



FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Marzo de 2012

INDICE

I.	Antecedentes.....	3
II.	Resumen Mercados Relevantes.	3
III.	Valor de Mercado del Fondo.....	5
IV.	Cartera de Inversión.....	6
V.	Rentabilidad de la Cartera de Inversión.....	9
	V.1. RENDIMIENTO Y DESEMPEÑO.....	9
VI.	Otros Flujos.....	11
	VI.1. SECURITIES LENDING.....	11
	VI.2. COSTOS.....	11
VII.	Evolución de Mercados Relevantes.	12
	VII.1. INTRODUCCIÓN.....	12
	VII.2. PRINCIPALES DESARROLLOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.....	13
VIII.	Anexo.	18
	VIII.1. POSICIONES EN INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	18
	VIII.2. LÍMITES DE INVERSIÓN.....	19
	VIII.3. MÉTODOS DE CÁLCULOS DE ESTIMACIÓN DE LOS RETORNOS.....	20
	VIII.4. BENCHMARK.....	22
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^{1,2}. Este organismo, mediante instrucciones recibidas del Ministro de Hacienda³, ejecuta la inversión de los recursos del fondo. Actualmente la política de inversión establece que los recursos del FEES sean invertidos 100% en instrumentos de renta fija internacional con calidad crediticia tal como se indica en anexo VIII.2⁴.

II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES⁵.

Durante el primer trimestre de 2012, las principales noticias estuvieron relacionadas con desarrollos económicos y financieros provenientes de la Zona Euro, en un contexto donde parte importante de los países miembros continuaron enfrentando desbalances macroeconómicos y financieros significativos.

En línea con lo anterior, las agencias clasificadoras de riesgo Standard and Poor's y Moody's redujeron la clasificación de riesgo de países como Francia, Italia y España, argumentando que las iniciativas alcanzadas hasta la fecha por los líderes de la región han sido insuficientes para hacer frente al creciente riesgo sistémico que enfrentan.

Por otra parte, y desde una perspectiva macroeconómica, los analistas de mercado ajustaron a la baja sus proyecciones de crecimiento para la Zona Euro, confirmando la expectativa de una recesión moderada para el año 2012. Lo anterior, en un contexto donde parte importante de las economías de países miembros requieren ajustes fiscales y donde la relación deuda/producto de países como Italia, Francia y España, continúa aumentando.

A pesar de la compleja situación económica y política que continúa enfrentando la Zona Euro, se observó un positivo desempeño de los mercados a nivel global durante el primer trimestre del año, acompañado de un notorio descenso en los niveles de volatilidad y reducción de las primas por riesgo. Adicionalmente, los indicadores bursátiles de las plazas más importantes registraron un positivo desempeño durante el periodo y las principales monedas, a excepción del yen japonés, se apreciaron con respecto al dólar de Estados Unidos (EE.UU.).

Este escenario de menor aversión al riesgo, estuvo explicado, en parte, por el positivo resultado de la facilidad de financiamiento a tres años plazo que puso a disposición el Banco Central Europeo durante el mes de febrero, donde 800 bancos demandaron un total de EUR 529,5 mil millones para satisfacer y precaver sus necesidades de liquidez de corto y mediano plazo. Estos mayores recursos puestos a disposición del sistema

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

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

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

⁴ Las directrices de inversión vigentes se encuentran disponibles en el sitio web (<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>) en la sección de la política de inversión del fondo.

⁵ Este es un extracto de la revisión de los mercados relevantes preparada por el BCCh y que se encuentra disponible en el Capítulo VII.

financiero, se sumaron a los EUR 489 mil millones demandados por los bancos europeos en diciembre de 2011 y que, en conjunto, contribuyeron a disminuir el stress en el sistema financiero de la región.

En adición a lo anterior, el mercado interpretó positivamente los acuerdos alcanzados por líderes europeos en materia fiscal, al establecer los principales lineamientos de un protocolo conocido como *Fiscal Compact*. El acuerdo busca incluir en el marco legal de cada país mecanismos para asegurar, en el mediano plazo, que el déficit presupuestario no exceda el 0,5% del producto y la convergencia de la relación deuda producto a una tasa de 60%, entre otras medidas. Así mismo, se revisaron los mecanismos que podrían ser implementados para monitorear el cumplimiento de las reglas impuestas y las fórmulas para sancionar a aquellos países que no puedan alcanzar los valores de referencia según lo comprometido.

Durante el primer trimestre, también incidió en el positivo desempeño de los mercados el acuerdo final alcanzado por la *troika* con los acreedores privados del gobierno griego, donde finalmente dichos acreedores aceptaron un recorte en el valor de la deuda de 53,5%. Esto representó una disminución de EUR 172 mil millones de la deuda de Grecia así como un menor costo de endeudamiento debido a las características de la deuda residual que fue reestructurada.

En este contexto, donde los desarrollos de la Euro Zona tuvieron una incidencia positiva sobre el desempeño de los mercados, los principales bancos centrales mantuvieron sus políticas monetarias en niveles expansivos.

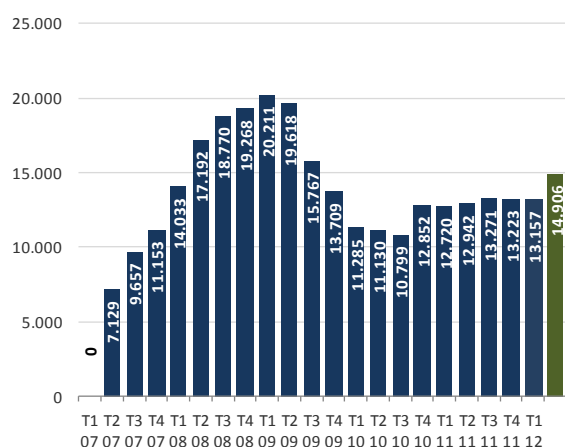
Por otra parte, los datos confirmaron que EE.UU. creció a un ritmo moderado (2,1%) durante el primer trimestre del año y que China hizo lo propio al registrar una tasa de crecimiento de 8,1%. Aunque esta última cifra fue menor a la anticipada por los analistas (8,4%), China continuó siendo una fuente de dinamismo para el resto de las economías, en particular porque la producción industrial de ese país así como la inversión en bienes de capital permanecieron robustos.

III. VALOR DE MERCADO DEL FONDO.

El valor de mercado del FEES totalizó US\$14.906 millones al cierre del primer trimestre de 2012 (ver gráfico 1). Comparado con el cierre del trimestre anterior, el valor de mercado registró un aumento de US\$1.749 millones. Este aumento se debió principalmente a un aporte de US\$1.700 millones y a intereses devengados por US\$58,5 millones compensado en parte por pérdidas de capital de \$8,9 millones y costos de administración y custodia de US\$0,4 millones (ver gráfico 2).

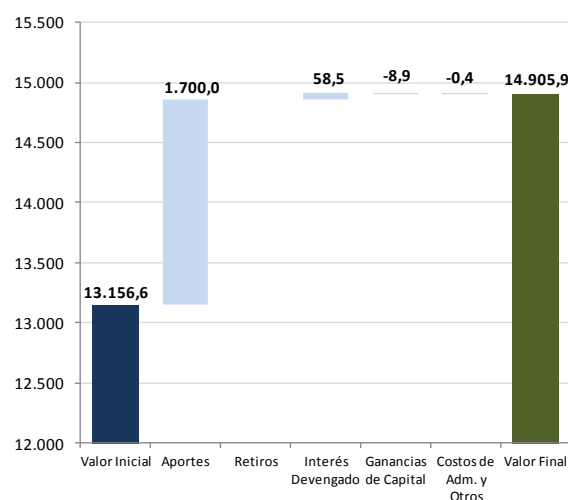
Desde el inicio, el FEES ha recibido aportes por US\$21.162 millones, se han retirado desde él US\$9.428 millones, ha percibido intereses devengados por US\$1.878 millones y ganancias de capital por US\$1.300 millones, mientras que sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente US\$6,6 millones (ver cuadro 1).

Gráfico 1
Valor de Mercado del FEES,
en millones de dólares



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

Gráfico 2
Cambio en el valor de mercado del FEES,
en millones de dólares
(Primer Trimestre 2012)



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

Cuadro 1
Resumen Histórico del FEES
en millones de dólares

Variación del Valor de Mercado (MM US\$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 T1	Desde el Inicio ⁽¹⁾
Valor de Mercado Inicial	0,00	14.032,61	20.210,68	11.284,78	12.720,10	13.156,64	-
Aportes	13.100,00	5.000,00	0,00	1.362,33	0,00	1.700,00	21.162,33
Retiros	0,00	0,00	-9.277,71	-150,00	0,00	0,00	-9.427,71
Interés Devengado	326,15	623,95	404,27	227,63	236,99	58,51	1.877,51
Ganancias (pérdidas) de capital	606,81	556,08	-50,83	-3,51	200,71	-8,87	1.300,39
Costos de Adm., Custodia y Otros ⁽²⁾	-0,35	-1,96	-1,62	-1,13	-1,16	-0,41	-6,64
Valor de Mercado Final	14.032,61	20.210,68	11.284,78	12.720,10	13.156,64	14.905,88	14.905,88

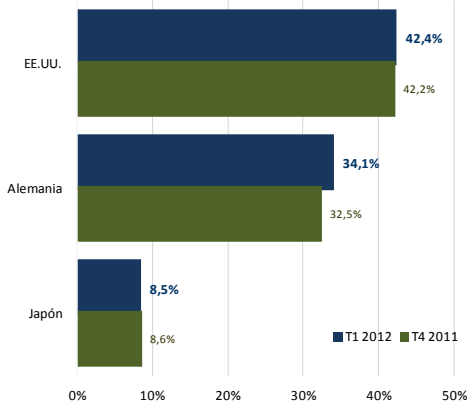
(1) El FEES fue creado al refundir en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N°3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

(2) Incluye costos asociados a asesorías y otros.

IV. CARTERA DE INVERSIÓN.

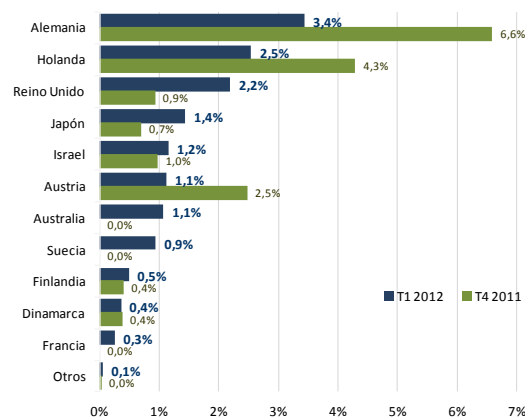
Al cierre del trimestre, del total de recursos del FEES, 84,9% se encontraba invertido en instrumentos de riesgo soberano y 15,1% en instrumentos de riesgo bancario (ver cuadro 2). Es importante señalar que a partir del 1 de mayo del 2011, la política de inversión del FEES tiene un mayor énfasis pasivo y, por lo tanto, la composición de su cartera es muy parecida a la de su *benchmark* (ver sección VIII.4). Al desglosar las inversiones en riesgo soberano (ver gráfico 3), se observa que el portafolio tenía únicamente exposiciones en los países del *benchmark* (EE.UU., Alemania y Japón). Respecto a las inversiones por país mantenidas en instrumentos de riesgo bancario (ver gráfico 4), destacan un aumento en las exposiciones de en el Reino Unido, Japón, Israel, Australia, Suecia, Finlandia y Francia y una disminución en las exposiciones en Alemania, Holanda y Austria. En términos consolidados se puede observar en el gráfico 5 que 90% de la exposición de la cartera está en Estados Unidos, Alemania y Japón, correspondiente principalmente a papeles soberanos. El cuadro 3 presenta el detalle de las diferencias de la exposición por país tanto para riesgo soberano como bancario entre los dos trimestres.

Gráfico 3
Inversiones en riesgo soberano por país, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



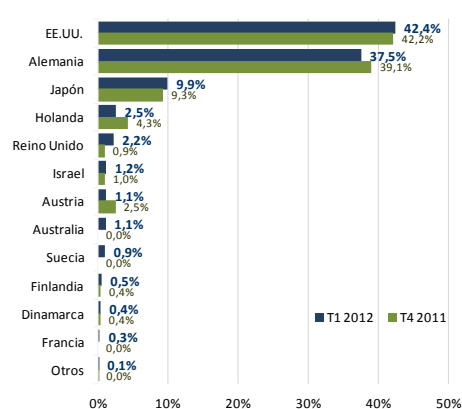
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 4
Inversiones en riesgo bancario por país, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



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

Gráfico 5
Inversiones consolidadas por país, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



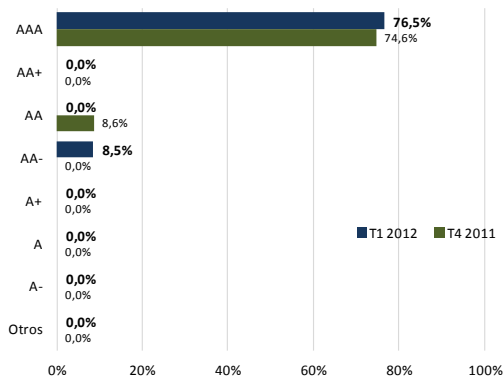
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

En relación a la clasificación de riesgo de las inversiones en riesgo soberano se observa que, al cierre del trimestre, las inversiones en instrumentos con categoría AAA (EE.UU. y Alemania) representaban el 76,5% del portafolio total (ver gráfico 6). Por otra parte, en este trimestre se experimentó un aumento en las inversiones en bancos con clasificación AA, A+, y A- y una disminución en las clasificaciones AAA, AA- y A (ver gráfico 7).

Al desagregar las inversiones por moneda al cierre del trimestre no se observan cambios significativos con respecto al trimestre anterior ya que la composición de monedas está alineada con la del *benchmark* (ver gráfico 8 y cuadro 4).

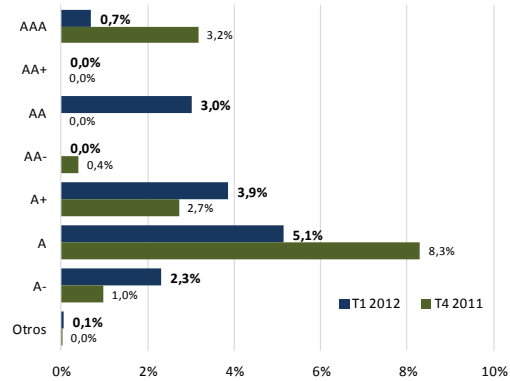
La cartera del FEES tenía, al cierre del trimestre, una duración promedio de las inversiones financieras de 2,45 años, lo que equivale a una permanencia promedio de los instrumentos en la cartera del fondo de 881 días.

Gráfico 6
Inversiones por clasificación de riesgo soberano, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



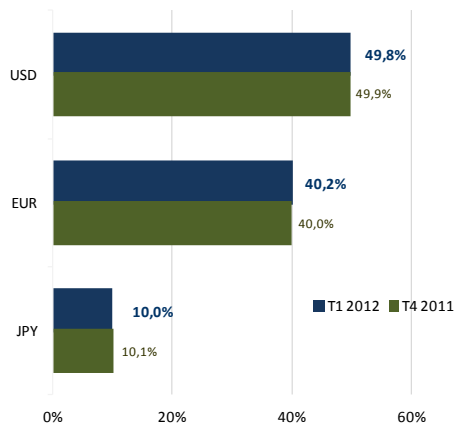
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPMorgan

Gráfico 7
Inversiones por clasificación de riesgo bancario, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



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

Gráfico 8
Comparación trimestral por monedas, como porcentaje del fondo (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)



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

Cuadro 2

Distribución por tipo de riesgo y moneda,
 en millones de dólares a menos que se indique algo distinto
 (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)

Millones de US\$	Moneda Origen	T4 2011	T1 2012	Diferencia
Soberanos	USD	5.548,1	6.322,6	774,5
	EUR	4.271,5	5.078,9	807,4
	YEN	1.129,8	1.260,2	130,4
Bancario	USD	1.014,3	1.104,8	90,5
	EUR	992,2	913,6	-78,6
	YEN	200,6	225,8	25,2
Total por Moneda	USD	6.562,5	7.427,4	864,9
	EUR	5.263,7	5.992,5	728,8
	YEN	1.330,5	1.486,0	155,5
Total		13.156,6	14.905,9	1.749,3
Duración (años)		2,46	2,45	-0,10
Duración (días)		897	881	-16

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

Cuadro 4

Distribución por monedas,
 como porcentaje del fondo
 (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)

Distribución por Moneda	T4 2011	T1 2012	Diferencia
USD	49,9%	49,8%	0,1%
EUR	40,0%	40,2%	-0,2%
JPY	10,1%	10,0%	0,1%
Total	100,0%	100,0%	0,0%

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

Cuadro 3

Distribución por tipo de riesgo y país,
 como porcentaje del fondo
 (Primer Trimestre 2012 v/s Cuarto Trimestre 2011)

Riesgo Soberano	T4 2011	T1 2012	Diferencia
EE.UU.	42,2%	42,4%	0,2%
Alemania	32,5%	34,1%	1,6%
Japón	8,6%	8,5%	-0,1%
Subtotal	83,2%	84,9%	1,7%
Riesgo Bancario	T4 2011	T1 2012	Diferencia
Alemania	6,6%	3,4%	-3,2%
Holanda	4,3%	2,5%	-1,7%
Reino Unido	0,9%	2,2%	1,3%
Japón	0,7%	1,4%	0,7%
Israel	1,0%	1,2%	0,2%
Austria	2,5%	1,1%	-1,4%
Australia	0,0%	1,1%	1,1%
Suecia	0,0%	0,9%	0,9%
Finlandia	0,4%	0,5%	0,1%
Dinamarca	0,4%	0,4%	0,0%
Francia	0,0%	0,3%	0,3%
Otros	0,0%	0,1%	0,0%
Subtotal	16,8%	15,1%	-1,7%
Total	100,0%	100,0%	0,0%

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

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*). 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 trimestre fue de 0,41% en dólares y -5,67% en pesos (ver cuadro 5). La rentabilidad anualizada desde el inicio⁶ ha sido de 4,89% en dólares y de 2,98% en pesos. El desempeño del fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, fue de -2 puntos base (pb) en el trimestre, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual se ha mantenido 14 puntos base bajo el *benchmark*.

Cuadro 5
Indicadores de rentabilidad,
en porcentaje

	2007 ^(a)	2008	2009	2010	2011	2012 T1	Desde Inicio (anualizado) ^(a)
Retorno en USD	8,89%	7,63%	2,47%	1,83%	3,41%	0,41%	4,89%
Benchmark en USD	9,10%	7,76%	2,63%	1,99%	3,41%	0,43%	5,03%
Exceso de Retorno (pb)	-21	-13	-16	-16	0	-2	-14
Tipo de cambio CLP	-8,07%	26,80%	-19,50%	-7,52%	11,34%	-6,08%	-1,91%
Retorno en CLP ^(b)	0,82%	34,43%	-17,03%	-5,69%	14,75%	-5,67%	2,98%

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

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

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

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.

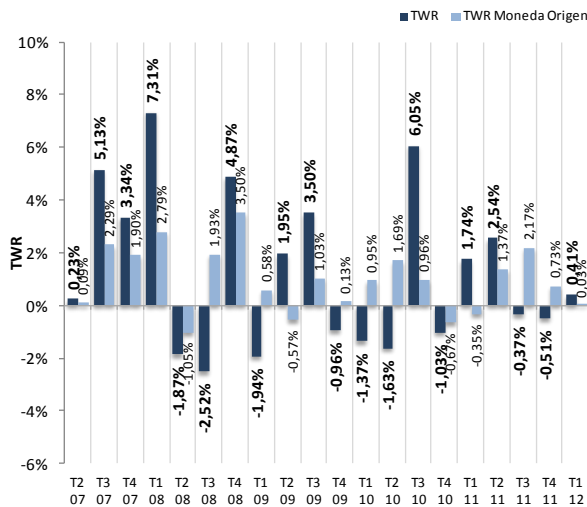
⁶ La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del BCCh.

En el gráfico 9 se observan los rendimientos trimestrales del fondo en dólares y en moneda de origen⁷ desde el 31 de marzo de 2007. Por otra parte, 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 10 muestra la evolución de los índices del FEES y del *benchmark*.

La tasa interna de retorno en dólares al cierre del primer trimestre de 2012 fue 0,35% y desde el inicio 4,77% (ver cuadro 6).

La volatilidad del portafolio durante los últimos tres años, expresada como la desviación estándar de sus retornos mensuales en forma anualizada fue de 5,27%. El tracking error ex –post anualizado de los últimos tres años a este trimestre fue de 17 puntos base, consistente con una administración pasiva (ver cuadro 7).

Gráfico 9
TWR Trimestral en dólares,
en porcentaje



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

Gráfico 10
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

Cuadro 6
Tasa Interna de Retorno,
en porcentaje

	2012 T1	Desde Inicio
Tasa Interna de Retorno	0,35%	4,77%

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

Cuadro 7
Indicadores de riesgo,
en porcentaje y pb

	T1 2012 ^(a)
Desviación Estándar	5,27%
Tracking Error (ex post) (pb)	17

^(a) Calculado a partir de los retornos mensuales de los últimos 3 años, expresado en forma anual.

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

⁷ Rentabilidad en moneda de origen elimina el efecto de los tipos de cambio.

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 para el FEES por US\$647.358 (ver cuadro 8).

VI.2. Costos

En el período la administración y custodia de valores generaron costos para el fondo por un total de US\$412.259, de los cuales US\$192.004 corresponden al pago de los servicios de administración que realiza el BCCh y US\$220.256 correspondientes al pago de los servicios de custodia de valores que realiza el Banco JPMorgan.

Cuadro 8
Resumen Otros Flujos del Trimestre,
 en dólares

<i>Otros Flujos en US\$</i>	T1 2012
Administración (BCCh)	-192.004
Custodio (JP Morgan)	-220.256
Otros	0
Costos Totales	-412.259
Securities Lending	647.358
Total Otros Flujos	235.099

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

VII. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES.

VII.1. Introducción.

Durante el primer trimestre de 2012, las principales noticias estuvieron relacionadas con desarrollos económicos y financieros provenientes de la Zona Euro, en un contexto donde parte importante de los países miembros continuaron enfrentando desbalances macroeconómicos y financieros significativos.

En línea con lo anterior, las agencias clasificadoras de riesgo Standard and Poor's y Moody's redujeron la clasificación de riesgo de países como Francia, Italia y España, argumentando que las iniciativas alcanzadas hasta la fecha por los líderes de la región han sido insuficientes para hacer frente al creciente riesgo sistémico que enfrentan.

Por otra parte, y desde una perspectiva macroeconómica, los analistas de mercado ajustaron a la baja sus proyecciones de crecimiento para la Zona Euro, confirmando la expectativa de una recesión moderada para el año 2012. Lo anterior, en un contexto donde parte importante de las economías de países miembros requieren ajustes fiscales y donde la relación deuda/producto de países como Italia, Francia y España, continúa aumentando.

A pesar de la compleja situación económica y política que continúa enfrentando la Zona Euro, se observó un positivo desempeño de los mercados a nivel global durante el primer trimestre del año, acompañado de un notorio descenso en los niveles de volatilidad y reducción de las primas por riesgo. Adicionalmente, los indicadores bursátiles de las plazas más importantes registraron un positivo desempeño durante el periodo y las principales monedas, a excepción del yen japonés, se apreciaron con respecto al dólar de Estados Unidos (EE.UU.).

Este escenario de menor aversión al riesgo, estuvo explicado, en parte, por el positivo resultado de la facilidad de financiamiento a tres años plazo que puso a disposición el Banco Central Europeo durante el mes de febrero, donde 800 bancos demandaron un total de EUR 529,5 billones para satisfacer y precaver sus necesidades de liquidez de corto y mediano plazo. Estos mayores recursos puestos a disposición del sistema financiero, se sumaron a los EUR 489 billones demandados por los bancos europeos en diciembre de 2011 y que, en conjunto, contribuyeron a disminuir el stress en el sistema financiero de la región.

En adición a lo anterior, el mercado interpretó positivamente los acuerdos alcanzados por líderes europeos en materia fiscal, al establecer los principales lineamientos de un protocolo conocido como Fiscal Compact. El acuerdo busca incluir en el marco legal de cada país mecanismos para asegurar, en el mediano plazo, que el déficit presupuestario no exceda el 0,5% del producto y la convergencia de la relación deuda producto a una tasa de 60%, entre otras medidas. Así mismo, se revisaron los mecanismos que podrían ser implementados para monitorear el cumplimiento de las reglas impuestas y las fórmulas para sancionar a aquellos países que no puedan alcanzar los valores de referencia según lo comprometido.

Durante el primer trimestre, también incidió en el positivo desempeño de los mercados el acuerdo final alcanzado por la troika con los acreedores privados del gobierno griego, donde finalmente dichos acreedores aceptaron un recorte en el valor de la deuda de 53,5%. Esto representó una disminución de EUR 172 billones de la deuda de Grecia así como un menor costo de endeudamiento debido a las características de la deuda residual que fue reestructurada.

En este contexto, donde los desarrollos de la Euro Zona tuvieron una incidencia positiva sobre el desempeño de los mercados, los principales bancos centrales mantuvieron sus políticas monetarias en niveles expansivos.

Por otra parte, los datos confirmaron que EE.UU. creció a un ritmo moderado (2,1%) durante el primer trimestre del año y que China hizo lo propio al registrar una tasa de crecimiento de 8,1%. Aunque esta última cifra fue menor a la anticipada por los analistas (8,4%), China continuó siendo una fuente de dinamismo para el resto de las economías, en particular porque la producción industrial de ese país así como la inversión en bienes de capital permanecieron robustos.

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

VII.2. Principales Desarrollos Económicos y Financieros.

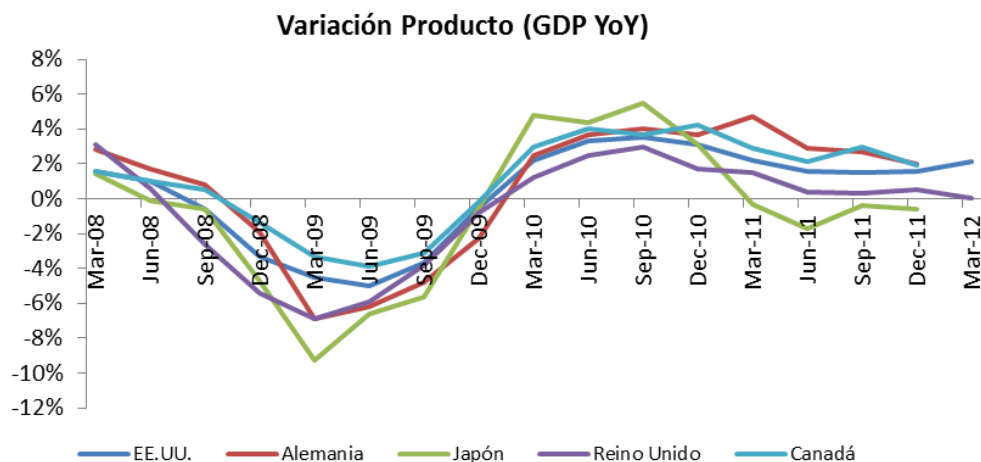
Para el cierre del primer trimestre de 2012, se observó una variación moderada en la tasa anual de crecimiento del producto de EE.UU. (2,1%), en línea con la expectativa de la Reserva Federal (FED). El consumo privado, que representa cerca del 70% del producto de ese país, contribuyó con un 2,0% al crecimiento del periodo.

A su vez, el buen desempeño del consumo privado de EE.UU. se explicó por el mayor ingreso disponible de las familias y por una disminución en la tasa de ahorro de éstas. Lo anterior es consistente con la reducción observada en la tasa de desempleo y el repunte de la bolsa americana, lo que impactó positivamente en la riqueza de los consumidores de ese país.

En contraste, el producto del primer trimestre del Reino Unido, comparado con el mismo periodo del año pasado, creció a una tasa de 0%. Visto desde otra perspectiva, el Reino Unido entró técnicamente en recesión al registrar, por segundo trimestre consecutivo, una tasa de crecimiento negativa de su producto. El pobre desempeño de esa economía estuvo explicado, principalmente, por un menor dinamismo del sector construcción así como por una menor contribución del sector industrial y manufacturero al producto total. A lo anterior, se suman los ajustes fiscales realizados por el gobierno y una disminución en la tasa de crecimiento de los salarios.

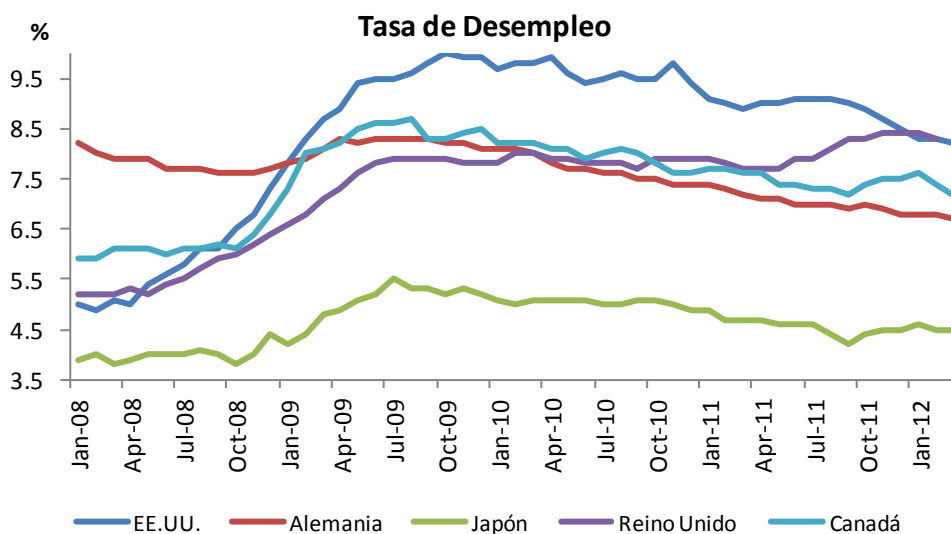
Aun cuando al cierre de este informe no se conocían las cifras de crecimiento para el primer trimestre de Alemania y Canadá, los indicadores de actividad publicados durante el periodo para esos países así como la positiva evolución de sus respectivos mercados laborales, sugieren un crecimiento económico moderado, en concordancia con la tendencia de EE.UU.

Gráfico 11



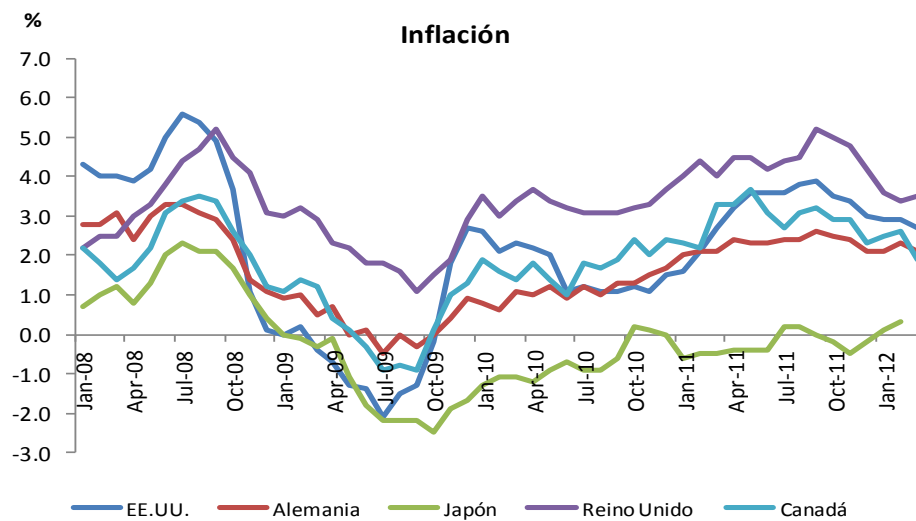
En el mercado laboral, y en línea con una tasa de crecimiento moderada, la tasa de desempleo publicada en el trimestre para EE.UU. (8,2%), Canadá (7,2%) y Alemania (6,7%) confirmaron una tendencia a la baja. En tanto, el Reino Unido presentó una tasa de desempleo que aumentó en el margen, situación que se explica por el escenario recesivo y de ajustes fiscales que enfrenta. Por su parte, la tasa de desempleo en Japón se mantuvo relativamente estable en el periodo (4,5%).

Gráfico 12



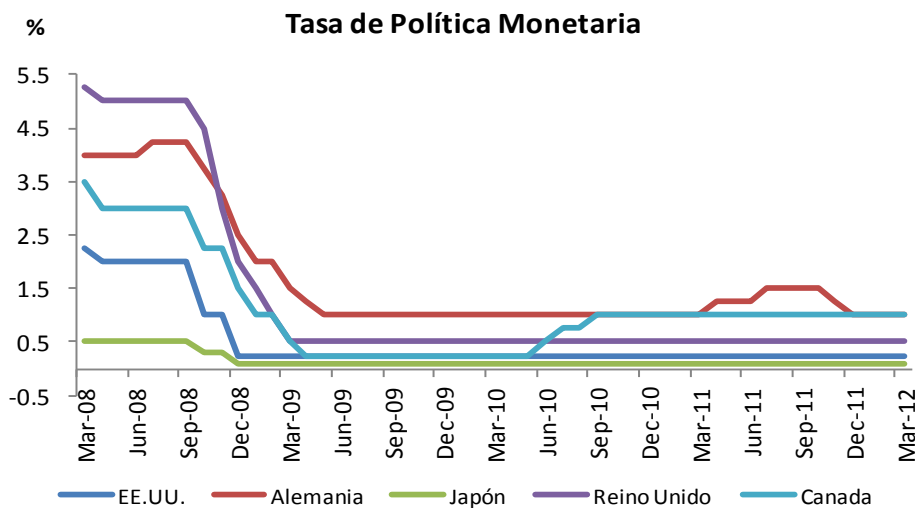
En relación con la evolución de precios y a pesar del incremento en el precio internacional de los combustibles, las tasas anuales de inflación de EE.UU. (2,7%), Alemania (2,1%), Reino Unido (3,5%) y Canadá (1,9%) exhibieron una disminución con respecto al cierre del trimestre anterior. Por su parte, Japón presentó una tasa de inflación de 0,3% para el mes de febrero, vis a vis el -0,2% registrado al cierre del periodo anterior.

Gráfico 13



Desde la perspectiva de la evolución de tasas de interés, en el trimestre, los principales bancos centrales mantuvieron sus respectivas tasas de política monetaria en niveles históricamente bajos y sin variación respecto del cierre del año 2011. Las autoridades monetarias de Reino Unido y Japón anunciaron mayores estímulos cuantitativos durante el periodo (compra de bonos), mientras que la Reserva Federal de EE.UU. mantuvo sin modificaciones la Operación Twist.

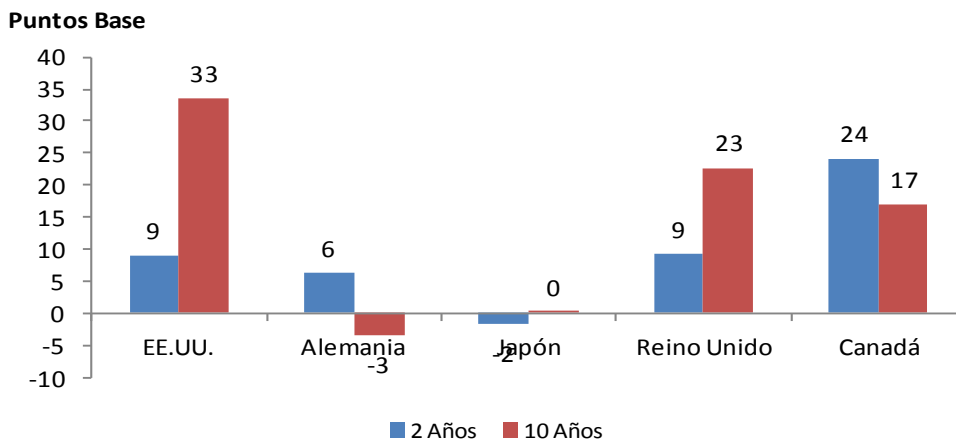
Gráfico 14



Durante el primer trimestre de 2012, se observaron incrementos marginales en el nivel de tasa de interés de bonos de gobierno de EE.UU., Reino Unido y Canadá, explicado, principalmente, por un entorno de menor aversión al riesgo y positivo desempeño de los mercados accionarios. Por su parte, Alemania y Japón exhibieron movimientos relativamente marginales y mixtos a lo largo de la curva de rendimiento.

Gráfico 15

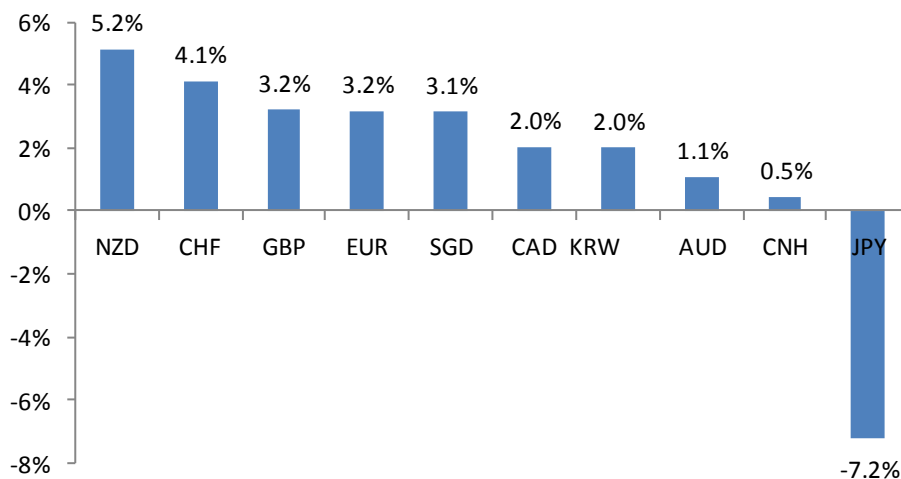
Evolución Curva de Rendimiento (2 años y 10 años)



En el contexto de menor aversión al riesgo y buen desempeño de los mercados bursátiles, las principales monedas se apreciaron con respecto al dólar de EE.UU. El yen, sin embargo, registró una depreciación de 7,2% frente a la moneda americana, en parte, como resultado del anuncio explícito de una meta inflacionaria de 1% y expectativas de mayor inyección de liquidez.

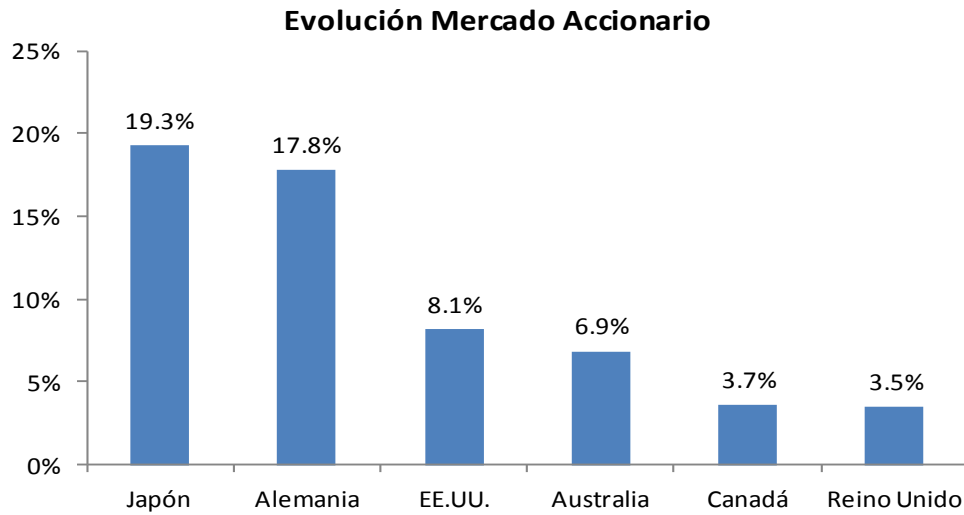
Gráfico 16

Evolución Monedas v/s USD



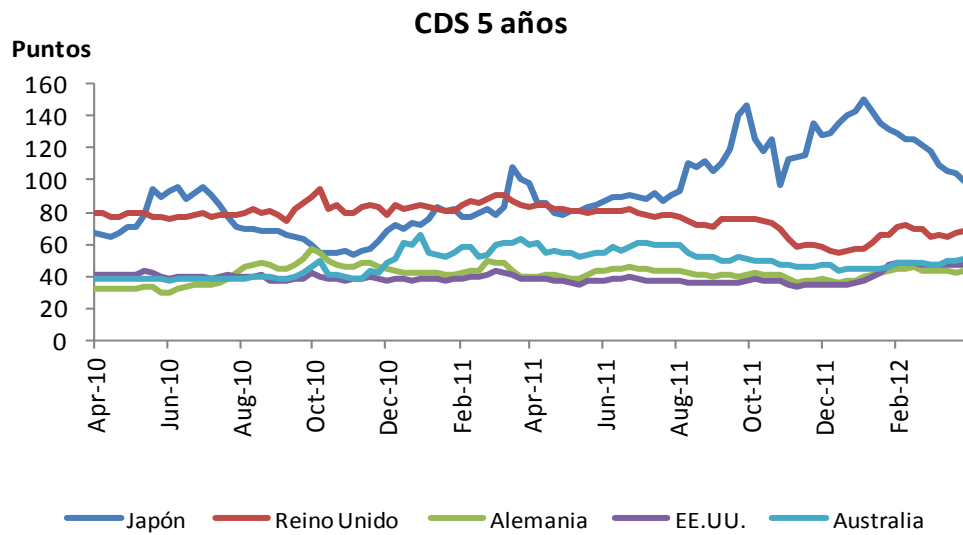
En el mercado accionario, los principales índices bursátiles presentaron un desempeño positivo durante el primer trimestre de 2012. En Japón, destacó un crecimiento de 19,3% del Nikkei, influenciado por los anuncios en materias de inflación y liquidez. Por su parte, Alemania también registró un alza significativa (17,8%) en su indicador bursátil DAX, reversando las pérdidas registradas durante el año 2011 (-14,7%). Esto último se explica, en parte, por las mejores condiciones financieras que exhibió la zona euro durante el trimestre y por los sólidos fundamentos de la economía alemana.

Gráfico 17



Comparado con el cierre del trimestre anterior, los Credit Default Swaps (CDS) de gobierno a 5 años plazo, registraron aumentos en el margen, pero en línea con lo exhibido en periodos previos. La excepción fue Japón, país que durante el periodo redujo su prima por riesgo en casi 50 puntos.

Gráfico 18



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 Primer Trimestre de 2012

- 1 Australia and New Zealand Banking Group Limited
- 2 Bank Hapoalim
- 3 CASH
- 4 Commerzbank AG
- 5 Danske Bank Aktieselskab
- 6 Dekabank Deutsche Girozentra
- 7 DZ Bank AG
- 8 Erste Group Bank AG
- 9 HSBC France
- 10 ING Bank NV
- 11 Landesbank Baden-Wuerttemberg
- 12 Lloyds TSB Bank PLC
- 13 Nordea Bank Finland PLC
- 14 Norinchukin Bank
- 15 NV Bank Nederlandse Gemeenten
- 16 Rabobank Nederland
- 17 Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG
- 18 Skandinaviska Enskilda Banken
- 19 Standard Chartered
- 20 Svenska Handelsbanken
- 21 The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ
- 22 The Royal Bank of Scotland
- 23 Unicredit Bank AG
- 24 Wells Fargo Bank
- 25 Zurcher Kantonalbank

Fuente: JPMorgan

VIII.2. Límites de Inversión⁸

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 son emisores soberanos y bancarios:

Clases de Activos (Riesgo)	Mínimo Permitido (% del Portafolio)	Máximo Permitido (% del Portafolio)
Soberanos	80%	90%
Bancos	10%	20%

A.1 Riesgo Soberano

Los países elegibles son Estados Unidos de América, Alemania y Japón. La inversión en riesgo soberano deberá mantener la siguiente composición por países elegibles:

Clases de Riesgo	Punto Central	Rango de desviación
EE.UU.	50%	48%-52%
Alemania	40%	38%-42%
Japón	10%	8%-12%

A.2 Riesgo Bancario

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

Son elegibles aquellas entidades que posean clasificaciones de riesgo en sus instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a A- en a lo menos dos de las clasificadoras internacionales de riesgo Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión para las clasificaciones de riesgo elegibles (entre las categorías AAA y A-) serán los que especifican en la siguiente tabla sobre la base del valor final de portafolio de inversión (PI) en el trimestre anterior.

⁸ Límites válidos a partir del 1 de mayo de 2011.

Clases de Riesgo	Límite Máximo (US\$ Millones)
AAA	3,0% * PI cierre trimestre anterior
AA+	
AA	2,0% * PI cierre trimestre anterior
AA-	
A+	
A	1,5% * PI cierre trimestre anterior
A-	

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 periodo⁹.

- **Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted Rate of Return (TWR)**

Esta metodología es usada en el mercado para medir el desempeño de los fondos invertidos en títulos que son transados públicamente. Los administradores de fondos con títulos públicos, por lo general no controlan el flujo de caja del inversionista, ya que estos entran y salen constantemente.

El TWR¹⁰ es la tasa de crecimiento medida como porcentaje de cambio en el valor de un activo en un periodo de tiempo que no considera el efecto de los flujos de caja. Para obtener el TWR de un periodo se calculan los retornos diarios netos de aportes y retiros, como también los costos¹¹ e ingresos del securities lending.

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

En que:

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

El TWR permite evaluar la habilidad de los administradores para generar valor a través de una política de inversiones definida, independiente de los aportes y/o retiros realizados durante el periodo analizado.

En el caso de los Fondos Fiscales, esta metodología permite homologar la evolución del fondo para poder medirla con la evolución del *benchmark*. Esto se hace al transformar los retornos diarios (medidos como la diferencia en el valor de mercado entre un día y el día inmediatamente anterior, excluyendo los flujos del mismo día), en un índice.

⁹ 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.

¹⁰ Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

¹¹ Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

- **TWR vs. TIR**

El TWR es necesario para tener una medida que nos permita comparar el desempeño del administrador o varios administradores, respecto a un benchmark establecido. Una manera alternativa de hacer esta medición es haber supuesto, en todo momento, que los recursos son invertidos en una cartera que genera el mismo retorno diario que el *benchmark*, y comparar la valorización de esta cartera teórica con la valorización de la cartera real. Sin embargo, esta última metodología dificulta la construcción de un índice comparador y, a su vez, hace más difícil la verificación de sus resultados. Por las consideraciones anteriores, lo habitual en el mercado financiero es la utilización de la metodología TWR para medir el desempeño de un administrador, y poder compararlo con un *benchmark* que sea de fácil construcción por un agente externo.

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. 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 a 3 meses y el índice que representa el comportamiento de los T-Bill en dólar, euro y yen.
- ✓ **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:

Comparador Referencial (en porcentajes)	USD	EUR	JPY	Total
Mercado monetario	15	12	3	30
<i>Merrill Lynch Libid 3 Month Average</i>	7,5	6,0	1,5	15,0
<i>Merrill Lynch Treasury Bills Index</i>	7,5	6,0	1,5	15,0
Bonos soberanos (nominal)	31,5	28	7	66,5
<i>Barclays Capital Global Treasury: USA</i>	31,5	—	—	31,5
<i>Barclays Capital Global Treasury: Germany</i>	—	28,0	—	28,0
<i>Barclays Capital Global Treasury: Japan</i>	—	—	7,0	7,0
Bonos soberanos indexados (real)	3,5			3,5
<i>Barclays Capital U.S. Treasury: U.S. TIPS 1-10 años</i>	3,5			
Total	50	40	10	100

IX. GLOSARIO¹²

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.

¹² 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 (TWR): es la tasa de crecimiento medida como porcentaje de cambio en el valor de un activo en un periodo de tiempo que no considera el efecto de los flujos de caja.

TIR: Tasa de retorno que percibe realmente el inversionista corresponde a la tasa interna de retorno de los flujos netos durante un período determinado.

Tracking Error (TE): Es un indicador que permite medir el nivel de riesgo de las posiciones activas que toman los administradores comparadas con su benchmark.

Valor en Riesgo (VaR): Es una medida del riesgo de cartera que provee una estimación del monto de las pérdidas de cartera para un horizonte de tiempo dado y con un nivel de confianza o probabilidad dado.

Volatilidad: Es una medida del riesgo en cualquier activo. Representa la variación que ha tenido su precio en un período de tiempo. Los valores pueden fluctuar con las alzas y bajas del mercado, debido a eventos como variaciones en las tasas de interés, desempleo y cambios en la economía en general.

Waiver: Autorización explícita y voluntaria para el no cumplimiento, durante cierto periodo de tiempo, de ciertas reglas, parámetros y/o procedimientos establecidos en determinadas pautas de inversión.