



GOBIERNO DE
CHILE
Ministerio de Hacienda
Dirección de Presupuestos

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Diciembre 2009

INDICE

I.	Antecedentes.....	3
II.	Resumen del Trimestre.....	3
III.	Valor de Mercado del Fondo	4
IV.	Detalle de La Cartera de Inversión.....	5
	IV.1. Rendimiento de la Cartera de Inversión.....	6
	IV.2. Desempeño de la Cartera de Inversión.....	7
V.	Otros Flujos	8
	V.1. Securities Lending	8
	V.2. Costos	8
VI.	Evolución de Mercados Relevantes.....	9
	VI.1. Panorama General.....	9
	VI.2. Principales Desarrollos Macroeconómicos.....	10
	VI.3. Mercado de Renta Fija.....	12
	VI.4. Principales Spreads entre Instrumentos de Cartera.....	12
	VI.5. Paridades.....	13
VII.	Anexo.....	14
	VII.1. Posiciones en emisores soberanos e Instituciones Financieras.....	14
	VII.2. Límites de Inversión.....	15
	VII.3. Métodos de cálculos de Estimación de los Retornos.....	17
	VII.3.1 Tasa Interna de Retorno.....	17
	VII.3.2 Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted Rate of Return (TWRR).....	18
	VII.3.3 TWRR vs. TIR.....	19
	VII.4. Cálculo del Benchmark.....	19
	VII.4.1 Cálculo del comparador para Libid y T-Bills.....	20
	VII.4.2 Cálculo del comparador para bonos nominales.....	20
	VII.4.3 Cálculo del comparador para bonos indexados a inflación.....	21
	VII.4.4 Cálculo del comparador de los fondos.....	21
	VII.4.5 Fórmula para el ajuste por tipo de cambio.....	22
VIII.	Glosario.....	23

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.

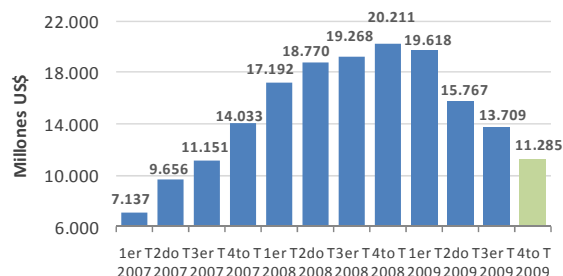
La administración de dicho fondo, fue encargada al Banco Central de Chile (BCCh) en su calidad de Agente Fiscal^{1,2}. Este organismo, mediante instrucciones recibidas del Ministro de Hacienda³, ejecuta la inversión de los recursos del fondo. Actualmente la política de inversión establece que los recursos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

El presente informe incorpora una revisión de los mercados relevantes para el Fondo elaborada por el Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal (Item VI).

II. RESUMEN DEL TRIMESTRE

El stock a precios de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social al cierre del cuarto trimestre totalizó US\$11.284,78 millones. El cambio en el valor del fondo, comparado con el cierre del 30 de septiembre, se descompone en retiros por US\$2.341,00 millones, en intereses devengados por US\$68,25 millones y a una variación negativa a precios de mercado por US\$151,55 millones (aun considerando gastos de administración y custodia).

Gráfico 1: Valor a precios de mercado (2007 – 2009)



Fuente: Dipres

Durante el 2do semestre de 2009, se comienzan a observar señales de recuperación en la actividad global; países como Estados Unidos, Japón y naciones de la región Euro evidencian mejoras en sus indicadores de crecimiento, sin embargo, este repunte no fue suficiente para compensar los niveles de contracción registrados en la primera mitad de 2009, más aún, algunos países como el Emirato Dubai, Grecia y España, registraron fuertes déficit a finales de año lo que reavivó la incertidumbre en la economía global, haciendo que el tipo de cambio dólar se apreciara fuertemente con respecto al euro y el yen durante el último mes del año, afectando negativamente el desempeño del FEES.

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 son administrados por el BCCh.

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

³ Con la asesoría del Comité Financiero Externo, el Ministro establece la política de inversión de los recursos de dicho fondo.

III. VALOR DE MERCADO DEL FONDO

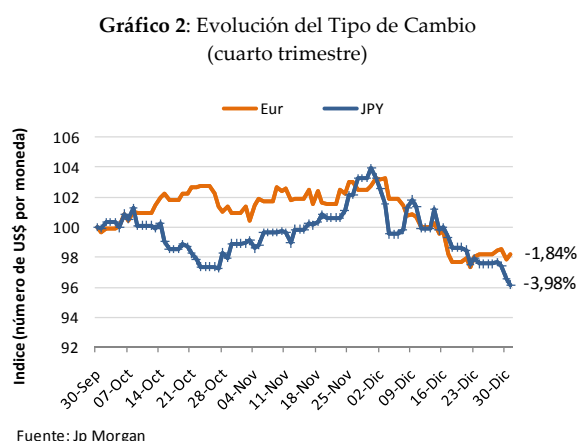
El valor del fondo al 31 de diciembre fue US\$11.284,78 millones. En relación al cierre del trimestre anterior, el fondo registra una disminución de US\$2.424,30 millones.

Esta cifra se descompone en: retiros realizados por US\$2.341,00 millones⁴, ingresos por interés devengado por un total de US\$68,25 millones y una disminución, por cambio en el valor de mercado, equivalente a US\$151,55 millones (cifra que considera gastos de administración y custodia).

El menor valor, a precios de mercado, se originó principalmente por la depreciación del euro y el yen respecto al dólar en relación al trimestre anterior -gráfico 2-, lo que impactó negativamente al valor de los instrumentos de la cartera de inversión principalmente en diciembre; alzas en las tasas de interés internacionales también afectaron negativamente al rendimiento de los instrumentos del FEES-gráfico 3-.

En octubre el fondo experimentó una ganancia de capital⁵ de US\$32,64 millones debido principalmente a las variaciones del tipo de cambio.

En este mes, el efecto de la apreciación del tipo de cambio contribuyó US\$36,21 millones, mientras que el efecto de tasas contribuyó US\$-3,57 millones. Durante este mes no se realizaron pagos de administración y custodia.⁶



En noviembre, el fondo registró una variación positiva, a precios de mercado, por US\$211,67 millones, variación que se explicó por US\$147,40 millones debido al alza del tipo de cambio, y por US\$64,33 millones debido al efecto positivo de las tasas de interés de mercado, por su parte, los costos de administración y custodia, considerados en este ítem, fueron US\$0,06 millones.

Cuadro 1: Resumen Histórico del FEES
(desde inicio del fondo)

Millones de US\$	2007	2008	2009					Resumen 4to Trim	Resumen Total
			1er Sem	3er Trim	Oct	Nov	Dic		
Valor Inicial	0,00	14.032,61	20.210,68	15.767,39	13.709,08	12.927,75	12.603,61	13.709,08	0,00
Aportes	13.100,00	5.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	18.100,00
Retiros	0,00	0,00	-4.376,71	-2.560,00	-840,00	-560,00	-941,00	-2.341,00	-9.277,71
* Interés Devengado	326,15	623,95	243,75	92,27	26,03	24,18	18,04	68,25	1.354,37
**Ganancias (Pérdidas) de Capital	606,46	554,11	-310,32	409,42	32,64	211,67	-395,86	-151,55	1.108,12
Valor Final	14.032,61	20.210,68	15.767,39	13.709,08	12.927,75	12.603,61	11.284,78	11.284,78	11.284,78

* incluye los intereses del programa de securities lending

** incluye costos de administración y custodia

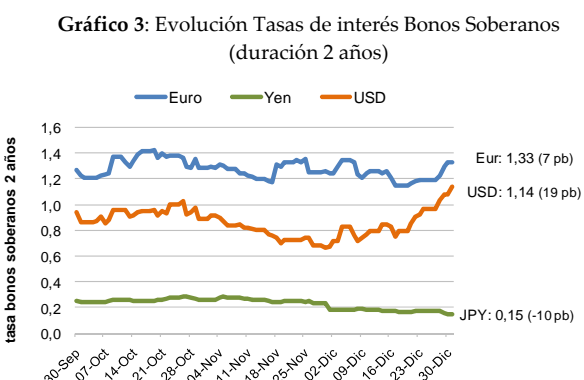
Fuente: Dipres

⁴ Los retiros al FEES comenzaron el 25 de marzo de 2009.

⁵ Las ganancias (pérdidas) de capital en el FEES y FRP se producen por las variaciones que experimentan el tipo de cambio y las tasas de interés de mercado en un periodo determinado.

⁶ El resumen agregado del trimestre se encuentra en Cuadro 5.

En diciembre, la disminución en el valor a precios de mercado se debió al efecto negativo de la depreciación del euro y yen respecto al dólar cuyo resultado significó US\$288,64 millones, mientras que alzas en las tasas de interés internacionales explicó US\$106,86 millones; por su parte, los costos de administración y custodia, considerados en este ítem, fueron US\$0,36 millones⁷.



Fuente: Bloomberg

Desde el origen, el valor del FEES a precios de mercado registra un aumento neto de capital e intereses por US\$2.462,49 millones.

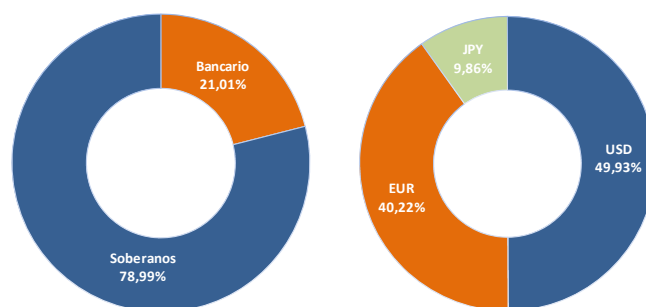
IV. DETALLE DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.

La actual directriz de inversión permite destinar hasta 100% de los recursos en instrumentos de riesgo soberano, 60% en supranacionales, 50% en instituciones bancarias y hasta un 30% en instituciones financieras externas (agencias). (anexo VII.2). Además se establece que la inversión por monedas⁸ debe ser distribuida en un 50% en dólares americanos, 40% en euros y 10% en yenes.

Al cierre del trimestre, del total de los recursos del FEES, un 78,99% se encontraban invertidos en bonos soberanos, mientras que un 21,01% en depósitos bancarios. Por su parte, la distribución

por monedas totalizó un 49,93% en dólares, un 40,22% en euros y un 9,86% en yenes.

Gráfico 4: Distribución por clase de Activo y Monedas al 31 de diciembre de 2009



Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan.

En términos monetarios, los recursos del FEES totalizaban al cierre del trimestre, US\$8.913,96 millones en instrumentos soberanos y US\$2.370,82 millones en instrumentos bancarios. Por su parte, la asignación total por monedas fué US\$5.634,39 millones en dólares, US\$4.538,19 millones en euros y finalmente, US\$1.112,21 millones en yenes.

Tal como se indica en el cuadro 2, la duración de las inversiones financieras alcanzó 2,46 años, lo que equivale a una permanencia promedio de inversión de 898 días.

Cuadro 2: Resumen de Inversiones del FEES

Activos	Moneda Origen	4to Trimestre 2009 MMUS\$		
		Oct	Nov	Dic
Soberanos	USD	4.939,63	4.750,19	4.388,91
	EUR	4.447,04	4.116,13	3.750,29
	YEN	892,77	875,06	774,76
Agencias	USD	0,00	0,00	0,00
	EUR	0,00	0,00	0,00
	YEN	0,00	0,00	0,00
Bancario	USD	1.526,06	1.600,95	1.245,48
	EUR	721,05	882,13	787,90
	YEN	401,21	379,15	337,45
Total		12.927,75	12.603,61	11.284,78
Duración (años)		2,38	2,27	2,46

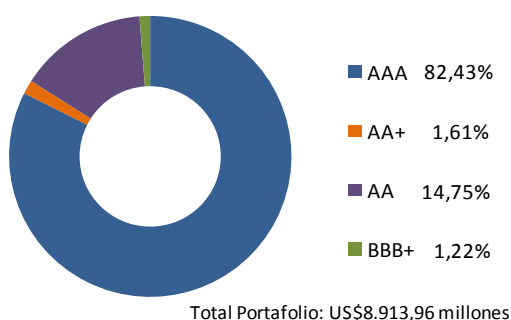
Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan.

⁷ El resumen agregado del trimestre se encuentra Cuadro 5.

⁸ La distribución por monedas permite una variación de +/- 5%.

Como se indicó, la actual directriz de inversión permite mantener recursos hasta un máximo de 100% en instrumentos de riesgo soberanos en categoría AAA (anexo VII.2.A1). La cartera de inversión del FEES mantenía, al 31 de diciembre, un 82,43% de los recursos en instrumentos de categoría AAA, mientras que un 1,22% estaba en instrumentos con categoría BBB+.

Gráfico 5: Porcentaje total de inversión en activos con riesgo soberano al 31 de diciembre de 2009⁹.

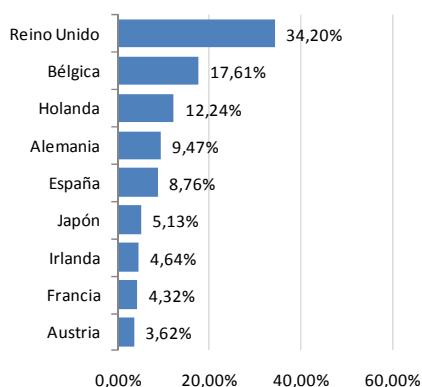


Porcentaje Base 100 portafolio riesgo soberano

Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan.

Las inversiones en instrumentos de riesgo bancario distribuidas por país mostraban que al 31 de diciembre de 2009 un 64,05% se encontraba invertido en Reino Unido, Bélgica y Holanda -gráfico 6-, mientras que un 35,95% se encontraba distribuido en otros países de la zona Euro.

Gráfico 6: Distribución de las inversiones por Riesgo Bancario (31 de diciembre de 2009)



Fuente: Dipres en base a información proporcionada por Banco Central.

⁹ Información en base a trade date.

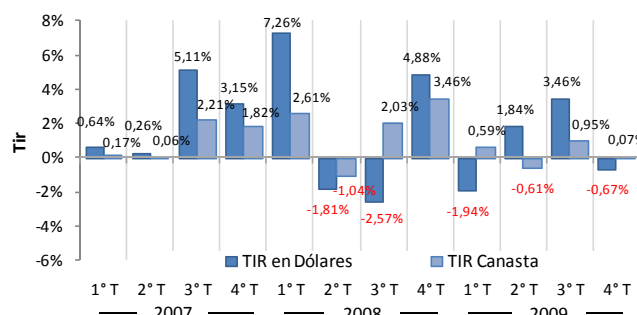
IV.1. Rendimiento de la Cartera de Inversión

El indicador utilizado para medir el rendimiento de la cartera es la Tasa Interna de Retorno TIR¹⁰, que permite conocer el retorno efectivo que los inversionistas perciben. Este indicador considera todos los flujos del período.

La TIR del FEES, durante el cuarto trimestre de 2009 medido en dólares, fue -0,67%. Esta cifra se explicó principalmente por la depreciación del euro y el yen frente al dólar, cuyo efecto contribuyó -0,74%, por su parte, el efecto tasas de interés aportó 0,07%.

Medido desde el inicio, el fondo acumula un rendimiento de 6,16%, cifra que se explicó principalmente por los retornos del tercer y cuarto trimestre de 2007, primer y cuarto trimestre de 2008 y tercer trimestre de 2009.

Gráfico 7¹¹: TIR Trimestral en Dólares y Canasta¹².



Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan y Banco Central.

¹⁰ Ver Glosario.

¹¹ Los datos de rentabilidad pueden mostrar diferencias con los informes anteriores debido que a partir de 2009 se reconstruyeron las rentabilidades incluyendo los flujos de costos.

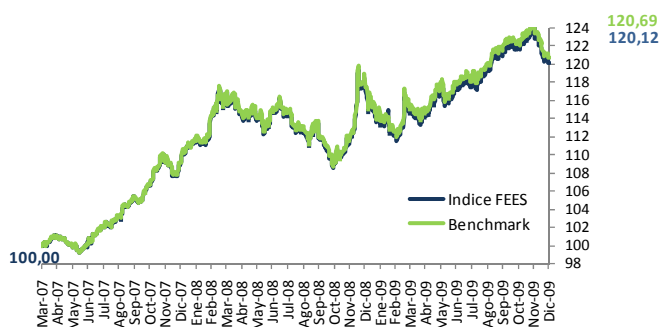
¹² Tasa Interna de Retorno o TIR, compuesta en base período, considera todos los flujos. La TIR Canasta, es el resultado de eliminar al rendimiento el efecto de las monedas.

IV.2. Desempeño de la Cartera de Inversión

El desempeño del FEES se mide a través del indicador *Time Weighted Rate of Return TWRR*¹³, que permite realizar comparaciones de rendimiento con un *benchmark*.

Para conocer el desempeño durante un período de tiempo se construye un índice que recoge las variaciones diarias en el valor de mercado del portafolio expresado en dólares. El valor base es 100 al 31 de marzo del 2007, fecha que se estableció para comenzar a realizar comparaciones con su *benchmark*¹⁴.

Gráfico 8: Evolución del Índice TWRR del FEES vs Benchmark. (Índice 31 marzo 2007 = 100)



Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan y Banco Central.

El índice mostró un retorno de -0,96% en el cuarto trimestre del 2009, en comparación al -0,99% exhibido por el *benchmark*. En términos relativos, esto significó que el FEES obtuvo un desempeño de 3 pbs.

Desde el inicio, el retorno del FEES fue de 6,88%, obteniendo en el mismo período, un desempeño de -18 pbs respecto a su *benchmark*. Esta cifra se explicó principalmente por una menor contribución relativa del efecto de la *moneda canasta*¹⁵ (cuadro 3).

¹³ Ver Glosario.

¹⁴ Ver anexo VIII.

¹⁵ Ver Glosario.

Cuadro 3: Rentabilidades.

Indicadores de Rentabilidad	4to T'09	desde inicio ¹
TIR ²	-0,67%	6,16%
TWRR	-0,96%	6,88%
Benchmark	-0,99%	7,06%
Exceso Retorno	0,03%	-0,18%
Canasta FEES (TWRR)	0,01%	4,49%
Canasta BMK (TWRR)	-0,02%	4,67%
Retorno Ajustado por unidad de riesgo	4to T'09	desde inicio ¹
TWRR FEES	-0,28	1,04
Benchmark	-0,28	1,06

¹ 31-03-2007

² 06-03-2007

Fuente: Dipres

El *tracking error ex post*¹⁶ (TE_{ep}), es un indicador que permite obtener información de los riesgos que las inversiones están mostrando comparado con su *benchmark*. Para carteras 100% de renta fija con administración pasiva, este indicador podría alcanzar niveles entre 50-70 pb. En el caso del FEES el TE_{ep} , medido desde el inicio y en términos anuales, alcanzó 0,18% o 18 pbs, esto significó que desde el inicio y en promedio, las diferencias entre los retornos de las inversiones del fondo y el comparador se han mantenido en niveles bajos, reflejando además, una administración conservadora por parte del agente fiscal.

El resumen de los principales indicadores de riesgo se puede apreciar en cuadro 4.

Cuadro 4: Indicadores de Riesgo.

Indicadores de Riesgo	4to T'09 ²	desde inicio ¹
Desviación Estandar FEES	3,45%	6,64%
Desviación Estandar BMK	3,49%	6,69%
Tracking Error ex-post	-	0,18%
Razón de Información	-	-1,00

¹ 31-03-2007

² Considera los últimos 12 meses expresado en términos trimestral

Fuente: Dipres

¹⁶ El TE considera los excesos de retornos observados desde el inicio expresado en términos anuales.

V. OTROS FLUJOS

V.1. Securities Lending

El Securities Lending corresponde a un programa de préstamo temporal de valores (instrumentos) entre un agente prestador 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 (JP Morgan) con los activos financieros que se encuentran en cartera, tal como se establece en el Contrato de Custodia con el JP Morgan. Este tipo de operaciones generó en el trimestre recursos adicionales para el FEES por US\$175.077.

V.2. Costos

En el período la administración y custodia de valores generaron costos para el fondo por un total de US\$422.703, de los cuales US\$187.000 corresponden al pago de los servicios de administración que realiza el BCCh y US\$235.703 correspondientes al pago de los servicios de custodia de valores que realiza el Banco JP Morgan.

Cuadro 5: Resumen Otros Flujos del Trimestre

Otros Flujos en US\$	4to Trim
Administración (BCCh)	-187.000
Custodio (JP Morgan)	-235.703
Otros	0
Costos Totales	-422.703
Securities Lending	175.077
Total Otros Flujos	-247.626

Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan y Banco Central.

VI. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES.

VI.1. Panorama General.

Durante el cuarto trimestre de 2009, los principales bancos centrales decidieron mantener sus respectivas tasas de política monetaria. En Estados Unidos, el Federal Open Market Committee (FOMC), mantuvo la tasa de fondos federales en un rango de 0% a 0,25%, mientras que el Banco Central Europeo (ECB), conservó su tasa de instancia en 1%. Por su parte, el Banco de Japón (BoJ), decidió continuar con su tasa de política monetaria en 1%. En este contexto y en línea con una reactivación económica más rápida de lo que se esperaba, las autoridades monetarias de Australia y Noruega decidieron incrementar sus respectivas tasas de política monetaria en 75 y 50 puntos base durante el transcurso del trimestre, situándolas en 3,75% y 1,75%, respectivamente.

En noviembre, especial preocupación cobró en los mercados financieros internacionales el anuncio realizado por el Emirato de Dubai, en el que solicitó una prórroga de 6 meses para pagar la deuda de su conglomerado Dubai World, revelando así su incapacidad para honrar las diferentes obligaciones financieras contraídas¹⁷ y creando temores sobre la posibilidad de default. Cabe señalar que durante diciembre, el Emirato de Abu Dhabi, prestó a Dubai la suma de US\$10.000 millones, con el objetivo que el conglomerado estatal Dubai World pagara sus deudas inmediatas e hiciera frente a sus necesidades generales hasta abril de 2010.

En diciembre, especial preocupación cobró en los mercados financieros los anuncios realizados por

las agencias clasificadoras de riesgo Fitch Rating, Standard and Poor's y Moody's Investor Service, al rebajar la calidad de la deuda soberana de largo plazo de Grecia desde "-A" hasta "BBB+", "-A" hasta "BBB+" y "A1" hasta "A2", respectivamente. Los argumentos que respaldan dichas medidas se basan principalmente en el sostenido deterioro de las finanzas públicas de Grecia, reflejado a través de la incapacidad que presenta este país de reducir tanto su déficit presupuestario como su deuda pública, que alcanzan aproximadamente a 12% y 113% de su producto interno bruto (PIB), respectivamente.

Durante el cuarto trimestre de 2009, se observó una depreciación de las principales paridades respecto del dólar de los Estados Unidos y un empinamiento en las curvas de rendimiento representativas de las diferentes zonas económicas. En términos generales, se continuaron observando mejores señales en las condiciones económicas, acompañadas de una creciente incertidumbre acerca de la evolución de la inflación. Esta situación se vio reflejada en un aumento en el premio por riesgo de inflación, que empinó las curvas de rendimiento de las principales economías.

¹⁷ La deuda total del Emirato de Dubai alcanza los US\$80 mil millones, de los cuales US\$ 70 mil millones corresponden a compañías públicas, donde el conglomerado Dubai World concentra 59 mil millones de ese monto. En este contexto, Nakheel, compañía inmobiliaria perteneciente al conglomerado Dubai World, debía pagar en diciembre de 2009 aproximadamente US\$3.500 millones en la forma de obligaciones islámicas, motivo por el cual pidió a sus acreedores esperar al menos hasta el 30 de mayo de 2010 para pagar su deuda.

VI.2. Principales Desarrollos Macroeconómicos.

• Estados Unidos

Los principales indicadores de confianza de Estados Unidos presentaron leves incrementos respecto de las cifras publicadas en el tercer trimestre de 2009, sin perjuicio de lo cual, estas lecturas aún se mantienen en niveles históricamente bajos, reflejando la incertidumbre imperante acerca de la economía estadounidense.

Durante el cuarto trimestre de 2009, el Índice de Indicadores Líderes (Leading Index), al igual que en el tercer trimestre de 2009, presentó mensualmente sólo lecturas positivas, situación que anticipa mejores condiciones económicas para Estados Unidos. Por su parte, la producción industrial mostró, en promedio, un aumento mensual de 0,5%, que confirma la recuperación iniciada en el tercer trimestre por este sector de la economía. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se incrementó desde 9,8% hasta 10%, mientras que la cifra de creación de empleos continuó en terreno negativo, perdiéndose en total 310 mil puestos de trabajo durante el trimestre, cifra menor a los 780 mil empleos que se perdieron durante el tercer trimestre de 2009. Respecto de la evolución del nivel de precios, la inflación anual registró un ascenso, al aumentar desde -1,3% hasta 2,7%, mientras que la inflación subyacente anual se incrementó desde 1,5% hasta 1,8%.

Durante el cuarto trimestre de 2009, se observó un empinamiento en la curva de rendimiento de Estados Unidos. La evolución de la estructura de tasas de interés indica que el rendimiento del bono del Tesoro a dos años de madurez aumentó 19 puntos base, mientras que el rendimiento asociado al instrumento de diez años hizo lo propio en 53 puntos base. En términos generales, se observó un incremento en las tasas de interés para todos los tramos de madurez, donde en promedio el rendimiento de los bonos estadounidenses aumentó 37 puntos base.

• Zona Euro

En Europa, los principales indicadores de confianza¹⁸ presentaron alzas respecto de la medición de cierre del tercer trimestre de 2009, sin perjuicio de lo cual, estas lecturas aún se mantienen en niveles históricamente bajos y alejados de los valores observados antes de la crisis financiera.

En línea con los positivos resultados observados hasta el tercer trimestre de 2009 a través de la encuesta alemana ZEW, cuya dinámica entrega señales acerca de la evolución de la actividad económica, la Zona Euro registró un incremento de 0,4% en la lectura del PIB correspondiente al tercer trimestre de 2009. Por otra parte, los indicadores de actividad asociados a los sectores de servicios y manufacturas¹⁹ continuaron presentando lecturas positivas durante el cuarto trimestre de 2009, reforzando la tendencia observada desde el segundo trimestre de este año. Por su parte, durante el periodo se observó un repunte en la producción industrial, que redujo la contracción anual de este indicador desde -12,8% hasta -7,1%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se incrementó desde 9,8% hasta 10%, su mayor nivel desde 1998²⁰. Respecto del nivel de precios, durante el cuarto trimestre de 2009, se registró un alza en la inflación anual, desde -0,3% hasta 0,9%. En tanto, la inflación subyacente anual se redujo levemente desde 1,2% hasta 1,1%.

En la Zona Euro, se produjo un empinamiento en la curva de rendimiento relevante²¹. En efecto, se

¹⁸ Se refiere a indicadores de confianza de la Zona Euro publicados por la *European Commission*

¹⁹ Se refiere al *Eurozone Services PMI Markit Survey, EC Composite PMI Output* y *Eurozone Manufacturing PMI Markit Survey Ticker*.

²⁰ Las cifras de producción industrial y desempleo para la Zona Euro corresponden a las observadas hasta el mes de noviembre de 2009 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

²¹ Se refiere a la curva de rendimiento cuya nomenclatura en *Bloomberg* es *EUR German Sovereign*.

observa que el rendimiento del bono alemán a dos años a madurez aumentó 7 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años hizo lo propio en 17 puntos base. En términos generales, se observó un desplazamiento al alza en las tasas de interés, principalmente en el tramo de madurez entre 6 y 10 años, donde en promedio el rendimiento de los bonos alemanes se incrementó en 18 puntos base.

- **Japón**

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos y Europa, los principales indicadores de confianza de Japón²² presentaron moderadas contracciones respecto de los niveles alcanzados al finalizar el tercer trimestre de 2009. Estas lecturas aún se encuentran en niveles históricamente bajos, revelando la desconfianza existente en los consumidores respecto del repunte de la economía japonesa.

Durante el último trimestre de 2009, se observaron resultados que evidencian signos de estabilización de la economía japonesa. Esto se vio reflejado en el incremento de 0,3% en el PIB correspondiente al tercer trimestre de 2009, equivalente, en términos anuales, a un aumento de 1,3%. En este contexto, la producción industrial²³ mostró un importante repunte, al disminuir su contracción anual desde -18,4% hasta -3,9%, mientras que el comercio minorista continuó presentando lecturas positivas al disminuir su contracción anual desde -1,3% hasta -1%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó levemente desde 5,3% hasta 5,2%, en línea con lo esperado por el mercado. Respecto del nivel de precios, la inflación anual se corrigió al alza, disminuyendo su contracción desde -2,2%, observada al cierre del tercer trimestre de 2009,

hasta -1,9%. Por su parte, la inflación subyacente anual cerró el trimestre en -1.2%.

Durante el cuarto trimestre de 2009, se observó un empinamiento de la curva de rendimiento japonesa. Esta situación se vio reflejada en que el rendimiento del bono de Gobierno a dos años a madurez cayó 10 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años hizo lo propio en 1 puntos base. En términos generales, se observó un desplazamiento a la baja en las tasas de interés para todos los tramos de madurez, donde en promedio el rendimiento de los bonos japoneses cayó 6 puntos base.

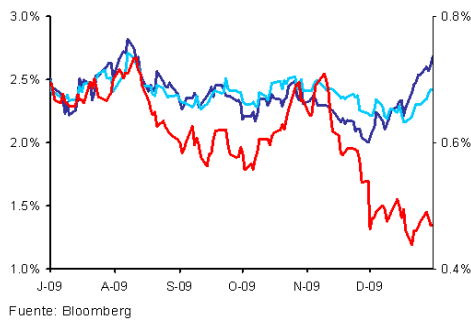
²² Se refiere al *Japan Consumer Confidence Overall Nationwide NSA, Japan Consumer Confidence Households NSA*.

²³ Las cifras de producción industrial, comercio minorista, desempleo e inflación para Japón corresponden a las observadas hasta el mes de noviembre de 2009 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

VI.3. Mercado de Renta Fija.

En el mercado de renta fija, se observó un comportamiento mixto en la evolución de las tasas de interés de los bonos de Gobierno para el tramo de 5 años a madurez. Mientras que en Estados Unidos se registró un alza en las tasas de interés, Japón presentó una disminución en sus rendimientos. Europa, por su parte, prácticamente no registró variaciones en este tramo de madurez -gráfico 9-.

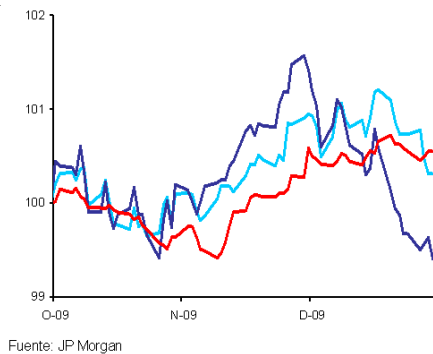
Gráfico 9: Tasa de interés bonos soberanos 5 años.
Azul: Estados Unidos
Celeste: Europa
Rojo: Japón (eje secundario)



Por otra parte, Estados Unidos exhibió retornos negativos, mientras que tanto Japón como Europa, presentaron un positivo desempeño en cuanto a retornos totales se refiere. -gráfico 10-.

Gráfico 10: Retorno Total (Índice JP Morgan 1-10 años plazo).
100 = 30-09-2009

Azul: Estados Unidos
Celeste: Europa
Rojo: Japón



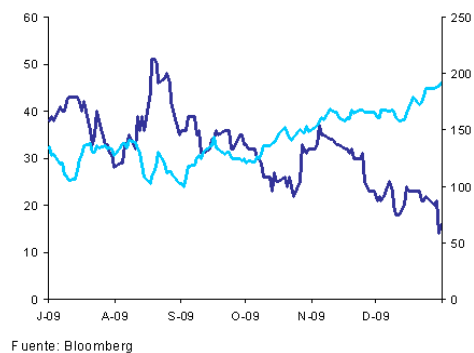
VI.4. Principales Spreads entre Instrumentos de Cartera.

El spread de Agencias a 5 años plazo presentó una caída de 17 puntos base durante el transcurso del cuarto trimestre de 2009 -gráfico 11-. Como consecuencia, los bonos de Agencia a 5 años rentaron²⁴ más que los bonos del Gobierno de Estados Unidos a igual madurez.

Por otra parte, los bonos indexados a inflación (TIPS) de Estados Unidos, lograron una mayor rentabilidad que los bonos del Tesoro (nominales) de madurez equivalente²⁵. Esta situación se vio reflejada en la evolución del spread de TIPS²⁶, el cual aumentó en 70 puntos base debido, principalmente, a una creciente incertidumbre respecto de la evolución de la inflación, lo que se tradujo en un mayor premio por riesgo inflacionario.

Gráfico 11: Spread Agencia y TIP's vs Treasuries
Puntos base de spread con Treasury de 5 años de duración.

Azul: Agencias
Celeste: TIP's (eje secundario)



²⁴ Durante el cuarto trimestre de 2009, el retorno de los bonos de Agencias en Estados Unidos a 5 años de madurez (0,6%) resultó ser superior al retorno de los bonos del Gobierno de Estados Unidos de madurez equivalente (-2,0%).

²⁵ Durante el cuarto trimestre de 2009, el retorno de los bonos indexados a inflación a 5 años de madurez (8,6%) resultó ser superior que el retorno de los bonos de Gobierno a igual madurez (-2,0%).

²⁶ Spread TIPS: Rendimiento bono US Treasury menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

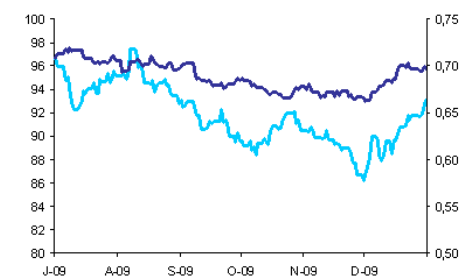
VI.5. Paridades.

Durante el cuarto trimestre de 2009, el euro se depreció 1,84% frente al dólar de los Estados Unidos, mientras que el yen se depreció frente a esa misma moneda 3,98% -gráfico 12-. Como consecuencia, la paridad cruzada yen/euro registró una apreciación de 2,06% para el mismo periodo. .

Gráfico 12: Evolución de Tipo de Cambio
(Moneda por dólar)

Azul: Euro (eje secundario)

Celeste: Yen



Fuente: JP Morgan

VII. ANEXO**VII.1. Posiciones en emisores soberanos e Instituciones Financieras**

La Agencia Fiscal tiene posiciones en **Bonos Soberanos** de Estados Unidos, Alemania, Francia, Japón, Grecia, Portugal, Italia, Bélgica e Irlanda.

FEES y FRP
Bancos con depósitos al 31-12-2009

1	ABN AMRO Bank NV
2	Allied Irish Banks
3	Banco Santander Central Hispano S.A.
4	Bank of Ireland
5	Bank of Scotland Plc
6	Barclays Bank Plc
7	Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG
8	Bayerische Landesbank
9	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid
10	Dexia Bank Belgium SA
11	Erste Group Bank AG
12	Fortis Bank NV/SA
13	ING Bank NV
14	KBC Bank NV
15	Landesbank Baden-Württemberg
16	Lloyds TSB Bank Plc
17	Mizuho Corporate Bank Ltd.
18	Raiffeisen Zentralbank Österreich AG (RZB)
19	Société Générale
20	The Royal Bank of Scotland Plc

Fuente: JP Morgan

VII.2. 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:

Clases 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:

Clases de Riesgo	Máximo Permitido
AAA	100%
AA+	90%
AA	
AA-	
A+	30%
A	
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:

Clases de Riesgo	Límite 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 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:

Clases de Riesgo	Límite 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.

VII.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.

VII.3.1 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 periodo²⁷.

VII.3.2 Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted Rate of Return (TWRR)

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 TWRR²⁸ 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 TWRR de un periodo se calculan los retornos diarios netos de aportes y retiros, como también los costos²⁹ 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 TWRR 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.

²⁷ 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.

²⁸ Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

²⁹ Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

VII.3.3 TWRR vs. TIR

El TWRR 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 TWRR 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.

VII.4. Cálculo del 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 y las tasas de 6 meses de los T-Bill del dólar, euro y yen para simular una cartera de depósitos de duración 3 meses.
- ✓ **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.

Los pesos de cada uno de estos componentes son los indicados a continuación:

Estructura	USD	EUR	JPY	Total
Mercado Monetario (*)	15,00%	12,00%	3,00%	30,00%
Merrill Lynch Libid 6 Month Average	7,50%	6,00%	1,50%	15,00%
Merrill Lynch Treasury Bills Index	7,50%	6,00%	1,50%	15,00%
Bonos Soberanos Nominales	31,50%	28,00%	7,00%	66,50%
Barclays Capital Global Treasury Bond Index 1-3 años	14,18%	12,60%	3,15%	29,93%
Barclays Capital Global Treasury Bond Index 3-5 años	9,45%	8,40%	2,10%	19,95%
Barclays Capital Global Treasury Bond Index 5-7 años	3,94%	3,50%	0,88%	8,31%
Barclays Capital Global Treasury Bond Index 7-10 años	3,94%	3,50%	0,88%	8,31%
Bonos Soberanos Indexados	3,50%			3,50%
Barclays Capital Global Inflación-Linked US TIPS Index 1-10 años	3,50%			
Total	50,00%	40,00%	10,00%	100,00%

VII.4.1 Cálculo del comparador para Libid y T-Bills

El comparador referencial del mercado monetario se calcula a partir de los índices Merrill Lynch de tasas Libid³⁰ y de instrumentos T-Bills a 6 meses para las tres monedas que componen el portafolio. Los retornos diarios se calculan como la variación del índice denominado en dólares en t respecto a su valor en $t-1$:

$$Ret_Libid_t = 7,5\% \cdot \left(\frac{ML_Libid_t^{USD}}{ML_Libid_{t-1}^{USD}} - 1 \right) + 6,0\% \cdot \left(\frac{ML_Libid_t^{EUR}}{ML_Libid_{t-1}^{EUR}} - 1 \right) + 1,5\% \cdot \left(\frac{ML_Libid_t^{JPY}}{ML_Libid_{t-1}^{JPY}} - 1 \right)$$

De manera similar para los papeles del tesoro (T-Bills) el retorno diario de cada índice es:

$$Ret_TBill_t = 7,5\% \cdot \left(\frac{ML_TBill_t^{USD}}{ML_TBill_{t-1}^{USD}} - 1 \right) + 6,0\% \cdot \left(\frac{ML_TBill_t^{EUR}}{ML_TBill_{t-1}^{EUR}} - 1 \right) + 1,5\% \cdot \left(\frac{ML_TBill_t^{JPY}}{ML_TBill_{t-1}^{JPY}} - 1 \right)$$

VII.4.2 Cálculo del comparador para bonos nominales

El comparador para bonos de gobierno se calcula con los distintos índices Barclays Capital Global Treasury Bond de duración 1 a 3 años, 3 a 5 años, 5 a 7 años y 7 a 10 años para EE.UU. (USD), Alemania (EUR) y Japón (JPY). El retorno diario de cada índice en su moneda local se calcula como:

$$Ret_BNom \text{ ó } Ret_Bcls_t = \frac{Idx_Bcls_t}{Idx_Bcls_{t-1}} - 1$$

Los retornos diarios en dólares del comparador para cada país son:

$$Ret_BNom_USD_t = \sum_{duration} Ret_Idx_USD_t^{duration} \cdot \omega_{JPY}^{duration}$$

$$Ret_BNom_EUR_t = \sum_{duration} \left[(Ret_Idx_EUR_t^{duration} + 1) \cdot \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \right] \cdot \omega_{EUR}^{duration}$$

$$Ret_BNom_JPY_t = \sum_{duration} \left[(Ret_Idx_JPY_t^{duration} + 1) \cdot \frac{JPY_t}{JPY_{t-1}} - 1 \right] \cdot \omega_{JPY}^{duration}$$

donde:

³⁰ Por convención la Libid se construye utilizando las tasas Libor, menos 1/8 o 0,125.

$$\omega_{USD} = \left\{ \begin{array}{l} \text{duration 1-3 años} = 14,1750\% \\ \text{duration 3-5 años} = 9,4500\% \\ \text{duration 5-7 años} = 3,9375\% \\ \text{duration 7-10 años} = 3,9375\% \end{array} \right\} \omega_{EUR} = \left\{ \begin{array}{l} \text{duration 1-3 años} = 12,6000\% \\ \text{duration 3-5 años} = 8,4000\% \\ \text{duration 5-7 años} = 3,5000\% \\ \text{duration 7-10 años} = 3,5000\% \end{array} \right\}$$

$$\omega_{JPY} = \left\{ \begin{array}{l} \text{duration 1-3 años} = 3,1500\% \\ \text{duration 3-5 años} = 2,1000\% \\ \text{duration 5-7 años} = 0,8750\% \\ \text{duration 7-10 años} = 0,8750\% \end{array} \right\}$$

Los índices están expresados en moneda de origen y se ajustan por tipo de cambio para obtener el retorno en dólares.

El comparador de los bonos nominales en USD es finalmente:

$$Ret_BNom_t \text{ ó } Ret_Bcls_t = Ret_BNom_USD_t + Ret_BNom_EUR_t + Ret_BNom_JPY_t$$

VII.4.3 Cálculo del comparador para bonos indexados a inflación

El comparador para bonos indexados es simplemente:

$$Ret_TIPS_t = 3,5\% \times \left(\frac{Idx_TIPS_t}{Idx_TIPS_{t-1}} - 1 \right)$$

VII.4.4 Cálculo del comparador de los fondos

El retorno diario del comparador para los fondos es:

$$Ret_Libid_t + Ret_TBill_t + Ret_BNom_t + Ret_TIPS_t$$

VII.4.5 Fórmula para el ajuste por tipo de cambio

El ajuste por tipo de cambio se deriva de:

$$\text{retorno_activo}_t^{EUR} [EUR] = \frac{\text{activo}_t^{EUR}}{\text{activo}_{t-1}^{EUR}} - 1 \quad (1)$$

$$\text{retorno_euro}_t = \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \quad (2)$$

$$\text{retorno_activo}_t^{EUR} [USD] = \frac{\text{activo}_t^{EUR} \cdot EUR_t}{\text{activo}_{t-1}^{EUR} \cdot EUR_{t-1}} - 1 = \frac{\text{activo}_t^{EUR}}{\text{activo}_{t-1}^{EUR}} \cdot \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \quad (3)$$

Reemplazando (1) en (3):

$$\text{retorno_activo}_t^{EUR} [USD] = \left(1 + \text{retorno_activo}_t^{EUR} [EUR]\right) \cdot \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \quad (4)$$

Y, finalmente, reemplazando (2) en (4):

$$\text{retorno_activo}_t^{EUR} [USD] = \left(1 + \text{retorno_activo}_t^{EUR} [EUR]\right) \cdot (1 + \text{retorno_euro}_t) - 1 \quad (5)$$

VIII. GLOSARIO³¹

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.

Mercado secundario: Mercado donde se realizan transacciones de un activo financiero ya emitido.

³¹ Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

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 (TWRR): 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.