



# FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Junio de 2010

INDICE

<b>I.</b>	<b>Antecedentes.....</b>	<b>3</b>
<b>II.</b>	<b>Resumen Mercados Relevantes.....</b>	<b>3</b>
<b>III.</b>	<b>Valor de Mercado del Fondo. ....</b>	<b>4</b>
<b>IV.</b>	<b>Cartera de Inversión.....</b>	<b>5</b>
<b>V.</b>	<b>Rentabilidad de la Cartera de Inversión.....</b>	<b>8</b>
	V.1. RENDIMIENTO Y DESEMPEÑO .....	8
<b>VI.</b>	<b>Otros Flujos.....</b>	<b>10</b>
	VI.1. SECURITIES LENDING .....	10
	VI.2. COSTOS.....	10
<b>VII.</b>	<b>Evolución de Mercados Relevantes. ....</b>	<b>11</b>
	VII.1. PANORAMA GENERAL.....	11
	VII.2. PRINCIPALES DESARROLLOS MACROECONÓMICOS.....	11
	VII.3. MERCADO DE RENTA FIJA .....	12
	VII.4. PRINCIPALES SPREADS ENTRE INSTRUMENTOS DE CARTERA.....	13
	VII.5. PARIDADES .....	14
<b>VIII.</b>	<b>Anexo. ....</b>	<b>15</b>
	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
<b>IX.</b>	<b>Glosario .....</b>	<b>24</b>

**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 sean invertidos 100% en instrumentos de renta fija internacional con calidad crediticia tal como se indica en anexo VIII.2.

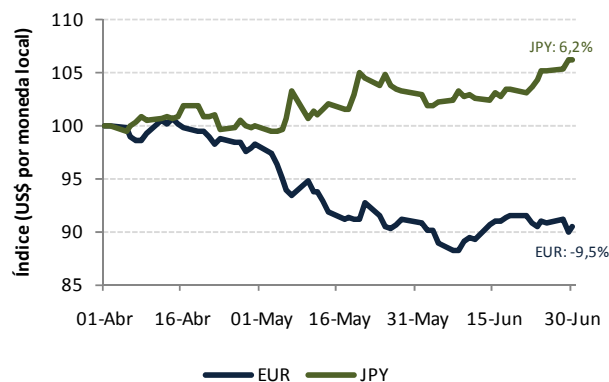
Adicionalmente, el informe incorpora una revisión de los mercados relevantes en donde se encuentran invertidos los recursos del Fondo, la cual es elaborada por el BCCh en su calidad de Agente Fiscal (sección VII).

**II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES.**

El segundo trimestre de 2010 se caracterizó por la fuerte depreciación que experimentó el euro con respecto al dólar de Estados Unidos (9,5%). Al contrario, el Yen se apreció en 6,2% con respecto a la misma moneda (gráfico 1). Por otra parte, durante este periodo se experimentó una caída generalizada en el nivel de tasas de interés (gráfico 2), que obedeció, principalmente, a la creciente aversión al riesgo generada por la situación fiscal que experimentan algunos países europeos y las preocupaciones por el crecimiento a nivel mundial. Es importante destacar que durante este trimestre los principales bancos centrales decidieron mantener

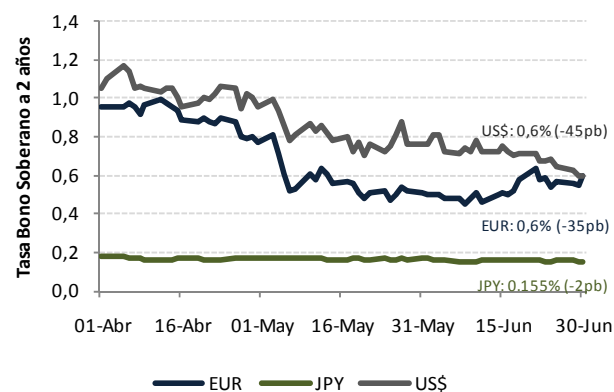
sus respectivas tasas de política monetaria para hacer frente a la incertidumbre existente en el mercado respecto al crecimiento de las economías.

**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.

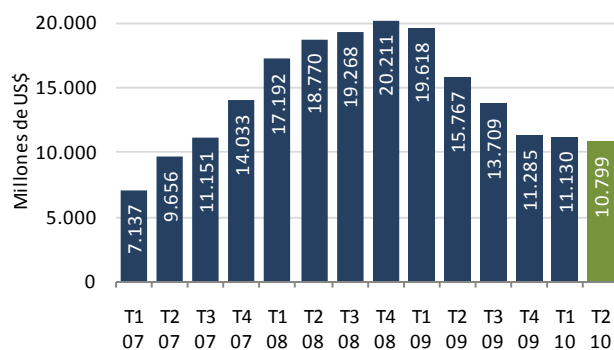
<sup>2</sup> Mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda.

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

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

El valor de mercado del FEES totalizó US\$10.799,0 millones al cierre del segundo trimestre de 2010. Comparado con el cierre del primer trimestre, el valor registró una disminución de US\$330,9 millones. Este menor valor se debe a pérdidas de capital de US\$228,5 millones, el retiro de US\$150,0 millones para financiar el aporte al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y gastos de administración y custodia de US\$0,4 millones. Lo anterior fue compensado en parte por intereses devengados de US\$47,9 millones.

**Gráfico 3**  
Valor de Mercado del FEES (2007 – 2010)



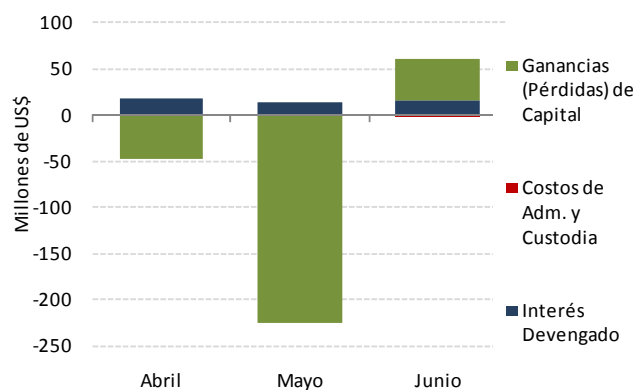
Fuente: Ministerio de Hacienda

Durante el mes de abril, el valor del fondo experimentó una disminución de US\$29,8 millones, esta cifra se explica principalmente por pérdidas de capital de US\$47,5 millones compensada en parte por un ingreso de interés devengado de US\$17,7 millones.

En mayo, el valor del fondo registró una variación negativa de US\$212,4 millones debido a pérdidas de capital por un monto de US\$226,1 millones, compensada en parte por un ingreso de interés devengado de US\$13,7 millones.

En junio, el valor de mercado del fondo sufrió una disminución de US\$88,7 millones principalmente por el retiro de US\$150,0 millones para financiar el FRP y, en menor medida, por costos de administración y custodia<sup>4</sup> por US\$0,4 millones. Los ingresos por interés devengado de US\$16,5 millones y las ganancias de capital de US\$45,1 millones compensaron en parte esa disminución.

**Gráfico 4**  
Cambio en el valor de mercado del FEES  
(Segundo trimestre 2010)



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

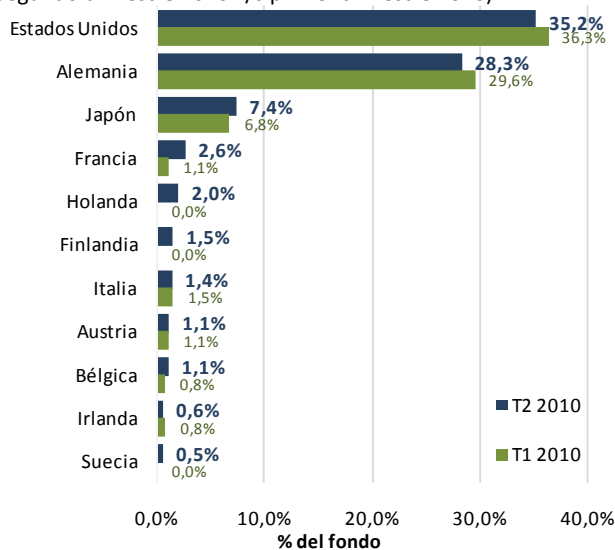
<sup>4</sup> Mayor detalle en el cuadro 6

**IV. CARTERA DE INVERSIÓN.**

Al cierre del segundo trimestre, del total de recursos del FEES, un 81,8% se encontraban invertidos en instrumentos de riesgo soberano, un 16,7% en instrumentos de riesgo bancario y un 1,5% en instrumentos supranacionales. Al comparar estos valores con el cierre del primer trimestre (cuadro 4), se observa un aumento de 3,9% en la exposición al riesgo soberano, una disminución de 5,4% al riesgo bancario y un aumento de 1,5% en instrumentos supranacionales.

Al desglosar las inversiones mantenidas en riesgo soberano, se observa que, en comparación con el cierre del trimestre anterior, se agregaron instrumentos de Holanda, Finlandia y Suecia. El gráfico 5 presenta la exposición a cada país en el segundo y primer trimestre.

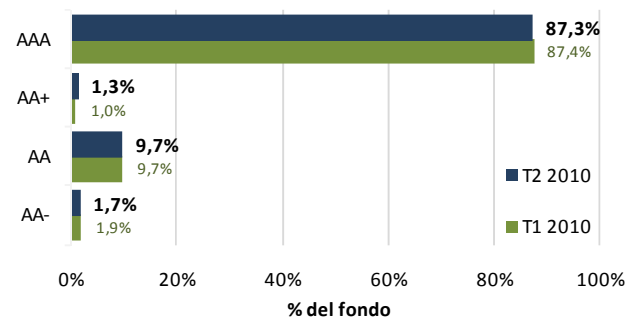
**Gráfico 5**  
Inversiones en riesgo soberano por país  
(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)<sup>5</sup>



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

En relación a la clasificación de riesgo de las inversiones en riesgo soberano, se observa que al cierre del segundo trimestre un 87,3% estaba invertido en instrumentos con categoría AAA, sin mostrar variaciones relevantes con respecto al cierre del primer trimestre del año. En el gráfico 6 se observa la exposición soberana por clasificación de riesgo de los instrumentos y su comparación con respecto al primer trimestre.

**Gráfico 6**  
Inversiones por clasificación de riesgo soberano  
(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)<sup>5</sup>



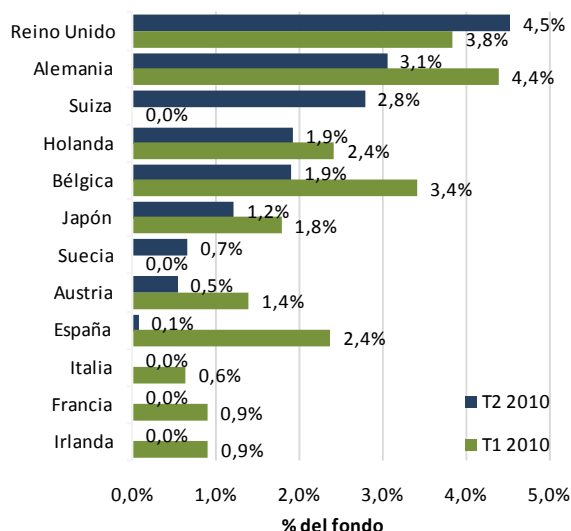
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Al observar las inversiones por país mantenidas en instrumentos de riesgo bancario, se puede apreciar que al cierre del segundo trimestre se eliminó la exposición a Italia, Francia e Irlanda que existía al cierre del primer trimestre. Por otra parte, durante el segundo trimestre se sumaron instrumentos de Suecia y Suiza, que no existían al cierre del primer trimestre. En el gráfico 7 se puede observar la comparación entre el segundo y primer trimestre de la exposición bancaria por país.

<sup>5</sup> En base a información settlement date.

**Gráfico 7**

Inversiones en riesgo bancario por país  
(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)<sup>6</sup>



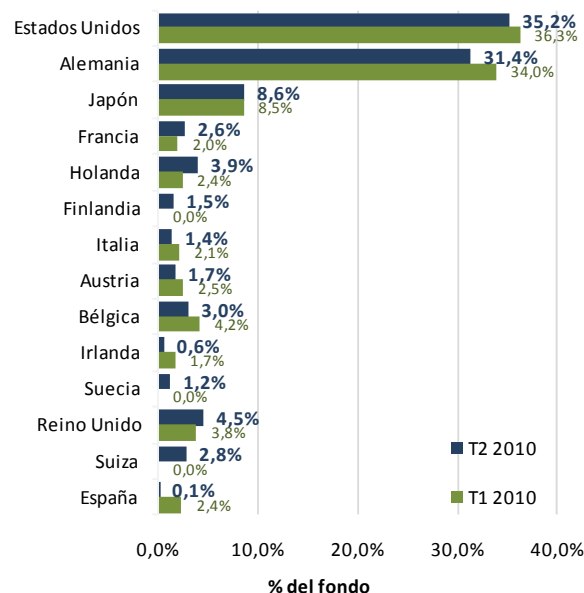
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

En términos consolidados se puede observar (gráfico 8) que cerca del 60% de la exposición de la cartera es a Estados Unidos y Alemania, correspondiente principalmente a papeles soberanos. Por otra parte, se puede observar que en relación al trimestre anterior, se incorporaron inversiones en Finlandia, Suecia y Suiza.

Al desagregar las inversiones por moneda, se observa que al cierre del segundo trimestre de 2010 US\$5.320,1 millones (49,3%) estaban invertidos en dólares, US\$4.361,9 millones (40,4%) estaban en euros y US\$1.117,1 millones (10,3%) en yenes. Comparado con el trimestre anterior, se aprecia una leve sobreexposición del yen y euro, en desmedro del dólar (gráfico 9).

**Gráfico 8**

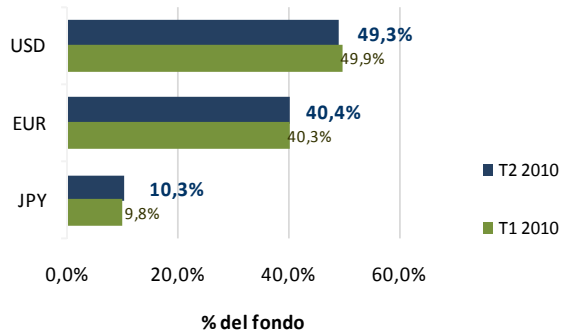
Inversiones consolidadas por país  
(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)<sup>6</sup>



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

**Gráfico 9**

Comparación trimestral por monedas  
(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)



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

La cartera del FEES mostró, al cierre del segundo trimestre, una duración promedio de las inversiones financieras 2,31 años, lo que equivale a una permanencia promedio de los instrumentos en la cartera del fondo de 844 días. Respecto al cierre del trimestre anterior, esta cifra representa una disminución de alrededor de 2 meses.

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

**Cuadro 1**

## Resumen Histórico del FEES

Millones de US\$	2007	2008	2009	2010					Resumen Total
				T1	Abril	Mayo	Junio	Resumen T2	
<b>Valor Inicial</b>	0,0	14.032,6	20.210,7	11.284,8	11.130,0	11.100,1	10.887,8	11.130,0	0,0
<b>Aportes</b>	13.100,0	5.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18.100,0
<b>Retiros</b>	0,0	0,0	-9.277,7	0,0	0,0	0,0	-150,0	-150,0	-9.427,7
<b>Interés Devengado</b>	326,1	624,0	404,3	55,3	17,7	13,7	16,5	47,9	1.457,6
<b>Ganancias (Pérdidas) de Capital</b>	606,8	556,0	-50,8	-209,9	-47,5	-226,1	45,1	-228,5	673,6
<b>Costos de Adm. y Custodia</b>	-0,3	-1,9	-1,6	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-4,5
<b>Valor Final</b>	14.032,6	20.210,7	11.284,8	11.130,0	11.100,1	10.887,8	10.799,0	10.799,0	10.799,0

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

**Cuadro 2**

## Distribución por tipo de riesgo y moneda

(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)

Millones de US\$	Moneda Origen	T1 2010	T2 2010	Diferencia
Soberanos	USD	4.371,1	4.524,0	153,0
	EUR	3.549,4	3.513,4	-36,0
	YEN	752,2	796,9	44,7
Bancario	USD	1.179,6	633,2	-546,4
	EUR	935,7	848,5	-87,2
	YEN	342,1	320,2	-21,9
Supranacional	USD	0,0	162,8	162,8
	EUR	0,0	0,0	0,0
	YEN	0,0	0,0	0,0
Total por Moneda	USD	5.550,7	5.320,1	-230,5
	EUR	4.485,1	4.361,9	-123,2
	YEN	1.094,2	1.117,1	22,8
<b>Total</b>		<b>11.130,0</b>	<b>10.799,0</b>	<b>-330,9</b>
<b>Duración (años)</b>		<b>2,48</b>	<b>2,31</b>	<b>-0,17</b>
<b>Duración (días)</b>		<b>906</b>	<b>844</b>	<b>-62</b>

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

**Cuadro 3**

## Distribución por monedas

(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)

Distribución por Moneda	T1 2010	T2 2010	Diferencia
USD	49,9%	49,3%	-0,6%
EUR	40,3%	40,4%	0,1%
JPY	9,8%	10,3%	0,5%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

**Cuadro 4**

 Distribución por tipo de riesgo y país<sup>8</sup>

(Segundo trimestre 2010 v/s primer trimestre 2010)

Riesgo Soberano	T1 2010	T2 2010	Diferencia
Estados Unidos	36,3%	35,2%	-1,1%
Alemania	29,6%	28,3%	-1,3%
Japón	6,8%	7,4%	0,6%
Francia	1,1%	2,6%	1,6%
Holanda	0,0%	2,0%	2,0%
Finlandia	0,0%	1,5%	1,5%
Italia	1,5%	1,4%	-0,1%
Austria	1,1%	1,1%	0,0%
Bélgica	0,8%	1,1%	0,3%
Irlanda	0,8%	0,6%	-0,3%
Suecia	0,0%	0,5%	0,5%
<b>Total</b>	<b>77,9%</b>	<b>81,8%</b>	<b>3,9%</b>

Riesgo Bancario	T1 2010	T2 2010	Diferencia
Reino Unido	3,8%	4,5%	0,7%
Alemania	4,4%	3,1%	-1,3%
Suiza	0,0%	2,8%	2,8%
Holanda	2,4%	1,9%	-0,5%
Bélgica	3,4%	1,9%	-1,5%
Japón	1,8%	1,2%	-0,6%
Suecia	0,0%	0,7%	0,7%
Austria	1,4%	0,5%	-0,9%
España	2,4%	0,1%	-2,3%
Italia	0,6%	0,0%	-0,6%
Francia	0,9%	0,0%	-0,9%
Irlanda	0,9%	0,0%	-0,9%
<b>Total</b>	<b>22,1%</b>	<b>16,7%</b>	<b>-5,4%</b>

Riesgo Supranacional	T1 2010	T2 2010	Diferencia
Supranacional	0,0%	1,5%	1,5%
<b>Total</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>

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

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

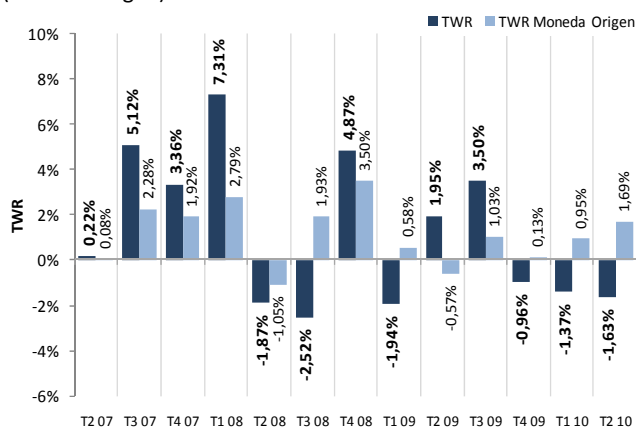
**V. RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.**

**V.1. Rendimiento y Desempeño**

La rentabilidad se presenta según el método *Time Weighted Return* (TWR) que es utilizado generalmente para medir la rentabilidad de las inversiones y el desempeño del administrador de los recursos; es decir, su habilidad para generar rentabilidades por sobre un comparador referencial (*benchmark o BMK*<sup>9</sup>). Su cálculo neutraliza los efectos distorsionadores que pueden ocasionar flujos de entrada o salida que están fuera del control del administrador.

La rentabilidad del fondo durante el segundo trimestre fue de -1,63% en dólares y 1,56% en pesos (cuadro 5). Por su parte, la rentabilidad acumulada en el año alcanzó -2,98% en dólares y 4,26% en pesos. La rentabilidad anualizada desde el inicio<sup>10</sup> fue de 4,82% en dólares y de 5,03% en pesos. En el gráfico 10 se observan los rendimientos trimestrales del fondo en dólares y en moneda de origen<sup>11</sup> desde el 31 de marzo de 2007.

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



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

El desempeño del fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en 15 puntos base en el segundo trimestre, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual fue 19 puntos base inferior al BMK.

Para ilustrar el rendimiento de la cartera del fondo se construye un índice que recoge las variaciones diarias de la rentabilidad de las inversiones expresada en dólares. En el caso del FEES, este indicador tiene como base de medición el 31 de marzo de 2007. El gráfico 11 muestra la evolución de los índices del FEES y del BMK.

**Gráfico 11**  
Evolución del índice TWR del FEES vs Benchmark  
(índice 31 marzo 2007 = 100)



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

La volatilidad del portafolio durante los últimos tres años, expresada como la desviación estándar de sus retornos en forma anualizada fue de 6,52%.

El tracking error ex -post al segundo trimestre fue de 0,18%, consistente con una administración pasiva.

<sup>9</sup> Ver anexo VIII.4.

<sup>10</sup> La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del BCCh.

<sup>11</sup> Rentabilidad en moneda de origen elimina el efecto de los tipos de cambio.



**Cuadro 5**

Indicadores de rentabilidad y riesgo

	2007 <sup>(a)</sup>	2008	2009	2010	Desde Inicio	
				T2	Acumulado año	(anualizado) <sup>(a)</sup>
Retorno en USD	8,89%	7,63%	2,47%	-1,63%	-2,98%	4,82%
Benchmark en USD	9,10%	7,76%	2,63%	-1,48%	-2,85%	5,01%
Exceso de Retorno (pb)	-21	-13	-16	-15	-13	-19
Tipo de cambio CLP	-8,07%	26,80%	-19,50%	3,19%	7,24%	0,21%
Retorno en CLP <sup>(b)</sup>	0,82%	34,43%	-17,03%	1,56%	4,26%	5,03%

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

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

T2 2010 <sup>(a)</sup>	
Desviación Estándar	6,52%
Tracking Error (expost)	0,18%

<sup>(a)</sup> Calculado a partir de los retornos mensuales de los últimos 3 años, expresado en forma anual.

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

**VI. OTROS FLUJOS.**

**VI.1. Securities Lending**

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

En el caso del FEES el programa de *Securities Lending* lo realiza el custodio (JPMorgan) con los activos financieros que se encuentran en la cartera. Este tipo de operaciones generó en el trimestre recursos adicionales para el FEES por US\$295.285.

**VI.2. Costos**

En el período la administración y custodia de valores generaron costos para el fondo por un total de US\$396.052, de los cuales US\$126.600 corresponden al pago de los servicios de administración que realiza el BCCh y US\$269.452 correspondientes al pago de los servicios de custodia de valores que realiza el Banco JPMorgan.

**Cuadro 6**  
Resumen Otros Flujos del Trimestre

Otros Flujos en US\$	T2 2010
Administración (BCCh)	-126.600
Custodio (JP Morgan)	-269.452
Otros	0
<b>Costos Totales</b>	<b>-396.052</b>
Securities Lending	295.285
<b>Total Otros Flujos</b>	<b>-100.767</b>

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

## VII. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES.

### VII.1. Panorama General

Durante el segundo 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 línea con la persistente preocupación por la situación fiscal de algunos países de Europa, durante mayo los países pertenecientes a la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional (FMI) entregaron un plan de rescate financiero a Grecia consistente en un préstamo conjunto por € 110 billones. Asimismo, y con el objetivo de entregar una señal de estabilidad, ambos organismos anunciaron un plan de apoyo financiero por un total de € 750 billones.

En el contexto económico mundial, el Banco Central de China anunció la intención de adoptar una política más flexible respecto de su tipo de cambio, permitiendo la apreciación gradual del yuan versus el dólar de los Estados Unidos.

Por su parte, el Congreso de Estados Unidos alcanzó un acuerdo preliminar<sup>12</sup> respecto de la reforma a la regulación financiera impulsada por el Gobierno de ese país en junio de 2009, cuyas medidas son posibles de clasificar en dos tipos: reducción del riesgo del sistema financiero y aumento de vigilancia en el sector bancario.

Durante el segundo trimestre de 2010, se observó un comportamiento mixto de las principales paridades respecto del dólar de los Estados Unidos y un aplanamiento en las curvas de rendimiento representativas de las diferentes zonas económicas. Esta evolución estuvo caracterizada por una caída generalizada en el nivel de tasas de interés, que

obedeció, principalmente, a la creciente aversión al riesgo generada por la situación fiscal que experimentan algunos países europeos.

### VII.2. Principales Desarrollos Macroeconómicos

#### • Estados Unidos

Los principales indicadores de confianza<sup>13</sup> de Estados Unidos presentaron incrementos, respecto de las cifras publicadas al cierre del primer trimestre de 2010, sin perjuicio de lo cual, éstas aún se mantienen en niveles históricamente bajos.

Durante el segundo trimestre de 2010, el Índice de Indicadores Líderes (*Leading Index*)<sup>14</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 0,7%, que confirma la recuperación iniciada por este sector desde el tercer trimestre de 2009. En el mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó desde 9,7% hasta 9,5%. En línea con lo anterior, durante el trimestre se crearon, en promedio, 207 mil puestos de trabajo por mes. Respecto de la evolución del nivel de precios, la inflación anual registró un descenso, al disminuir desde 2,3% hasta 1,1%, mientras que la inflación subyacente anual se redujo desde en 1,1% hasta 0,9%.

Por otra parte, se observó un aplanamiento 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 42 puntos base, mientras que el rendimiento asociado al instrumento de diez años hizo lo propio en 90 puntos base. En términos generales, se observó una reducción en el nivel de

<sup>12</sup> Acuerdo que deberá ser aprobado tanto por la Cámara de Representantes como por el Senado de Estados Unidos.

<sup>13</sup> Se refiere al University of Michigan Survey of Consumer Confidence Sentiment y al Conference Board Consumer Confidence.

<sup>14</sup> El Índice de Indicadores Líderes corresponde a un indicador que tiene como objetivo adelantar la dinámica que tendrá la evolución del PIB en un horizonte de 1 a 2 trimestres.

tasas de interés donde, en promedio, el rendimiento de los bonos estadounidenses cayó 76 puntos base.

- **Zona Euro**

En Europa, los indicadores de confianza<sup>15</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 primer trimestre de 2010.

Los indicadores de actividad asociados a los sectores de servicios y manufacturas<sup>16</sup> presentaron lecturas negativas durante el segundo trimestre de 2010. Por su parte, durante el periodo, se observó un repunte en la producción industrial<sup>17</sup>, al incrementarse la medición anual de este indicador desde 7,8% hasta 9,4%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se mantuvo en 10%, su mayor nivel desde 1998. Respecto del nivel de precios, la inflación anual, se mantuvo en 1,4%. En tanto, la inflación subyacente anual se redujo levemente desde 1,0% hasta 0,9%.

En la Zona Euro, se produjo un aplanamiento en la curva de rendimiento relevante<sup>18</sup>. Durante el periodo, se observó que el rendimiento del bono alemán a dos años a madurez disminuyó 36 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años hizo lo propio en 52 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 57 puntos base.

- **Japón**

Los principales indicadores de confianza de Japón<sup>19</sup> presentaron alzas respecto de los niveles alcanzados

hacia fines del primer trimestre de 2010, continuando con el repunte iniciado al finalizar el año 2009.

La producción industrial<sup>20</sup> mostró lecturas negativas, al disminuir su expansión anual desde 25,9% hasta 20,4%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó desde 5,0% hasta 5,2%. Respecto del nivel de precios, la inflación anual se corrigió al alza, disminuyendo su contracción desde -1,1%, observada al cierre del primer trimestre de 2010, hasta -0,9%. Finalmente, la inflación subyacente anual aumentó su contracción desde -1,1% hasta -1,6%.

Durante el segundo trimestre de 2010, se observó un aplanamiento en la curva de rendimiento japonesa. Esta situación se vio reflejada en que el rendimiento del bono de Gobierno a dos años disminuyó en 3 puntos base, mientras que el rendimiento del instrumento a 10 años se redujo en 31 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 22 puntos base.

### VII.3. Mercado de Renta Fija

En el mercado de renta fija se observó una disminución generalizada en el nivel de las tasas de interés de los bonos de Gobierno (gráfico 12).

<sup>15</sup> Se refiere a indicadores de confianza de la Zona Euro publicados por la European Comisión.

<sup>16</sup> 18Se refiere al Eurozone Services PMI Markit Survey, EC Composite PMI Output y Eurozone Manufacturing PMI Markit Survey Ticker.

<sup>17</sup> Las cifras de producción industrial y desempleo para la Zona Euro corresponden a las observadas hasta mayo de 2010 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

<sup>18</sup> Se refiere a la curva de rendimiento cuya nomenclatura en Bloomberg es EUR German Sovereign.

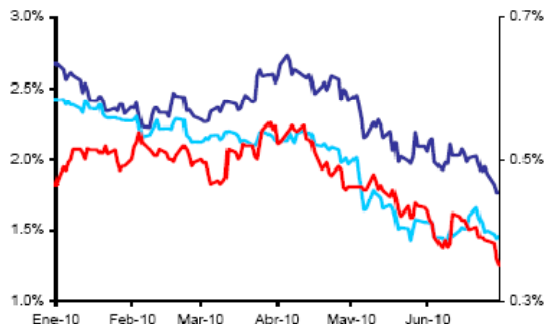
<sup>19</sup> Se refiere al Japan Consumer Confidence Overall Nationwide NSA, Japan Consumer Confidence Households NSA.

<sup>20</sup> Las cifras de producción industrial, desempleo e inflación para Japón corresponden a las observadas hasta mayo de 2010 y representan las últimas cifras conocidas al cierre de este informe.

**Gráfico 12**

Tasa de interés bonos soberanos 5 años.

Azul: Estados Unidos  
 Celeste: Europa  
 Rojo: Japón (eje secundario)



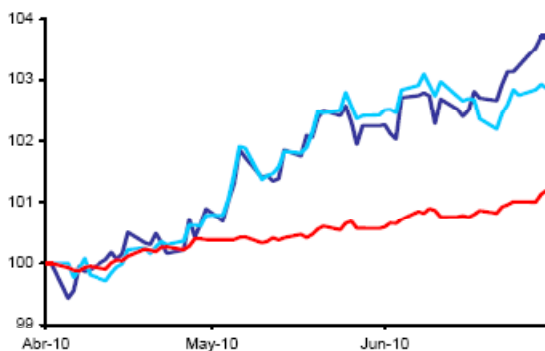
Fuente: Bloomberg

En línea con lo anterior, los bonos de gobierno de Estados Unidos, Europa y Japón exhibieron retornos totales positivos durante el segundo trimestre de 2010 (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 un incremento de 24 puntos base durante el transcurso del segundo trimestre de 2010 (Gráfico 14)<sup>21</sup>. En este contexto, se observó que los bonos de Agencia a 5 años rentaron<sup>22</sup> menos que los bonos del Gobierno de Estados Unidos de igual madurez.

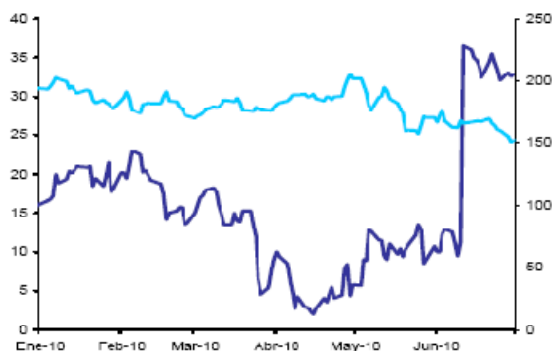
Por otra parte, los bonos indexados a inflación (TIPS) de Estados Unidos alcanzaron una menor rentabilidad que los bonos del Tesoro (nominales) de madurez equivalente<sup>23</sup>. Esta situación se vio reflejada en la evolución del spread de TIPS<sup>24</sup>, el cual disminuyó 27 puntos base (gráfico 14).

**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

<sup>21</sup> El incremento en el spread de Agencias ocurrido en Junio de 2010 obedeció a una sustitución en el instrumento benchmark, debido al cambio de tramo de madurez de la emisión original.

<sup>22</sup> Durante el segundo trimestre de 2010, el retorno de los bonos de Agencias en Estados Unidos a 5 años de madurez (17,0%), resultó ser inferior al retorno de los bonos del Gobierno de Estados Unidos de madurez equivalente (18,9%).

<sup>23</sup> Durante el segundo trimestre de 2010, el retorno de los bonos indexados a inflación a 5 años de madurez (5,4%), resultó ser inferior al retorno de los bonos de Gobierno a igual madurez (18,9%).

<sup>24</sup> Spread TIPS: Rendimiento bono US Treasury menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

**VII.5. Paridades**

Durante el segundo trimestre de 2010, el euro se depreció 9,47% frente al dólar de los Estados Unidos, mientras que el yen se apreció 5,30% frente a esa misma moneda. Como consecuencia, la paridad cruzada yen/euro registró una depreciación de 14,27% en el periodo (gráfico 15).

**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 Segundo Trimestre de 2010**

- 1 ABN AMRO Bank
- 2 Bank of Scotland PLC
- 3 Bayerische Landesbank
- 4 Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid
- 5 Dexia Bank Belgium
- 6 Dz Bank Ag Deutsche Zentral-Genoss
- 7 Erste Group Bank AG
- 8 HSH Nordbank AG
- 9 ING Bank NV
- 10 KBC Bank
- 11 Landesbank Baden-Wuerttemberg
- 12 Lloyds TSB Bank PLC
- 13 Mizuho Corp Bank
- 14 Norddeutsche Landesbank
- 15 Royal Bank of Scotland (The)
- 16 Skandinaviska Enskilda Banken
- 17 Svenska Handelsbanken
- 18 Zuercher Kantonalbank

Fuente: JPMorgan

**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>25</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>26</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>27</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>25</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>26</sup> Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

<sup>27</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>28</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>28</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:

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

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

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:

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

- **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>29</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>29</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.