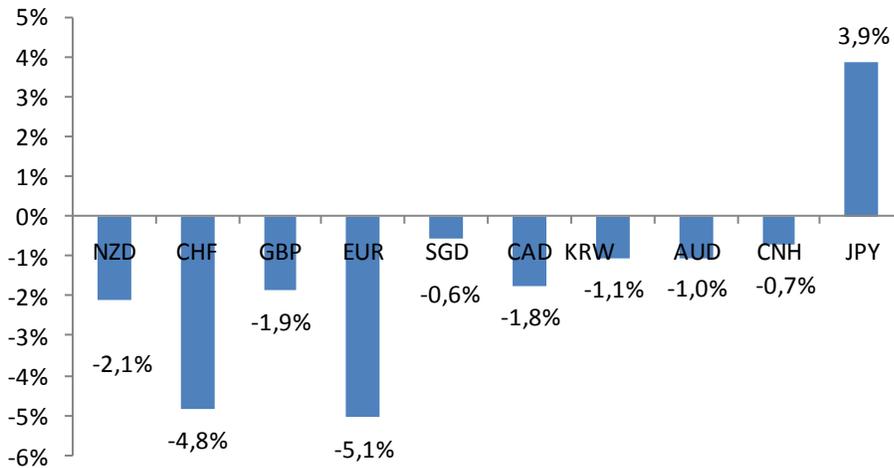
Gráfico 14



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 15).

Gráfico 15

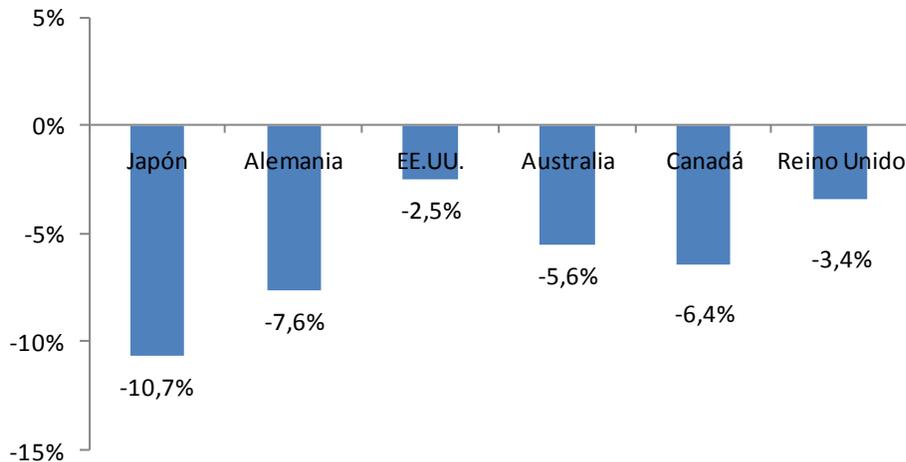
Evolución Monedas v/s USD, 2Q



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 16).

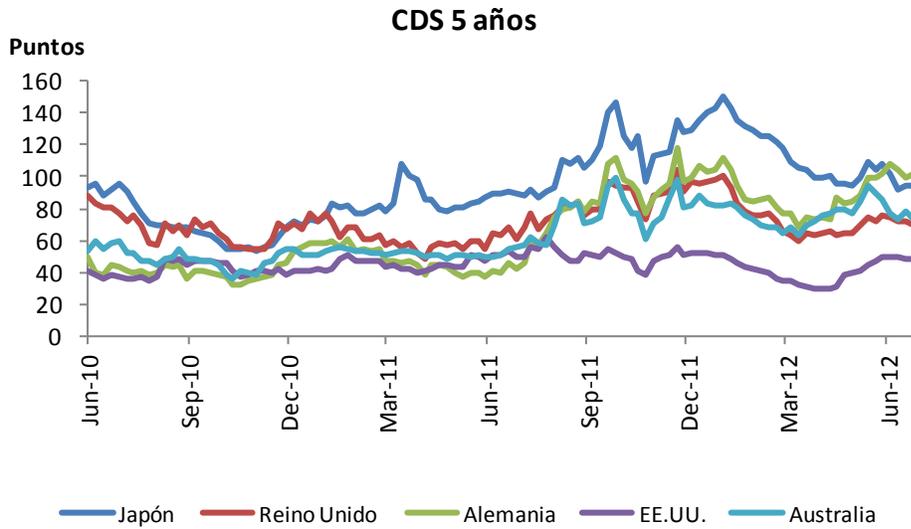
Gráfico 16

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 17).

Gráfico 17



VIII. ANEXO

VIII.1. 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 periodo¹².

¹² 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.

- **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 TWR¹³ 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 costos¹⁴ e ingresos del securities lending.

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

donde:

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

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.

- **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.

• 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.

¹³ Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

¹⁴ Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

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 informar ambos para poder aplicar una adecuada evaluación de desempeño.

VIII.2. Benchmark

El portafolio de referencia tiene la siguiente estructura a partir del 17 de enero de 2012.

- ✓ **Bonos soberanos y otros activos relacionados:** se toma como referencia los índices Barclays de bonos de gobierno global agregado, y el de bonos relacionados a instrumentos soberanos.
- ✓ **Bonos indexados a inflación:** se utiliza el índice de Barclays de instrumentos indizados a la inflación global agregado. Este índice sigue el comportamiento de los bonos de gobierno (reales) representativo global.
- ✓ **Bonos corporativos:** Se usa el índice Barclays de bonos corporativos global agregado.
- ✓ **Acciones:** Se usa el índice global de acciones ACWI de Morgan Stanley, con dividendos reinvertidos.

Composición Referencial		Benchmarks
Clase de Activo	Porcentaje del Total	
Bonos Soberanos y otros Activos Relacionados ¹	48%	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)
		Barclays Capital Global Aggregate Governmen-Related (unhedged)
Bonos Soberanos Indexados a Inflación (real)	17%	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos Corporativos	20%	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15%	MSCI All Countru World Index (unhedged, con los dividendos reinvertidos)

¹Cada índice de esta clase de activo se agrega de acuerdo a su capitalización relativa.

IX. GLOSARIO¹⁵

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.

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.

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.

Estructura referencial: Portafolio de referencia que orienta y permite evaluar la gestión de un portafolio.

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

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

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

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.

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.

¹⁵ Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

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.

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.