



GOBIERNO DE  
**CHILE**  
Ministerio de Hacienda  
Dirección de Presupuestos

# FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Marzo de 2010

INDICE

I. Antecedentes .....3

II. Resumen Mercados Relevantes. ....3

III. Valor de Mercado del Fondo.....4

IV. Cartera de Inversión.....5

V. Rentabilidad de la Cartera de Inversión.....8

    V.1. Rendimiento.....8

    V.2. Desempeño .....8

VI. Otros Flujos.....10

    VI.1. Securities Lending .....10

    VI.2. Costos.....10

VII. Evolución de Mercados Relevantes.....11

    VII.1. Panorama General .....11

    VII.2. Principales Desarrollos Macroeconómicos .....11

    VII.3. Mercado de Renta Fija .....13

    VII.4. Principales Spreads entre Instrumentos de Cartera.....13

    VII.5. Paridades .....14

VIII. Anexo.....15

    VIII.1. Posiciones en Instituciones Financieras .....15

    VIII.2. Límites de Inversión .....16

    VIII.3. Métodos de cálculos de Estimación de los Retornos .....18

    VIII.4. Cálculo del Benchmark.....20

IX. Glosario .....24

**I. ANTECEDENTES.**

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

La administración de dicho fondo, fue encargada al Banco Central de Chile (BCCh) en su calidad de Agente Fiscal<sup>1,2</sup>. Este organismo, mediante instrucciones recibidas del Ministro de Hacienda<sup>3</sup>, 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 VIII.2.

Adicionalmente, el informe incorpora una revisión de los mercados relevantes en donde se encuentran invertidos los recursos del Fondo, la cual es elaborada por el BCCh en su calidad de Agente Fiscal (sección VII).

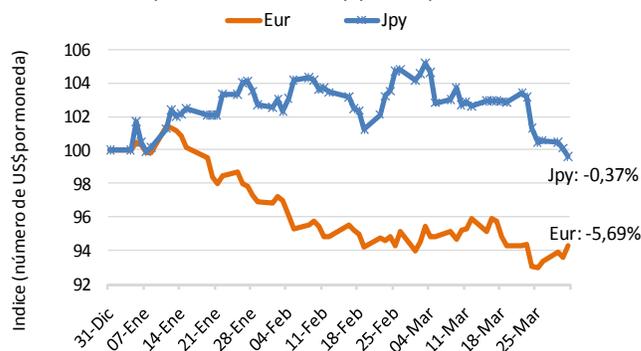
**II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES.**

En el primer trimestre de 2010, los principales bancos centrales decidieron mantener sus respectivas tasas de política monetaria. En Estados Unidos, la tasa de fondos federales se mantuvo 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 0,1%. En el contexto global, en enero y febrero, el Banco Central de China elevó consecutivamente, en 50 puntos base, el monto de los depósitos que los bancos comerciales deben mantener como encaje bancario. Dichas medidas

tuvieron como objetivo continuar estabilizando el crecimiento del crédito en China y reducir las presiones inflacionarias generadas por el ciclo expansivo de su política monetaria. En línea con la persistente preocupación por la situación fiscal de algunos países de Europa, durante marzo los países pertenecientes a la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional (FMI) acordaron un plan de rescate financiero para Grecia. Por otra parte, debido al significativo déficit fiscal registrado por Portugal, la agencia clasificadora de riesgo Fitch Ratings, rebajó la calidad de la deuda soberana de largo plazo de dicho país desde AA hasta AA-.

**Gráfico 1**

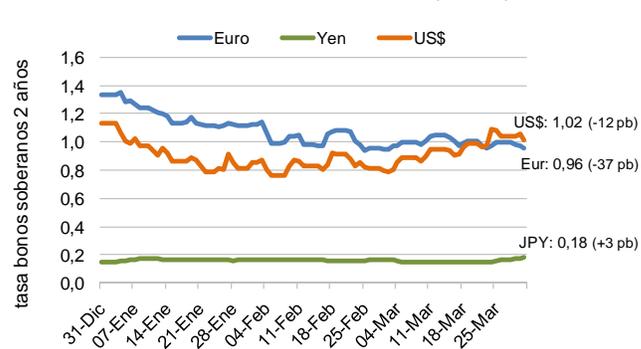
Evolución del tipo de cambio euro y yen respecto al dólar.



Fuente: JPMorgan

**Gráfico 2**

Evolución tasas de interés bonos soberanos (2 años)



Fuente: Bloomberg

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

<sup>2</sup> Mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda.

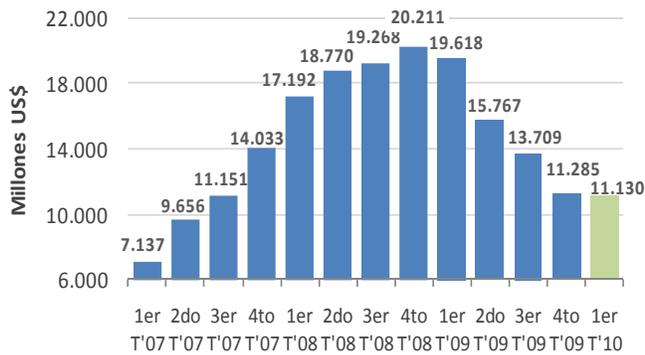
<sup>3</sup> Con la asesoría del Comité Financiero, el Ministro establece la política de inversión de los recursos de dicho fondo.

**III. VALOR DE MERCADO DEL FONDO.**

El stock a precios de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social totalizó US\$11.129,96 millones, al cierre del primer trimestre del año. Comparado con el cierre 2009 el stock registró una disminución de US\$154,83 millones, en términos desagregados esta cifra se descompone en ingresos por intereses devengados equivalentes a US\$55,33 millones, una variación negativa a precios de mercado por US\$209,93 millones y gastos de administración y custodia por US\$0,23 millones.

En febrero, el stock del fondo registró una variación negativa por US\$20,05 millones debido a: un ingreso de interés devengado por US\$17,17 millones, un impacto negativo debido principalmente a la depreciación del euro respecto al dólar por un monto aproximado de US\$57,85 millones, un aporte positivo de las variaciones en las tasas de los instrumentos financieros relevantes por US\$20,68 millones. Finalmente, los costos de administración y custodia de valores totalizaron US\$0,05 millones en el mes

**Gráfico 3**  
Valor del Portafolio del FEES a precios de mercado. (2007 – 2010)

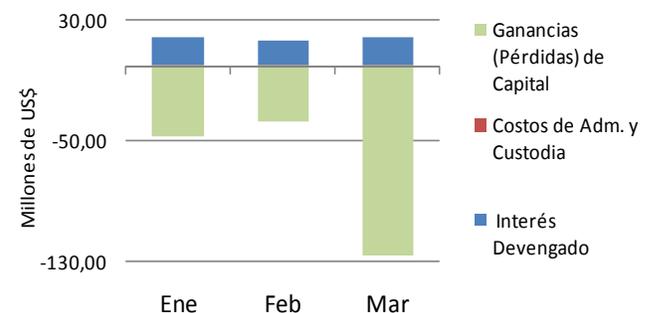


Fuente: Dipres

La evolución mensual del fondo durante el primer trimestre del año, mostró en enero un menor valor de US\$28,00 millones, esta cifra se explicó por: un ingreso de interés devengado por US\$19,20 millones, un impacto negativo principalmente de la depreciación del euro respecto al dólar por un monto aproximado de US\$111,66 millones, un aporte del efecto positivo de las variaciones en las tasas de los instrumentos financieros relevantes por US\$64,51 millones. Finalmente, los costos de administración y custodia de valores totalizaron US\$0,05 millones<sup>4</sup> en el mes.

En marzo, la disminución del stock totalizó US\$106,77 millones, la que se debió a: un ingreso de interés devengado por US\$18,95 millones, a un efecto combinado negativo de la depreciación del yen y euro respecto al dólar y al alza que experimentaron las tasas de interés de los instrumentos relevantes para el FEES, cuyos impactos fueron US\$89,40 millones y US\$36,19 millones respectivamente; en relación a los costos de administración y custodia, estos totalizaron US\$0,13 millones<sup>5</sup> en el período.

**Gráfico 4**  
Cambio en el valor de mercado del portafolio del FEES (1er trimestre 2010)



Fuente: Dipres en base a información de JP Morgan y BCCh.

<sup>4</sup> Mayor detalle se encuentra en cuadro 6.

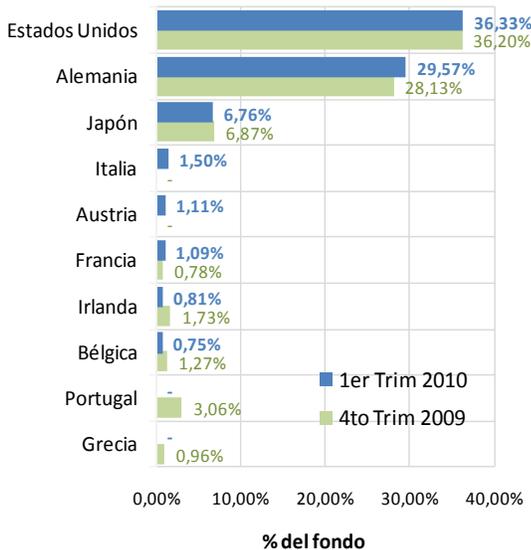
<sup>5</sup> Mayor detalle se encuentra en cuadro 6.

**IV. CARTERA DE INVERSIÓN.**

Al cierre del primer trimestre del total de recursos del FEES, un 77,92% se encontraban invertidos en bonos soberanos y un 22,08% en depósitos bancarios. Al comparar con el cierre de 2009 se observa una disminución de 1,07% en la exposición en bonos soberanos (cuadro 4), mientras que se incrementa en igual proporción la exposición en instrumentos de riesgo bancario -cuyo horizonte de inversión es de corto plazo-.

Al desglosar las inversiones mantenidas en riesgo soberano, se observa que al cierre del primer trimestre Italia y Austria fueron incorporados al portafolio en relación al trimestre anterior, por el contrario se eliminó la exposición en Grecia y Portugal. Se observa también, una mayor exposición en Alemania, Francia y Estados Unidos, y una menor exposición en Irlanda, Bélgica y Japón todos en relación al período anterior.

**Gráfico 5**  
Inversiones en riesgo soberano por país (1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)<sup>6</sup>



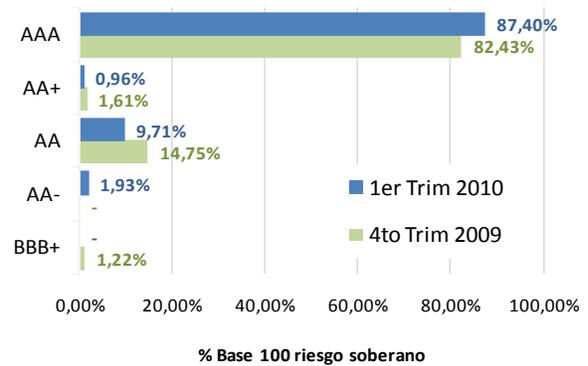
Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan.

<sup>6</sup> En base a información settlement date.

En relación a la clasificación de riesgo de las inversiones soberanas, se observa que al cierre del primer trimestre un 87,40% estaba invertido en instrumentos con categoría AAA; si se compara con el trimestre anterior, se observa un aumento de 4,97% en la exposición de máxima calidad crediticia.

Por otra parte, se aprecia una desinversión en instrumentos de categoría BBB+<sup>7</sup> e inversiones en AA- durante igual período.

**Gráfico 6**  
Inversiones por clasificación de riesgo soberano (1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)<sup>8</sup>



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

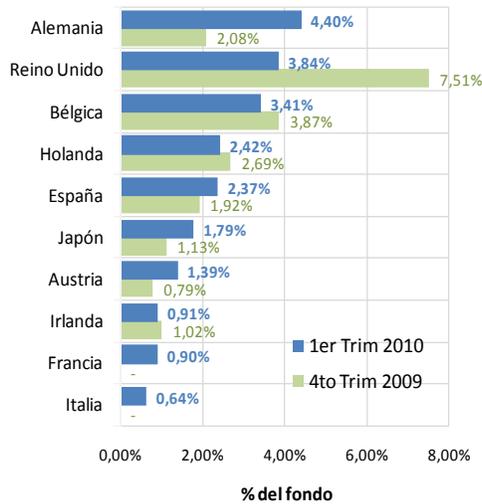
Al observar las inversiones por país mantenidas en instrumentos de riesgo bancario, se puede apreciar que al cierre del primer trimestre el fondo registró una mayor exposición en Alemania, España, Japón, Austria y una menor exposición en Reino Unido, Bélgica, Holanda e Irlanda. Se puede apreciar además, que Francia e Italia fueron incorporadas a este portafolio.

<sup>7</sup> El cierre del trimestre anterior existían posiciones en Grecia, cuya clasificación de riesgo fue bajada a BBB+. Al sobrepasar el límite mínimo de riesgo definido en las directrices de inversión, el Agente Fiscal junto con el Ministerio de Hacienda tomaron las medidas necesarias para eliminar la exposición en dicho país.

<sup>8</sup> En base a información settlement date.

**Gráfico 7**

Inversiones en riesgo bancario por país  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)<sup>9</sup>

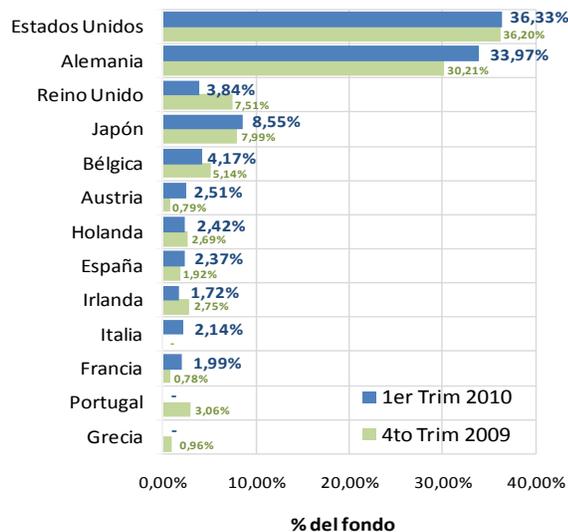


Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan.

En términos consolidados se puede observar que en relación al trimestre anterior, Italia se incorporó al portafolio del FEES y que se eliminaron posiciones en Grecia y Portugal. Por otra parte, se aprecia una mayor exposición en Alemania, Austria, España, Francia y Estados Unidos y una menor exposición en Japón, Irlanda, Bélgica y Holanda.

**Gráfico 8**

Inversiones consolidadas por país  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)<sup>10</sup>



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

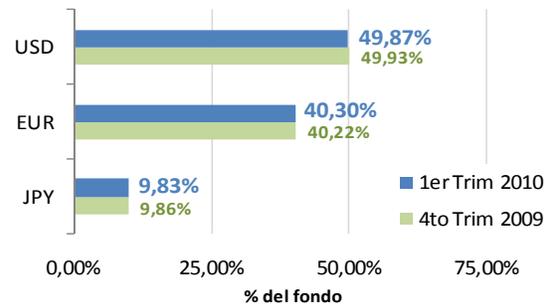
<sup>9</sup> En base a información settlement date.

<sup>10</sup> En base a información settlement date.

Al desagregar las inversiones por moneda, se observa que al cierre del primer trimestre de 2010 US\$5.550,66 millones (49,87%) estaban invertidos en dólares, US\$4.485,07 millones (40,30%) estaban en euros y US\$1.094,22 millones (9,83%) en yenes. Comparado con el trimestre anterior, se aprecia que las posiciones en monedas se mantuvieron sin mayores variaciones.

**Gráfico 9**

Comparación trimestral por monedas  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)



Fuente: Dipres en base a información proporcionada por BCCh.

Desde la perspectiva del horizonte de inversión, la cartera del FEES mostró que la duración promedio de las inversiones financieras al cierre del primer trimestre de 2,48 años, lo que equivale a una permanencia promedio de los instrumentos en la cartera del fondo de 906 días. Respecto al cierre del trimestre anterior, esta cifra registró un avance de 8 días.

**Cuadro 1**

Resumen Histórico del FEES (desde el origen)

Millones de US\$	2007	2008	2009	2010				Resumen Total
				Ene	Feb	Mar	Resumen 1er Trim	
<b>Valor Inicial</b>	0,00	14.032,61	20.210,68	11.284,78	11.256,78	11.236,73	11.284,78	0,00
<b>Aportes</b>	13.100,00	5.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	18.100,00
<b>Retiros</b>	0,00	0,00	-9.277,71	0,00	0,00	0,00	0,00	-9.277,71
<b>* Interés Devengado</b>	326,15	623,95	404,27	19,20	17,17	18,95	55,33	1.409,70
<b>Costos de Adm. y Custodia</b>	-0,35	-1,88	-1,62	-0,05	-0,05	-0,13	-0,23	-4,08
<b><sup>11</sup> Ganancias (Pérdidas) de Capital</b>	606,81	555,99	-50,84	-47,15	-37,17	-125,60	-209,93	902,04
<b>Valor Final</b>	<b>14.032,61</b>	<b>20.210,68</b>	<b>11.284,78</b>	<b>11.256,78</b>	<b>11.236,73</b>	<b>11.129,96</b>	<b>11.129,96</b>	<b>11.129,96</b>

\* incluye los intereses del programa de securities lending.

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

**Cuadro 2**

 Distribución por tipo de riesgo y moneda  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)

Millones de US\$	Moneda Origen	4to Trim 2009	1er Trim 2010	dif.
Soberanos	USD	4.388,91	4.371,07	-17,84
	EUR	3.750,29	3.549,37	-200,92
	YEN	774,76	752,16	-22,60
Bancario	USD	1.245,48	1.179,59	-65,89
	EUR	787,90	935,71	147,81
	YEN	337,45	342,07	4,62
<b>Total</b>		<b>11.284,78</b>	<b>11.129,96</b>	<b>-154,83</b>
<b>Duración (años)</b>		<b>2,46</b>	<b>2,48</b>	<b>0,02</b>
<b>Duración (días)</b>		<b>898</b>	<b>906</b>	<b>8</b>

Fuente: Dipres en base a información proporcionada por BCCh.

**Cuadro 3**

 Distribución por monedas  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)

Distribución por Moneda	4to Trim 2009	1er Trim 2010	Dif.
USD	49,93%	49,87%	-0,06%
EUR	40,22%	40,30%	0,08%
JPY	9,86%	9,83%	-0,02%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>0,00%</b>

Fuente: Dipres en base a información proporcionada por BCCh.

**Cuadro 4**

 Distribución por tipo de riesgo y país<sup>12</sup>  
(1er trim 2010 v/s 4to trim 2009)

Riesgo Soberano	4to Trim 2009	1er Trim 2010	dif
Austria	0,00%	1,11%	1,11%
Bélgica	1,27%	0,75%	-0,52%
Francia	0,78%	1,09%	0,32%
Alemania	28,13%	29,57%	1,44%
Grecia	0,96%	0,00%	-0,96%
Irlanda	1,73%	0,81%	-0,92%
Italia	0,00%	1,50%	1,50%
Japón	6,87%	6,76%	-0,11%
Portugal	3,06%	0,00%	-3,06%
Estados Unidos	36,20%	36,33%	0,13%
<b>Total</b>	<b>78,99%</b>	<b>77,92%</b>	<b>-1,07%</b>

Riesgo Bancario	4to Trim 2009	1er Trim 2010	dif
Alemania	2,08%	4,40%	2,32%
Austria	0,79%	1,39%	0,60%
Bélgica	3,87%	3,41%	-0,45%
España	1,92%	2,37%	0,45%
Francia	0,00%	0,90%	0,90%
Holanda	2,69%	2,42%	-0,26%
Irlanda	1,02%	0,91%	-0,11%
Italia	0,00%	0,64%	0,64%
Japón	1,13%	1,79%	0,66%
Reino Unido	7,51%	3,84%	-3,66%
<b>Total</b>	<b>21,01%</b>	<b>22,08%</b>	<b>1,07%</b>

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

<sup>11</sup> Las ganancias (pérdidas) de capital en el FRP se producen por las variaciones que experimentan el tipo de cambio y las tasas de interés de mercado de los instrumentos en los cuales se encuentran invertidos los recursos del fondo, en un período determinado.

<sup>12</sup> En base a información settlement date.

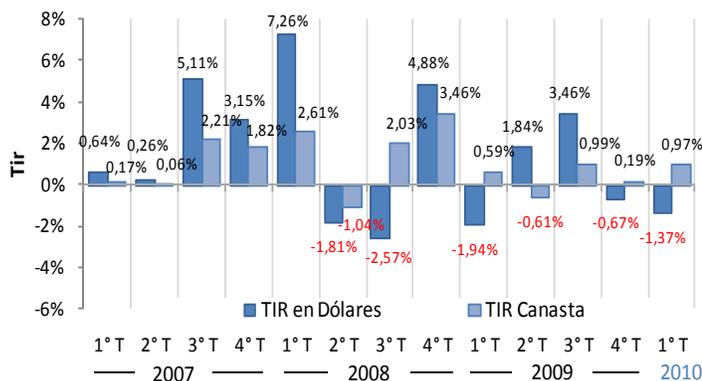
**V. RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.**

**V.1. Rendimiento**

El indicador utilizado para medir el rendimiento de la cartera es la Tasa Interna de Retorno TIR<sup>13</sup>, que permite conocer el retorno efectivo que los inversionistas perciben. Este indicador considera todos los flujos del período.

La TIR del fondo durante el primer trimestre del año fue -1,37% - medido en dólares-, rendimiento explicado principalmente por la depreciación del euro y el yen frente al dólar, cuyo efecto contribuyó -2,34%. Por su parte, el efecto de la caída de las tasas de interés impactó en 0,97% a la TIR del fondo, en igual período.

**Gráfico 10**  
TIR Trimestral en dólares  
(desde el origen)



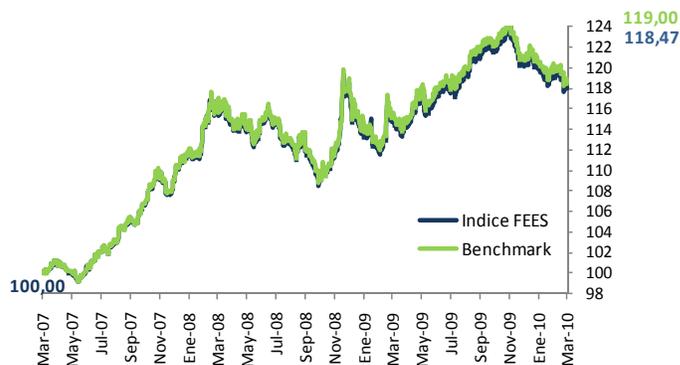
Fuente: Dipres en base a información proporcionada por JP Morgan y BCCh.

**V.2. Desempeño**

El desempeño del FEES es medido por el indicador *Time Weighted Rate of Return TWRR*<sup>14</sup>, el cual permite realizar mediciones de desempeño de la cartera de inversión comparado con el rendimiento de un *benchmark* (BMK). Para estos efectos, se construye un índice que recoge las variaciones diarias en el valor de mercado del portafolio expresado en dólares.

En el caso del FEES, este indicador se comenzó a construir a fines del primer trimestre de 2007 y su base de medición comienza el 31 de marzo de dicho año. Por lo tanto, para efectos de comparación con su *BMK*<sup>15</sup> se estableció como fecha de inicio del fondo el 31 de marzo de 2007.

**Gráfico 11**  
Evolución del Índice TWRR del FEES vs Benchmark  
(Índice 31 marzo 2007 = 100)



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

El índice mostró un retorno de -1,37% en el primer trimestre de 2010, en comparación al -1,40% exhibido por el *BMK*. En términos relativos, esto significó que el FEES durante el período obtuvo un desempeño de +3 pbs.

Al comparar estos resultados desde el inicio, se puede observar que el retorno logrado por el FEES fue de 5,81%, obteniendo en el mismo período, un desempeño de -16 pbs respecto a su *BMK*.

<sup>13</sup> Ver Glosario.

<sup>14</sup> Ver Glosario.

<sup>15</sup> Ver anexo VIII.4.

No obstante lo anterior, al incorporar al análisis el riesgo asociado a la inversión, se observa que los retornos del FEES medidos desde el inicio presentan una menor variabilidad que su *BMK*, lo que muestra una administración un poco más conservadora por parte del agente fiscal. Al realizar un ajuste al retorno por unidad de riesgo se observa que el FEES está por debajo del *BMK* en 2 pbs.

**Cuadro 5**

Indicadores de rentabilidad y riesgo

Indicadores de Rentabilidad	1er T'10	desde inicio <sup>1</sup>
TIR <sup>2</sup>	-1,37%	5,44%
TWRR	-1,37%	5,81%
Benchmark	-1,40%	5,96%
Exceso Retorno	0,03%	-0,16%
Canasta FEES (TWRR)	0,94%	4,56%
Canasta BMK (TWRR)	0,92%	4,72%
Retorno Ajustado por Unidad de Riesgo	1er T'10	desde inicio <sup>1</sup>
TWRR FEES	-0,52	0,90
Benchmark	-0,51	0,92

<sup>1</sup> 31-03-2007

Fuente: Dipres

<sup>2</sup> 06-03-2007

Indicadores de Riesgo	1er T'10 <sup>2</sup>	desde inicio <sup>1</sup>
Desviación Estandar FEES	2,66%	6,43%
Desviación Estandar BMK	2,72%	6,49%
Tracking Error ex-post	-	0,18%
Razón de Información	-	-0,88

<sup>1</sup> 31-03-2007

Fuente: Dipres

<sup>2</sup> Considera los últimos 12 meses expresado en términos trimestral

**VI. OTROS FLUJOS.**

**VI.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\$296.221.

**VI.2. Costos**

En el período la administración y custodia de valores generaron costos para el fondo por un total de US\$228.662, de los cuales US\$126.600 corresponden al pago de los servicios de administración que realiza el BCCh y US\$102.062 correspondientes al pago de los servicios de custodia de valores que realiza el Banco JP Morgan.

**Cuadro 6**  
Resumen Otros Flujos del Trimestre

Otros Flujos en US\$	1er Trim
<b>Administración (BCCh)</b>	-126.600
<b>Custodio (JP Morgan)</b>	-102.062
<b>Otros</b>	0
<b>Costos Totales</b>	-228.662
<b>Securities Lending</b>	296.221
<b>Total Otros Flujos</b>	<b>67.560</b>

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

## VII. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES.

### VII.1. Panorama General

Durante el primer trimestre de 2010, 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 0,1%.

En el contexto económico mundial, importantes noticias captaron la atención en los mercados financieros. En enero y febrero, el Banco Central de China decidió elevar consecutivamente, en 50 puntos base, el monto de los depósitos que los bancos comerciales deben mantener como encaje bancario. Dichas medidas tuvieron como objetivo continuar estabilizando el crecimiento del crédito en China y reducir las presiones inflacionarias generadas por el ciclo expansivo de su política monetaria<sup>16</sup>.

Por su parte, debido a las mejores condiciones económicas observadas en los últimos meses, durante febrero la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) decidió incrementar en 50 puntos base la tasa de descuento aplicada para préstamos de emergencia a las entidades financieras, poniendo fin a una de las medidas extraordinarias de apoyo al crédito que dispuso el Gobierno de Estados Unidos para enfrentar la crisis financiera internacional.

En línea con la persistente preocupación por la situación fiscal de algunos países de Europa, durante marzo los países pertenecientes a la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional (FMI) acordaron un plan de rescate financiero para Grecia, que contempla, en caso que dicho país así lo requiera, recursos que permitan hacer frente a sus necesidades financieras. En este contexto, Grecia realizó una nueva emisión de bonos por 5 mil millones de euros, a través de la cual podrá recaudar una fracción de los

€ 24 mil millones que necesita para pagar sus obligaciones de más corto plazo, cuyos vencimientos se encuentran entre abril y mayo de 2010. Por otra parte, debido al significativo déficit fiscal registrado por Portugal, que durante el año 2009 alcanzó al 9,3% de su PIB, la agencia clasificadora de riesgo Fitch Ratings, rebajó la calidad de la deuda soberana de largo plazo de dicho país desde AA hasta AA-.

Durante el primer trimestre de 2010, 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.

### VII.2. Principales Desarrollos Macroeconómicos

#### • Estados Unidos

Los principales indicadores de confianza<sup>17</sup> de Estados Unidos presentaron un comportamiento mixto respecto de las cifras publicadas en el cuarto trimestre de 2009, sin perjuicio de lo cual, estas aún se mantienen en niveles históricamente bajos.

Durante el primer trimestre de 2010, el Índice de Indicadores Líderes (Leading Index)<sup>18</sup> presentó lecturas positivas, anticipando mejores signos en las condiciones económicas de Estados Unidos. Por su parte, la producción industrial mostró, en promedio, un aumento mensual de 0,5%, que confirma la recuperación iniciada por este sector desde el tercer trimestre de 2009. En el mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó desde 10% hasta 9,7%. En línea con lo anterior, durante el trimestre se crearon, en promedio, 54 mil puestos de trabajo por mes. Respecto de la evolución del nivel de precios, la inflación anual registró un descenso, al disminuir

<sup>16</sup> Estas medidas corresponden a los primeros incrementos en el ratio de reservas bancarias desde el inicio de la crisis financiera internacional.

<sup>17</sup> Se refiere al *University of Michigan Survey of Consumer Confidence Sentiment y al Conference Board Consumer Confidence*.

<sup>18</sup> El Índice de Indicadores Líderes corresponde a un indicador que tiene como objetivo adelantar la dinámica.

desde 2,7% hasta 2,3%, mientras que la inflación subyacente anual se redujo desde 1,8% hasta 1,1%.

Por otra parte, 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 disminuyó 12 puntos base, mientras que el rendimiento asociado al instrumento de diez años hizo lo propio en 1 punto base. En términos generales, se observó una reducción en el nivel de tasas de interés donde, en promedio, el rendimiento de los bonos estadounidenses cayó 7 puntos base.

#### • Zona Euro

En Europa, los indicadores de confianza<sup>19</sup> económica, servicios e industria presentaron alzas, mientras que el indicador de confianza asociado a consumo, registró una leve contracción respecto de la medición de cierre del cuarto trimestre de 2009.

Los indicadores de actividad asociados a los sectores de servicios y manufacturas<sup>20</sup> continuaron presentando lecturas positivas durante el primer trimestre de 2010, reforzando la tendencia observada desde el segundo trimestre de 2009. Por su parte, durante el periodo, se observó un repunte en la producción industrial<sup>21</sup>, al incrementarse la medición anual de este indicador desde -3,9% hasta 4,1%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se incrementó desde 9,9% hasta 10%, su mayor nivel desde 1998. Respecto del nivel de precios, se registró un alza en la inflación anual, desde 0,9% hasta 1,4%. En tanto, la inflación subyacente anual se redujo levemente desde 1,1% hasta 1,0%.

En la Zona Euro, se produjo un empinamiento en la curva de rendimiento<sup>22</sup>. Se observó que el

rendimiento del bono alemán a dos años a madurez disminuyó 37 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años hizo lo propio en 30 puntos base. En términos generales, se observó un desplazamiento a la baja en las tasas de interés para todos los tramos de madurez entre 2 y 10 años donde, en promedio, el rendimiento de los bonos alemanes cayó 33 puntos base.

#### • Japón

Los principales indicadores de confianza de Japón<sup>23</sup> presentaron alzas respecto de los niveles alcanzados al finalizar el cuarto trimestre de 2009. No obstante, éstos aún se encuentran en niveles históricamente bajos, revelando la desconfianza existente en los consumidores respecto del repunte de la economía japonesa.

La producción industrial<sup>24</sup> mostró un repunte, al incrementar su expansión anual desde 5,1% hasta 31,3%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó desde 5,2% hasta 4,9%, en línea con lo esperado por el mercado. Respecto del nivel de precios, la inflación anual se corrigió al alza, disminuyendo su contracción desde -1,7%, observada al cierre del cuarto trimestre de 2009, hasta -1,1%. Finalmente, la inflación subyacente anual disminuyó su contracción desde -1,2% hasta -1,1%.

Durante el primer trimestre de 2010, se observó un empinamiento en la curva de rendimiento japonesa. Esta situación se vio reflejada en que el rendimiento del bono de Gobierno a dos años se incrementó en 3 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años aumentó en 11 puntos base. En términos generales, se observó un desplazamiento al alza en las tasas de interés para todos los tramos de madurez, donde, en promedio, el rendimiento de los bonos japoneses aumentó 8 puntos base.

<sup>19</sup> Se refiere a indicadores de confianza de la Zona Euro publicados por la *European Comisión*.

<sup>20</sup> Se refiere al *Eurozone Services PMI Markit Survey, EC Composite PMI Output y Eurozone Manufacturing PMI Markit Survey Ticker*.

<sup>21</sup> Las cifras de producción industrial y desempleo para la Zona Euro corresponden a las observadas hasta el febrero de 2010 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

<sup>22</sup> Se refiere a la curva de rendimiento cuya nomenclatura en *Bloomberg* es *EUR German Sovereign*.

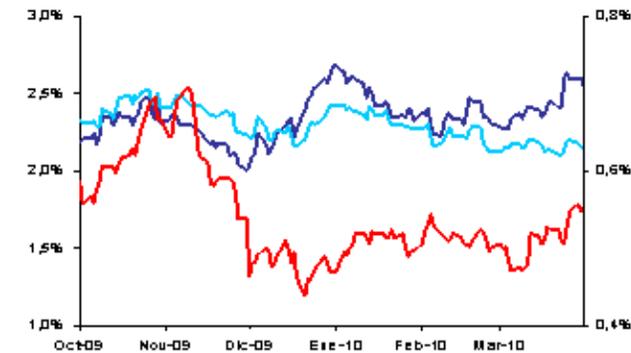
<sup>23</sup> Se refiere al *Japan Consumer Confidence Overall Nationwide NSA, Japan Consumer Confidence Households NSA*.

<sup>24</sup> Las cifras de producción industrial, desempleo e inflación para Japón corresponden a las observadas hasta febrero de 2010 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

**VII.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 de 5 años a madurez. Por una parte, tanto Estados Unidos como Europa, presentaron disminuciones en sus tasas de interés de referencia, mientras que Japón registró un incremento en el instrumento de madurez equivalente. (gráfico 12).

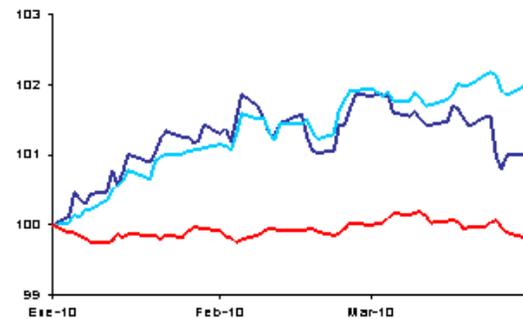
**Gráfico 12**  
Tasa de interés bonos soberanos 5 años.  
Azul: Estados Unidos  
Celeste: Europa  
Rojo: Japón (eje secundario)



Fuente: Bloomberg

En línea con lo anterior, tanto Estados Unidos como Europa exhibieron retornos totales positivos, mientras que Japón presentó un desempeño negativo (gráfico 13).

**Gráfico 13**  
Retorno Total (Índice JP Morgan 1-10 años plazo).  
100 = 30-09-2009  
Azul: Estados Unidos  
Celeste: Europa  
Rojo: Japón



Fuente: JP Morgan

**VII.4. Principales Spreads entre Instrumentos de Cartera**

El spread de Agencias a 5 años plazo presentó una caída de 7 puntos base durante el transcurso del primer trimestre de 2010 (gráfico 14). En este contexto, se observa que los bonos de Agencia a 5 años rentaron<sup>25</sup> menos que los bonos del Gobierno de Estados Unidos de igual madurez, pese a la caída en el spread entre ambos instrumentos.

Por otra parte, los bonos indexados a inflación (TIPS) de Estados Unidos lograron una menor rentabilidad que los bonos del Tesoro (nominales) de madurez equivalente<sup>26</sup>. Esta situación se vio reflejada en la evolución del spread de TIPS<sup>27</sup>, el cual disminuyó en 16 puntos base (gráfico 14).

<sup>25</sup> Durante el primer trimestre de 2010, el retorno de los bonos de Agencias en Estados Unidos a 5 años de madurez (6,4%), resultó ser inferior al retorno de los bonos del Gobierno de Estados Unidos de madurez equivalente (7,0%).

<sup>26</sup> Durante el primer trimestre de 2010, el retorno de los bonos indexados a inflación a 5 años de madurez (1,2%), resultó ser inferior al retorno de los bonos de Gobierno a igual madurez (7,0%).

<sup>27</sup> Spread TIPS: Rendimiento bono US Treasury menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

**Gráfico 14**

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)



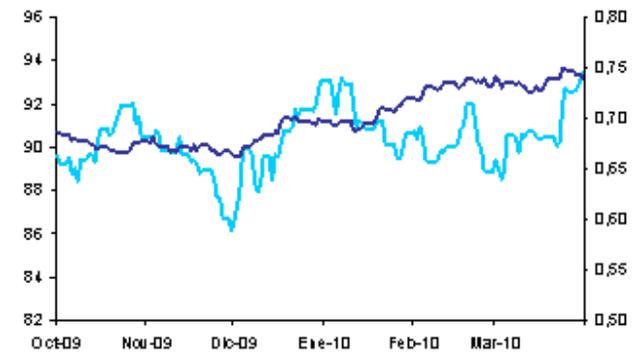
Fuente: Bloomberg

**VII.5. Paridades**

Durante el primer trimestre de 2010, el euro se depreció 5,69% frente al dólar de los Estados Unidos, mientras que el yen se depreció, frente a esa misma moneda, 0,37% (gráfico 15). Como consecuencia, la paridad cruzada yen/euro registró una depreciación de 5,34% para el mismo periodo.

**Gráfico 15**

Evolución de Tipo de Cambio  
(Moneda por dólar)  
Azul: Euro (eje secundario)  
Celeste: Yen



Fuente: JP Morgan

**VIII. ANEXO.**

**VIII.1. Posiciones en Instituciones Financieras**

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

**Instituciones Financieras con depósitos al 1er trim 2010**

1	ABN AMRO Bank
2	Allied Irish Banks PLC
3	Banca Monte dei Paschi di Siena
4	Banco Santander Central Hispano SpA
5	Bank of Ireland
6	Bank of Scotland PLC
7	Barclays Bank PLC
8	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG
9	Bayerische Landesbank
10	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid
11	Credit Industriel et Commercial
12	Dexia Bank Belgium SA
13	Erste Group Bank AG
14	Fortis Bank
15	HSH Nordbank AG
16	ING Bank NV
17	KBC Bank NV
18	Landesbank Baden-Wuerttemberg
19	Lloyds TSB Bank PLC
20	Mizuho Corp Bank
21	Norddeutsche Landesbank Girozentrale
22	Raiffeisen Zentralbank Oesterreich
23	The Royal Bank Of Scotland PLC

Fuente: JP Morgan

**VIII.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 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:

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.

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

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

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

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

- **Tasa Interna de Retorno**

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

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

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

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

Las tasas de retorno calculadas con el método iterativo de la TIR, se ven afectadas por el *timing* y la magnitud de los flujos netos de caja realizados durante el periodo<sup>28</sup>.

- **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 TWRR<sup>29</sup> 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 costos<sup>30</sup> e ingresos del securities lending.

$$TWR_{\text{periodo}} = \prod_i^{\text{periodo}} (1 + r_i) - 1$$

En que:

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

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.

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

<sup>30</sup> Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

- **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.

#### **VIII.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.

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

<b>Estructura</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>JPY</b>	<b>Total</b>
<b>Mercado Monetario (*)</b>	<b>15,00%</b>	<b>12,00%</b>	<b>3,00%</b>	<b>30,00%</b>
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%
<b>Bonos Soberanos Nominales</b>	<b>31,50%</b>	<b>28,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>66,50%</b>
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%
<b>Bonos Soberanos Indexados</b>	<b>3,50%</b>			<b>3,50%</b>
Barclays Capital Global Inflación-Linked US TIPS Index 1-10 años	3,50%			
<b>Total</b>	<b>50,00%</b>	<b>40,00%</b>	<b>10,00%</b>	<b>100,00%</b>

- **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 Libid<sup>31</sup> 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:

$$Ret\_TBill_t = 7,5\% \cdot \left( \frac{ML\_TBill_t^{USD}}{ML\_TBill_{t-1}^{USD}} - 1 \right) + 6,0\% \cdot \left( \frac{ML\_TBill_t^{EUR}}{ML\_TBill_{t-1}^{EUR}} - 1 \right) + 1,5\% \cdot \left( \frac{ML\_TBill_t^{JPY}}{ML\_TBill_{t-1}^{JPY}} - 1 \right)$$

<sup>31</sup> Por convención la Libid se construye utilizando las tasas Libor, menos 1/8 o 0,125.

• **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:

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

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

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:

$$Ret\_BNom_t \text{ ó } Ret\_Bcls_t = Ret\_BNom\_USD_t + Ret\_BNom\_EUR_t + Ret\_BNom\_JPY_t$$

- **Cálculo del comparador para bonos indexados a inflación**

El comparador para bonos indexados es simplemente:

$$Ret\_TIPS_t = 3,5\% \times \left( \frac{Idx\_TIPS_t}{Idx\_TIPS_{t-1}} - 1 \right)$$

- **Cálculo del comparador de los fondos**

El retorno diario del comparador para los fondos es:

$$Ret\_Libid_t + Ret\_TBill_t + Ret\_BNom_t + Ret\_TIPS_t$$

- **Fórmula para el ajuste por tipo de cambio**

El ajuste por tipo de cambio se deriva de:

$$retorno\_activo_t^{EUR} [EUR] = \frac{activo_t^{EUR}}{activo_{t-1}^{EUR}} - 1 \tag{1}$$

$$retorno\_euro_t = \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \tag{2}$$

$$retorno\_activo_t^{EUR} [USD] = \frac{activo_t^{EUR} \cdot EUR_t}{activo_{t-1}^{EUR} \cdot EUR_{t-1}} - 1 = \frac{activo_t^{EUR}}{activo_{t-1}^{EUR}} \cdot \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \tag{3}$$

Reemplazando (1) en (3):

$$retorno\_activo_t^{EUR} [USD] = \left( 1 + retorno\_activo_t^{EUR} [EUR] \right) \cdot \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \tag{4}$$

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

$$retorno\_activo_t^{EUR} [USD] = \left( 1 + retorno\_activo_t^{EUR} [EUR] \right) \cdot \left( 1 + retorno\_euro_t \right) - 1 \tag{5}$$

IX. GLOSARIO<sup>32</sup>

**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.

<sup>32</sup> Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

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

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

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

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

**Punto base:** Corresponde a una centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio en la tasa de interés.

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

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

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

**Riesgo:** La posibilidad de sufrir daño o pérdidas. La variabilidad en el retorno de una inversión.

**Riesgo bancario:** Riesgo asociado a la inversión en instrumentos financieros bancarios. Hace referencia a los distintos riesgos que enfrentan las

instituciones bancarias cuando llevan a cabo sus actividades. Normalmente, este varía dependiendo del tipo de negocios que desarrolle dicha institución. Algunos riesgos que enfrentan son: crediticio, liquidez, cambiario y de tasa de interés.

**Riesgo de contraparte:** Riesgo que nace de la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones adquiridas por parte de la contraparte en alguna operación financiera.

**Riesgo de crédito:** Riesgo asociado a que un emisor no honre una obligación por su valor completo, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. En los sistemas de intercambio de valores, la definición por lo general incluye el riesgo de coste de reposición o reemplazo y el riesgo de principal.

**Riesgo de liquidez:** El riesgo asociado a que una contraparte (o un participante en un sistema de liquidación) no liquide una obligación por su valor total cuando ésta vence. El riesgo de liquidez no implica que una contraparte o participante sea insolvente, dado que existe la posibilidad de que pueda liquidar sus obligaciones de débito en una fecha posterior no determinada.

**Riesgo de mercado:** Es el riesgo en que el valor de una inversión puede verse disminuida debido a movimientos en factores de mercado.

**Riesgo operativo:** El riesgo de que deficiencias en los sistemas de información o en los controles internos puedan resultar en pérdidas inesperadas.

**Riesgo soberano:** Riesgo que nace de la inversión en instrumentos soberanos. Usualmente es utilizado para referirse a la calificación de riesgo dada a un Estado soberano. Esta calificación es la opinión emitida por entidades especializadas en evaluar riesgos, sobre la posibilidad de que un Estado cumpla adecuadamente sus obligaciones financieras. Para ello, se basan en factores como el historial de pagos, la estabilidad política, las condiciones económicas y la voluntad de repagar deudas.

**Riesgo supranacional:** Riesgo de no pago de un emisor de carácter oficial multilateral.

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

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

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

**Time Weighted Rate of Return (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.