



GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS

# FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Junio 2008



**INDICE**

<b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>3</b>
<b>II. VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN .....</b>	<b>4</b>
II.1. VALOR DE MERCADO DEL FEES .....	4
II.2. EVOLUCIÓN DEL FEES .....	7
II.2.1 <i>Evolución de las inversiones financieras</i> .....	7
<b>III. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE .....</b>	<b>9</b>
III.1. PRINCIPALES DESARROLLOS MACROECONÓMICOS .....	9
III.2. MERCADO DE RENTA FIJA .....	10
III.3. PRINCIPALES SPREADS ENTRE INSTRUMENTOS DE CARTERA .....	10
III.4. PARIDADES .....	11
<b>IV. ANEXO 1: POSICIONES EN EMISORES SOBERANOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS ...</b>	<b>12</b>
<b>V. ANEXO 2: INTERMEDIARIOS UTILIZADOS POR LA AGENCIA FISCAL .....</b>	<b>13</b>
<b>VI. ANEXO 3: LÍMITES DE INVERSIÓN .....</b>	<b>14</b>

## INTRODUCCIÓN

El valor de mercado del FEES al 30 de junio fue de US\$ 18.770,38 millones. Los aportes realizados a este fondo durante el segundo trimestre del 2008 fueron US\$ 1.900 millones, registrando una variación neta de capital e intereses de US\$ -321,61 millones, equivalente a una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares de Estados Unidos de América<sup>1</sup> de -1,81% para dicho periodo<sup>2</sup>.

La variación del fondo, medido en dólares, durante el segundo trimestre se explica en primer lugar por el comportamiento de los instrumentos soberanos que -a diferencia de los últimos trimestres- subieron casi 90 puntos base, esto pese al recorte de 25 puntos de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos; en segundo lugar, se explica por el movimiento de las monedas de inversión del portafolio. La TIR del fondo medida en moneda canasta fue de un -1,04%.

El presente informe está dividido en dos partes. La primera, muestra la evolución del FEES durante el segundo trimestre y la composición del portafolio separada por monedas y tipos de riesgo. La segunda parte, incluye una explicación respecto a la evolución de los mercados relevantes para las inversiones del FEES durante el período analizado, elaborado por el Agente Fiscal.

---

<sup>1</sup> En adelante dólares

<sup>2</sup> Si no se indica la base de calculo, las tasas se expresarán en base periodo

## II. VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN

El Fondo de Estabilización Económica y Social fue creado el 6 de marzo del 2007 y entregado en administración al Banco Central. No obstante, la medición formal del desempeño del FEES se inició el 1 de Abril del 2007, quedando los días previos como un periodo de implementación de la política de inversión del Fondo. Por esta razón la fecha inicial para toda comparación con el *benchmark* es el 31 de marzo del 2007.

### II.1. Valor de Mercado del FEES

El valor de mercado del FEES al 30 de junio alcanzó US\$ 18.770,38 millones. El cuadro a continuación muestra el detalle de los cambios en el valor de mercado del fondo:

**Cuadro 1:** Valor de Mercado FEES

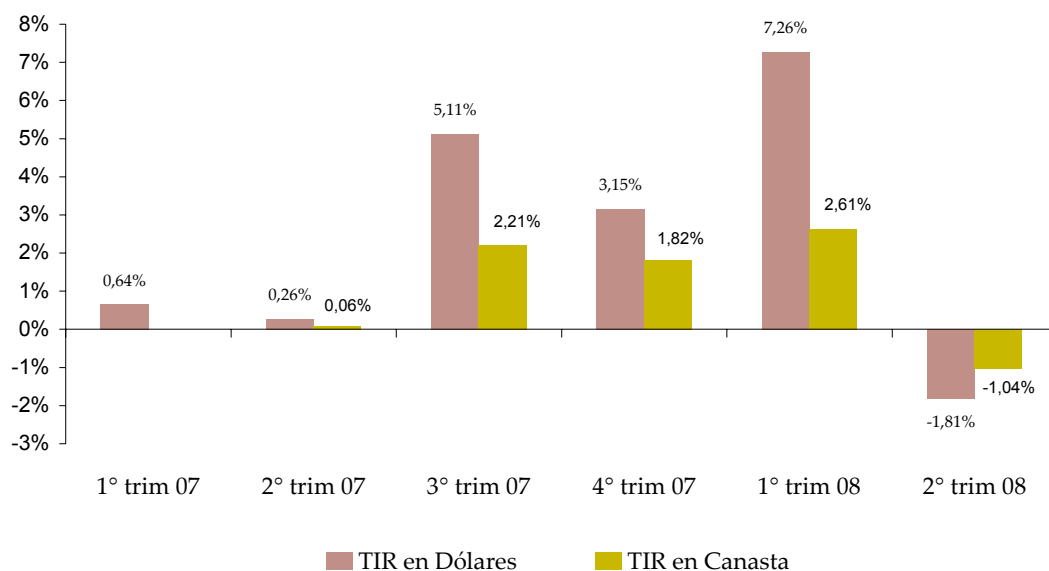
Cambio en Valor de Mercado (MM USD)	2007	1° Trim 2008	2° Trim 2008			Total
	Total	Total	Abril	Mayo	Junio	
Valor de Mercado Inicio		14.032,61	17.191,98	17.251,33	17.132,33	
Aportes	13.100,00	2.100,00	400,00		1.500,00	17.100,00
Cambio en Valor	932,61	1.059,38	-340,66	-119,00	138,05	1.670,38
Valor de Mercado Final	14.032,61	17.191,98	17.251,33	17.132,33	18.770,38	

Fuente: JP Morgan

Durante el segundo trimestre del 2008, el fondo medido en dólares disminuyó su valor de mercado en US\$ 321,61 millones equivalente a una TIR para dicho periodo de -1,81%. Desde su creación, el portafolio del FEES ha exhibido una ganancia neta de capital e intereses por US\$ 1.670,38 millones equivalente a una TIR en dólares de 11,15%.

El gráfico a continuación muestra el comportamiento trimestral del fondo indicando la TIR en dólares y moneda canasta.

**Gráfico 1: TIR Trimestral en Dólares y Canasta<sup>3</sup>**

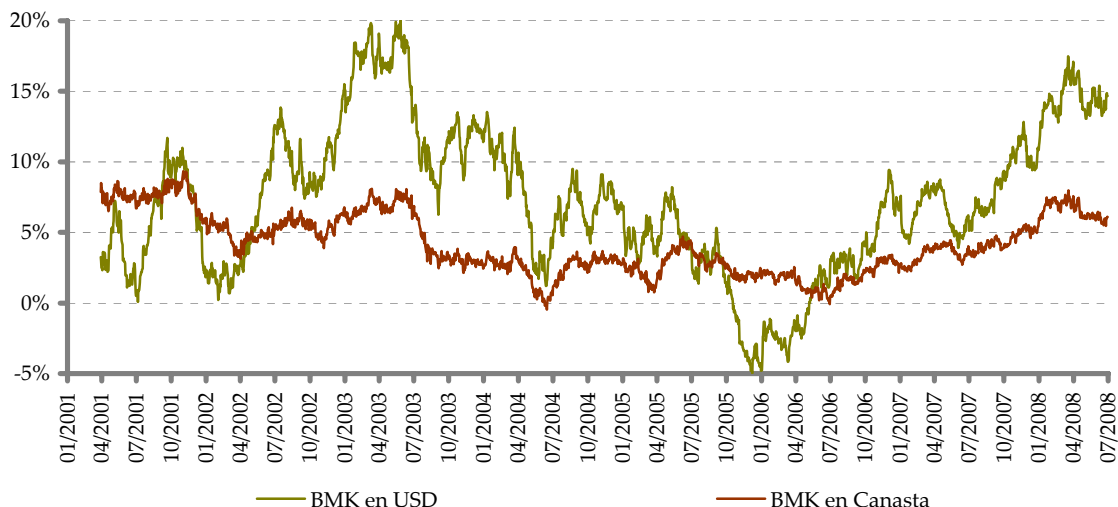


Fuente: Dipres en base a información de JP Morgan y Bloomberg

Al analizar el comportamiento histórico del portafolio de referencia (*benchmark*), se puede observar que el elevado retorno en dólares del primer trimestre del año y el posterior ajuste del segundo trimestre es una situación similar a la del último ciclo expansivo de la reserva federal de EEUU iniciado el 2001 y que se prolongó hasta mediados del 2004. Como se puede ver en el Gráfico 2, el *benchmark* registró altos retornos anuales en dólares desde mediados del 2002 y por un periodo de casi 2 años seguido de un ciclo de 2 años de retornos decrecientes.

<sup>3</sup> Tasa compuesta en base anual . El fondo entra en régimen el 1de abril 2007

**Gráfico 2: Retorno anual móvil del benchmark en dólares y moneda canasta**



Fuente: Dipres en base a información de JP Morgan y Bloomberg

La composición del FEES durante el segundo trimestre por clase de riesgo y monedas, valorizados en dólares<sup>4</sup> fue la siguiente:

**Cuadro 2: Composición del FEES por Clase de Activos , Monedas y Duración**

Clase de Activos	Moneda Origen	2° Trim 2008		
		Abril	Mayo	Junio
Soberanos	USD	6.126,30	5.772,91	6.622,90
	EUR	4.939,45	4.895,99	5.356,97
	JPY	1.138,71	1.152,89	1.269,45
Agencias	USD			
	EUR			
	JPY			
Bancarios	USD	2.562,47	2.870,67	2.692,60
	EUR	1.944,08	1.936,21	2.220,43
	JPY	540,31	503,65	608,03
<b>Total</b>		<b>17.251,33</b>	<b>17.132,33</b>	<b>18.770,38</b>
<b>Duración (años)</b>		<b>2,48</b>	<b>2,34</b>	<b>2,30</b>

Fuente: JP Morgan

<sup>4</sup> Las paridades usadas para los cierre de mes según Fuente JP Morgan fueron:

Abril 30 1,5569 USD/EUR y 104,510 JPY/USD  
 Mayo 29 1,5540 USD/EUR y 105,565 JPY/USD  
 Junio 30 1,5755 USD/EUR y 106,005 JPY/USD

## II.2. Evolución del FEES

### II.2.1 Evolución de las inversiones financieras

El Gráfico 3 presenta la evolución acumulada del FEES, medida a través de un índice<sup>5</sup> que muestra las variaciones diarias en el valor de mercado del portafolio expresado en dólares, cuyo valor base es 100 el 31 de marzo del 2007.

**Gráfico 3: Evolución del FEES**

(Índice 31 marzo 2007 = 100)



Fuente: Dipres en base a información suministrada por JP Morgan , Banco Central y Bloomberg

Durante el segundo trimestre 2008, el retorno del índice fue de -1,87%, mientras que el retorno del *benchmark* fue de -1,88%. En términos acumulados desde el 31 de marzo de 2007, el índice registró una rentabilidad anual equivalente a 11,71% mientras que el *benchmark* tuvo una rentabilidad anual equivalente a 11,89%.

<sup>5</sup> En contraste a la TIR, este indicador elimina la incidencia que tienen los flujos netos de caja (aportes menos retiros) en la rentabilidad de los Fondos. Ver anexo metodológico

El siguiente cuadro muestra un resumen de las rentabilidades en dólares y en moneda canasta del índice del portafolio y de su *benchmark*:

**Cuadro 3:** Evolución Rentabilidades del FEES  
(en dólares y moneda canasta)

<b>Rentabilidad</b>	<b>Moneda Origen</b>	<b>2° Trim 2008</b>	<b>Acumulada desde 31/03/2007</b>
		<b>Tasa Periodo</b>	<b>Tasa Anual</b>
<b>Dólares</b>	<b>Índice FEES</b>	-1,87%	11,71%
	<b>Benchmark</b>	-1,88%	11,89%
	<b>Retorno diferencial</b>	0,01%	-0,18%
<b>Moneda Canasta</b>	<b>Índice FEES</b>	-1,07%	4,70%
	<b>Benchmark</b>	-1,08%	4,87%
	<b>Retorno diferencial</b>	0,01%	-0,17%

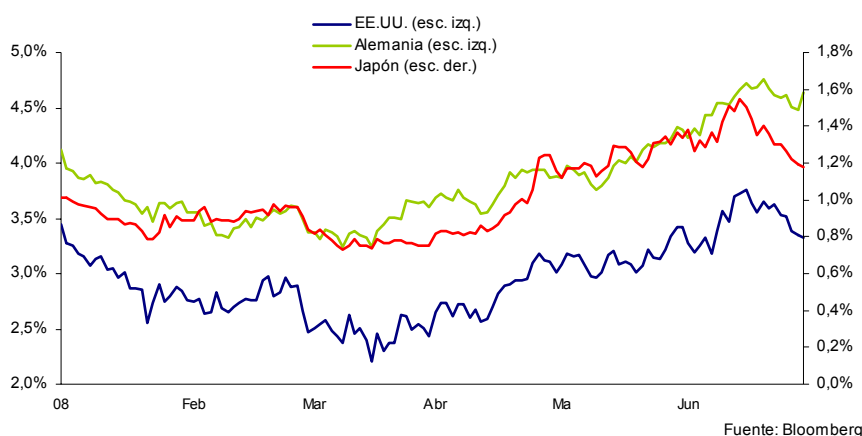
Fuente: Dirección de Presupuestos



### III. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

En el segundo trimestre del 2008 se observó un aumento en el rendimiento de los bonos de gobierno debido a un aumento del riesgo inflacionario, lo que a su vez estuvo explicado por la evolución del precio del petróleo.

**Gráfico 3: Evolución tasas de interés de bonos de 5 años a madurez.**



#### III.1. Principales desarrollos macroeconómicos

En **EE.UU.**, el *FOMC* decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos bases, situándola en 2%. Este movimiento, el que fue anticipado por el mercado, se produjo en respuesta al escenario económico menos favorable que experimenta la economía americana. El movimiento anterior, se dio en un contexto inflacionario, donde el índice de precios al consumidor cerró el trimestre con una variación de 4,2% anual. En relación al mercado laboral, la tasa de desempleo alcanzó un 5,5%, lo que se compara con un 5,1% del cierre del trimestre anterior. Durante el periodo, la confianza de los consumidores y de las empresas continuó deteriorándose.

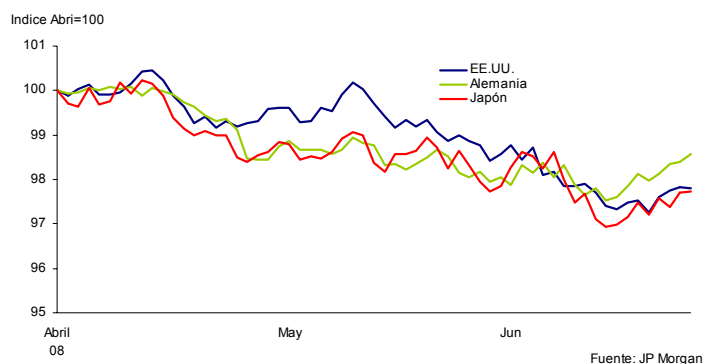
En la **Zona Euro**, la inflación se mantuvo en niveles elevados, cerrando el trimestre en 3,7% anual. Por su parte, la inflación subyacente cerró en 1,7%. A pesar de lo anterior, el *ECB* decidió mantener la tasa de política monetaria en 4,0%. Por otro lado, el mercado laboral continuó exhibiendo un dinamismo positivo, con una tasa desempleo que alcanzó un 7,3%. Los indicadores líderes de actividad, al igual que las expectativas de los consumidores y empresas, exhibieron un deterioro en el trimestre.

En **Japón**, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de política monetaria en 0,5%. El índice de precios al consumidor alcanzó en junio una variación de 1,3% anual, mientras que la inflación subyacente permaneció en negativa, -0,1%. Por otra parte, el desempleo experimentó un deterioro en el margen, aumentando desde un 3,8% a un 4,0% al cierre de trimestre.

### III.2. Mercado de renta fija

Durante el segundo trimestre, como consecuencia del aumento en el nivel de tasas de interés, los instrumentos de renta fija soberanos experimentaron un desempeño negativo desde la perspectiva de retorno total (Gráfico 4).

Gráfico 4: Índice de retorno total, bonos de gobierno 1 – 10 años<sup>6</sup>



### III.3. Principales *spreads* entre instrumentos de cartera

El *Spread* de Agencias<sup>7</sup> cerró sin variaciones con respecto al inicio de trimestre (Gráfico 5). No obstante lo anterior, y desde la perspectiva de retorno total, las Agencias de cinco años a madurez exhibieron un desempeño marginalmente superior al de los bonos de gobierno americano de madurez equivalente.

Por su parte, los Bonos Indexados a Inflación (TIPS)<sup>8</sup> de EE.UU. presentaron un mayor rendimiento que los bonos nominales del Tesoro Americano debido a un aumento en la compensación inflacionaria. Esto se tradujo en un aumento en el *Spread* de TIPS<sup>9</sup> durante el trimestre.

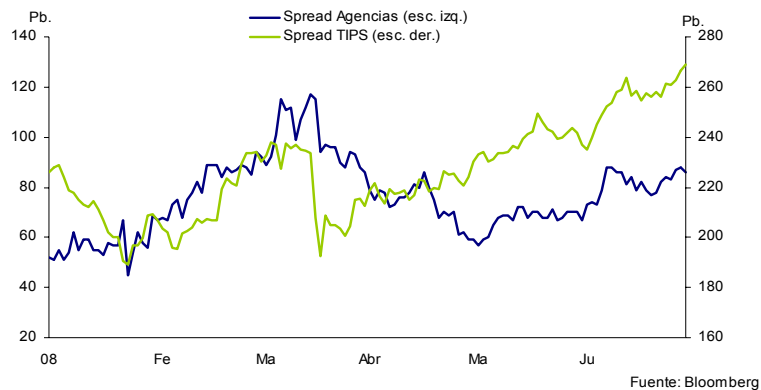
<sup>6</sup> Retorno Total expresado en moneda de origen.

<sup>7</sup>*Spread* Agencia: Rendimiento bono Agencia menos rendimiento bono US *Treasury* de madurez equivalente.

<sup>8</sup> TIPS: *Treasury Inflation Protected Securities*.

<sup>9</sup> *Spread* TIPS: Rendimiento bono US *Treasury* menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

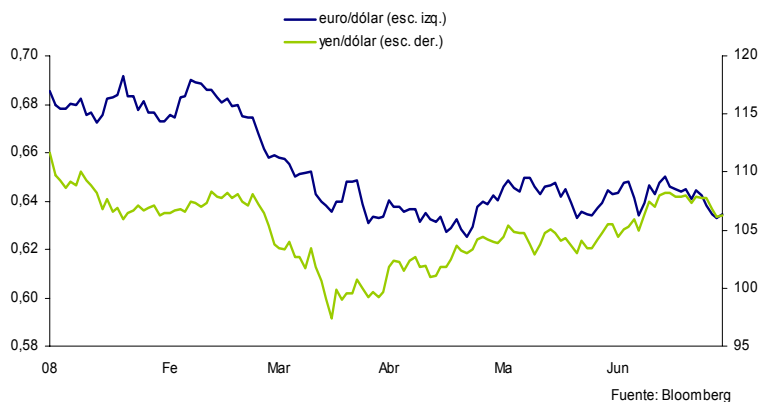
**Gráfico 5: Spread Agencias y Spread TIPS para bonos de 5 años**



### III.4. Paridades

A pesar del incremento en el diferencial de rendimiento en favor de Europa, la paridad euro/dólar se apreció en 0,57% durante el segundo trimestre. En igual periodo, la paridad yen/dólar aumentó un 6,50% (Gráfico 6). Esto se tradujo en una apreciación del euro con respecto al yen de 5,9%.

**Gráfico 6: Paridad euro/dólar y yen/dólar**



**IV. ANEXO 1: POSICIONES EN EMISORES SOBERANOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS**

La Agencia Fiscal tiene posiciones en **Bonos Soberanos** de Estados Unidos, Alemania, Francia y Japón.

<b>Agencia Fiscal : Fondos FEES y FRP</b>	
<b>Instituciones Financieras con depósitos vigentes al 30 de junio de 2008</b>	
1	ABN AMRO BANK NV, AMSTERDAM
2	ALLIANCE AND LEICESTER PLC, LEICESTER
3	ALLIED IRISH BANKS, DUBLIN
4	BANCO BILBAO VIZCAYA ARG, SA, MADRID
5	BANCO BILBAO VIZCAYA ARG, SA, N. YORK
6	BANCO ESPIRITO SANTO SA, LONDON
7	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO SA, N. YORK
8	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG, VIENNA
9	BANK OF MONTREAL, LONDON
10	BARCLAYS BANK PLC, LONDON
11	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG, MUNICH
12	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS SA, N. YORK
13	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA, BARCELONA
14	CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK, LONDON
15	CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (CIC), LONDON
16	DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTRALE, FRANKFURT
17	DEPFA BANK PLC, DUBLIN
18	DEXIA BANK BELGIUM SA, BRUSSELS
19	DEXIA CREDIT LOCAL SA, PARIS
20	DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRAL-GENOSS., FRANKFURT
21	FORTIS BANK SA/NV, BRUSSELS
22	HSBC FRANCE, PARIS
23	HSH NORDBANK AG, KIEL
24	ING BANK NV, AMSTERDAM
25	INTESA SANPAOLO SPA, N. YORK
26	LANDESBANK BADEN-WÜRTTEMBERG, STUTTGART
27	MIZUHO CORPORATE BANK LTD., LONDON
28	NATIXIS, PARIS
29	NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE, LONDON
30	NORDEA BANK FINLAND PLC, HELSINKI
31	SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL), STOCKHOLM
32	THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC TCM, LONDON
33	UBS AG, ZURICH
34	UNICREDITO ITALIANO SPA, LONDON

**V. ANEXO 2: INTERMEDIARIOS UTILIZADOS POR LA AGENCIA FISCAL**

<b>Agencia Fiscal : Fondos FEES y FRP</b>	
<b>Intermediarios utilizados entre enero 2008 y junio 2008</b>	
1	BANC OF AMERICA SEC. LLC, USA
2	BARCLAYS CAPITAL INC., USA
3	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG, MUNICH
4	BNP PARIBAS SECURITIES CORP., USA
5	CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK, NY.
6	COMMERZBANK AG, FRANKFURT
7	DEUTSCHE BANK AG, FRANKFURT
8	DRESDNER BANK AG, FRANKFURT
9	DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRAL-GENOSS., FRANKFURT
10	GOLDMAN, SACHS & CO., USA
11	GREENWICH CAPITAL MARKETS, INC., USA
12	HSBC SECURITIES (USA) INC., USA
13	J.P. MORGAN SEC. LTD., U.KINGDOM
14	J.P. MORGAN SECURITIES, INC., USA
15	LANDESBANK BADEN-WÜRTTEMBERG, STUTTGART
16	LEHMAN BROTHERS INC., USA
17	MERRILL LYNCH GOV. SEC. INC., USA
18	MERRILL LYNCH INTL., U.KINGDOM
19	MIZUHO SECURITIES USA INC., USA
20	MORGAN STANLEY & CO. INC., USA
21	NATIXIS, FRANCE
22	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, FRANCE
23	THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC TCM, LONDON
24	THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC, LONDON
25	UBS LIMITED, U. KINGDOM
26	UBS SECURITIES LLC, USA

## VI. ANEXO 3: LÍMITES DE INVERSIÓN

### 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 los siguientes:

Clase de Activos(Riesgo)	Máximo permitido
Soberanos	100%
Supranacionales o Multilaterales	60%
Bancos	50%
Instituciones financieras externas (Agencias)	30%

#### A.1 Riesgo soberano

Son elegibles aquellos países distintos de Chile que en los últimos 24 meses hayan mantenido una clasificación de riesgo de largo plazo equivalente a **A-** o superior, emitida por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos soberanos elegibles (entre las categorías **AAA** y **A-**) son los siguientes:

Clasificación de Riesgo	Máximo permitido
AAA	100%
AA+	
AA	90%
AA-	
A+	
A	30%
A-	

#### A.2 Riesgo Supranacional o Multilateral

Son elegibles aquellos organismos internacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AA-** o superiores, emitidas por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos supranacionales elegibles (entre las categorías **AAA** y **AA-**) son los siguientes:

Clasificación de Riesgo		Limite máximo (US\$ millones)
AAA	Aaa	800
AA+	Aa1	
AA	Aa2	600
AA-	Aa3	

### A.3 Riesgo bancario

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

Son elegibles aquellas entidades que posean: clasificaciones de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a **A-** en a lo menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**.

Los límites de inversión por emisor se establecen en intervalos discretos según la siguiente tabla:

Clasificación de Riesgo		Limite máximo (US\$ millones)
AAA	Aaa	600
AA+	Aa1	
AA	Aa2	400
AA-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	300
A-	A3	

### A.4 Riesgo de Instituciones Financieras Externas

Son elegibles las Agencias de los Estados Unidos de América que posean: clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AAA**, en al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**. Las inversiones no podrán exceder de **US\$ 800 millones** respecto de un mismo emisor.

