



FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

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.....	10
VI.	Otros Flujos.....	12
	VI.1. SECURITIES LENDING	12
	VI.2. COSTOS	12
VII.	Evolución de Mercados Relevantes.....	13
	VII.1. INTRODUCCIÓN.....	13
	VII.2. PRINCIPALES DESARROLLOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.....	14
VIII.	Anexo.....	19
	VIII.1. MÉTODOS DE CÁLCULOS DE ESTIMACIÓN DE LOS RETORNOS	19
	VIII.2. BENCHMARK.....	21
IX.	Glosario.....	22

I. ANTECEDENTES.

El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) fue creado mediante la Ley N°20.128, de 2006, del Ministerio de Hacienda. El 28 de diciembre de ese mismo año se realizó el primer aporte. Su administración 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, es responsable de la administración de los recursos.

Hasta fines de 2011 la política de inversión consistió de un portafolio de renta fija con inversiones principalmente en instrumentos financieros emitidos por los Gobiernos de EE.UU., Alemania y Japón, y, en menor medida, en depósitos bancarios en entidades financieras con clasificación de riesgo sobre A-. Sin embargo, una nueva política fue implementada durante el primer trimestre de 2012. Ésta agrega dos nuevas clases de activo a la cartera del fondo, acciones y bonos corporativos, y también aumenta el número de países e incorpora otros emisores dentro de la exposición soberana. Además, aumenta la exposición a bonos soberanos indexados a inflación y elimina el componente de mercado monetario de la política anterior (ver sección IV)⁴.

Es importante señalar que el BCCh, de acuerdo a sus facultades legales, ha delegado la administración de los portafolios de acciones y bonos corporativos a administradores externos⁵.

II. RESUMEN MERCADOS RELEVANTES⁶.

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

¹ Mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda.

² Acuerdo de aceptación, adoptada por el consejo en su sesión Ordinaria N°1.321, celebrada el 22 de febrero de 2007. El BCCh comenzó a administrar los recursos del FRP el 28 de marzo de 2007.

³ El Ministro de Hacienda define las políticas de inversión 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 A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh eligió a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión de acciones y bonos corporativos del FRP a partir de enero de 2012.

⁶ Este es un extracto de la revisión de los mercados relevantes preparada por el BCCh y que se encuentra disponible en el anexo VII.

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 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.

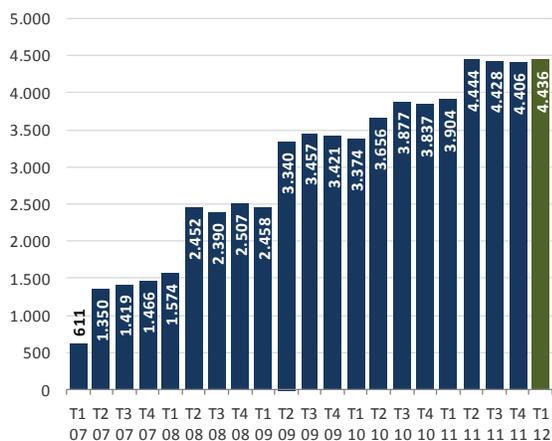
Por otra parte, los datos confirmaron que EE.UU. creció a un ritmo moderado (2,1%) durante el primer trimestre del año y que China hizo lo propio al registrar una tasa de crecimiento de 8,1%. Aunque esta última cifra fue menor a la anticipada por los analistas (8,4%), China continuó siendo una fuente 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 FRP totalizó US\$4.436 millones al cierre del primer trimestre de 2012 (gráfico 1). Comparado con el cierre del trimestre anterior, el valor de mercado registró un aumento de US\$30 millones. Este aumento se debió principalmente a intereses devengados por US\$23,5 millones y ganancias de capital de US\$7 millones. Por su parte, los costos de administración y custodia fueron de US\$0,3 millones (gráfico 2).

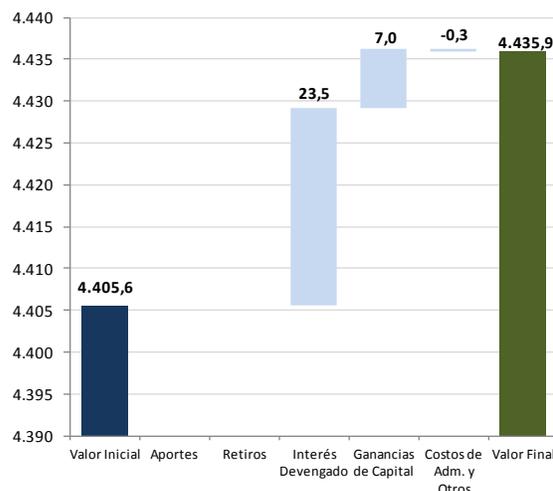
Desde el inicio, el FRP ha recibido aportes por US\$3.867 millones, ha percibido intereses devengados por US\$358 millones y ganancias de capital por US\$213 millones, mientras que sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente US\$1,9 millones. No se han realizado retiros desde el fondo (ver cuadro 1).

Gráfico 1
Valor de mercado del FRP, 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 portafolio del FRP, en millones de dólares (Primer trimestre 2012)



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

Cuadro 1
Resumen histórico del FRP en millones de dólares

Variación del Valor de Mercado (MM US\$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 T1	Desde el Inicio
Valor de Mercado Inicial ⁽¹⁾	604,63	1.466,35	2.506,76	3.420,83	3.836,70	4.405,60	-
Aportes	736,35	909,07	836,71	337,30	443,32	0,00	3.867,29
Retiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Interés Devengado	45,62	71,25	71,86	70,23	75,20	23,54	357,70
Ganancias (pérdidas) de capital	79,79	60,42	5,85	8,74	50,81	7,04	212,74
Costos de Adm., Custodia y Otros ⁽²⁾	-0,04	-0,33	-0,35	-0,41	-0,43	-0,29	-1,85
Valor de Mercado Final	1.466,35	2.506,76	3.420,83	3.836,70	4.405,60	4.435,88	4.435,88

(1) La creación del FRP se realizó el 28 de diciembre de 2006, con un aporte inicial de US\$604,5 millones

(2) Incluye costos asociados a asesorías y otros.

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

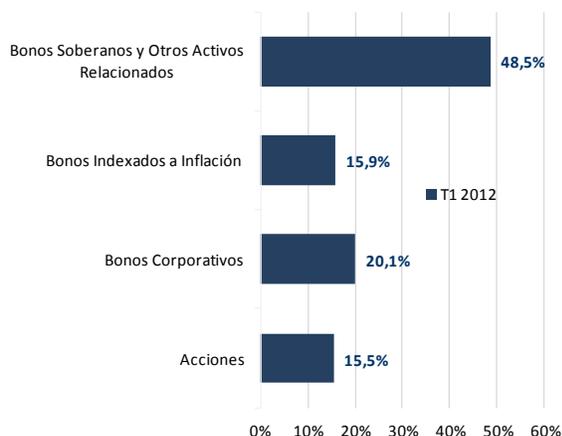
IV. CARTERA DE INVERSIÓN.

Una nueva política de inversión para el FRP fue implementada durante el primer trimestre de 2012. Ésta define una composición referencial de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos⁷ ⁸. Es importante señalar que la implementación de la nueva política empezó el 1 de enero de 2012 y finalizó a mediados de marzo.

La nueva política mantiene un énfasis pasivo y, por lo tanto, la distribución entre clase de activos es muy parecida a la composición referencial descrita antes (ver gráfico 3). De esta forma, al cierre del primer trimestre, del total de recursos del FRP, 48,5% se encuentra invertido en bonos soberanos y otros activos relacionados, 15,9% en bonos indexados a inflación, 20,1% en bonos corporativos y 15,5% en acciones. Cabe señalar que al cierre del trimestre anterior 82,9% se encontraba invertido en instrumentos de riesgo soberano y 17,1% en instrumentos de riesgo bancario. Asimismo, la composición de la cartera por país, sector económico, moneda, tipo de riesgo, duración, etc., va a estar dada por las características de los comparadores referenciales o *benchmarks* definidos para cada clase de activo (ver la sección VIII.2).

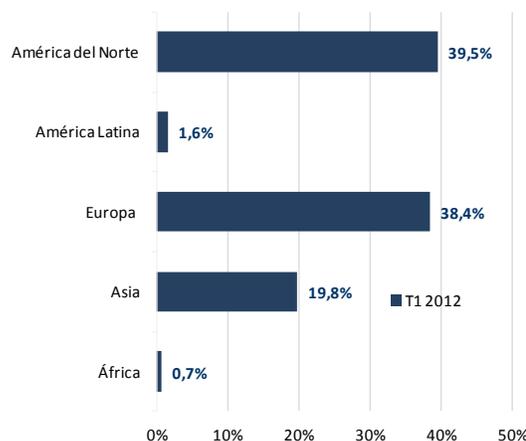
Al analizar las inversiones por zona geográfica se observa que gran parte del portafolio está expuesto principalmente a América del Norte (39,5%), principalmente a EE.UU., y a Europa (38,4%). En esta última región el fondo se encuentra invertido en varios países cuya participación depende principalmente del tamaño relativo de uno de ellos en la clase de activo correspondiente (ver cuadro 2). Por otra parte, la exposición a Asia es 19,8%, esencialmente a Japón. Finalmente, la participación del fondo en América latina y África es bastante menor y cercana al 2% de la cartera total (ver gráfico 4).

Gráfico 3
Inversiones en por clase de activo, como porcentaje del fondo (Primer trimestre 2012)



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

Gráfico 4
Inversiones en riesgo soberano por zona geográfica, como porcentaje del fondo (Primer trimestre 2012)



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

⁷ La política anterior consideraba una composición referencial de 30% en mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos (nominales) y 3,5% en bonos indexados a inflación. La composición de monedas era 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes. Además, 15% del fondo se podía invertir en depósitos a plazo y 85% en instrumentos emitidos por los gobiernos de EE.UU., Alemania y Japón.

⁸ Otros activos relacionados corresponde a bonos emitidos por entidades relacionadas a los gobiernos como son las agencias, empresas estatales, municipalidades, empresas que cuentan con la garantía del estado, etc.

Cuadro 2

Distribución de países por clase de activo,
 como porcentaje del fondo
 (Primer trimestre 2012)

Países	Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	Bonos Indexados a Inflación	Bonos Corporativos	Acciones	Total
Alemania	4,2%	0,7%	0,3%	0,6%	5,7%
Australia	1,9%	0,2%	0,6%	0,5%	3,2%
Bélgica	0,4%	0,0%	0,0%	0,1%	0,5%
Canadá	2,2%	0,6%	1,1%	0,7%	4,6%
España	0,7%	0,0%	0,4%	0,2%	1,3%
Estados Unidos	11,7%	6,6%	8,2%	7,4%	34,0%
Francia	3,6%	2,1%	1,1%	0,5%	7,3%
Holanda	1,8%	0,0%	1,6%	0,2%	3,5%
Italia	1,8%	1,2%	0,2%	0,1%	3,3%
Japón	12,7%	0,0%	0,7%	1,3%	14,7%
Reino Unido	2,4%	4,3%	2,8%	1,3%	10,7%
Supranacional	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
Otros	3,9%	0,3%	3,2%	2,7%	10,2%
Total	48,5%	15,9%	20,1%	15,5%	100,0%

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

En relación a la distribución por sector económico se observa que el portafolio está expuesto principalmente al sector soberano (60,6%), al financiero (14,3%) y al de consumo no cíclico (5,2%). El resto de los sectores tienen participaciones menores a 4% (ver gráfico 5). Es importante señalar que la exposición soberana es principalmente a través de bonos emitidos por países o de otros emisores relacionados mientras que en los otros sectores las inversiones corresponden a bonos corporativos y acciones.

Con respecto a la clasificación de riesgo (ver cuadro 3), 71,8% de la cartera de renta fija tiene clasificación superior o igual a AA⁹. Las inversiones en ese rango de riesgo crediticio corresponden principalmente a bonos soberanos y otros activos relacionados, y bonos indexados a inflación. A su vez, 17,7% de la cartera de renta fija tiene clasificación entre A- y BBB+ de la cual 12,2% corresponde a inversiones en bonos corporativos. Por clase de activo, 89% de los bonos soberanos y otros activos relacionados tienen una clasificación superior o igual a AA- y 93% de los bonos soberanos indexados a inflación tienen una clasificación superior o igual a AA+. En el caso de bonos corporativos, el 69% tiene una clasificación superior o igual a A-. En relación al trimestre anterior (ver gráfico 6) existe una disminución en la calidad de crediticia de la cartera debido a la mayor diversificación de la nueva política de inversión que ahora incluye nuevos emisores soberanos y empresas.

⁹ Solamente se puede invertir en instrumentos de renta fija con grado de inversión, es decir, cuya clasificación de riesgo es superior a BBB-.

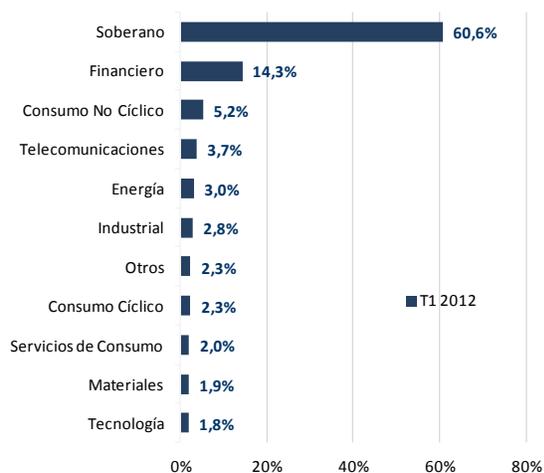
Cuadro 3
Clasificación de riesgo por clase de activo,
 como porcentaje del fondo
 (Primer trimestre 2012)

Clasificación de Riesgo	Bonos			Total Renta Fija
	Soberanos y Otros Activos Relacionados ⁽¹⁾	Bonos Indexados a Inflación	Bonos Corporativos	
AAA	17,4%	9,6%	0,1%	27,1%
AA+	17,1%	7,9%	0,3%	25,2%
AA	1,1%	0,0%	0,9%	2,1%
AA-	15,5%	0,0%	2,0%	17,5%
A+	0,4%	0,0%	4,0%	4,4%
A	0,3%	0,0%	4,2%	4,5%
A-	2,9%	1,4%	4,8%	9,1%
BBB+	1,1%	0,0%	7,4%	8,6%
Otros ⁽¹⁾	1,7%	0,0%	0,0%	1,7%
Total Fondo	57,4%	18,8%	23,8%	100,0%

(1) Efectivo y efectivo equivalente

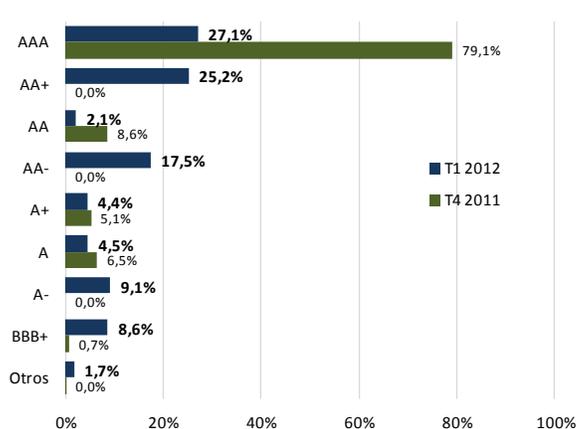
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por JPM organ.

Gráfico 5
Inversiones por sector económico,
 como porcentaje del fondo
 (Primer trimestre 2012)



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

Gráfico 6
Inversiones por clasificación de riesgo - portafolio renta fija,
 como porcentaje del fondo
 (Primer trimestre 2012)

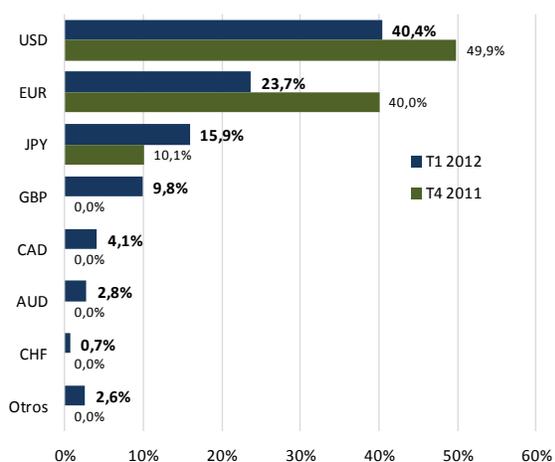


Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por el BCCh

Al desagregar las inversiones por moneda al cierre del trimestre, se observa que las principales monedas son el dólar (40,4%), el euro (23,7%) y el yen (15,9%), sumando aproximadamente 80% del portafolio total (ver gráfico 7). En relación al trimestre anterior se incorporan nuevas monedas entre las que destacan la libra esterlina (GBP), el dólar canadiense (CAD), el dólar australiano (AUD) y el franco suizo (CHF). Las inversiones en USD, EUR, JPY y GBP representan el 77% de las acciones, 96% de los bonos corporativos, y 91% de los bonos soberanos y otros activos relacionados. Por su parte, el 93% de bonos indexados a inflación se encuentra invertido en USD, EUR y GBP (ver cuadro 4).

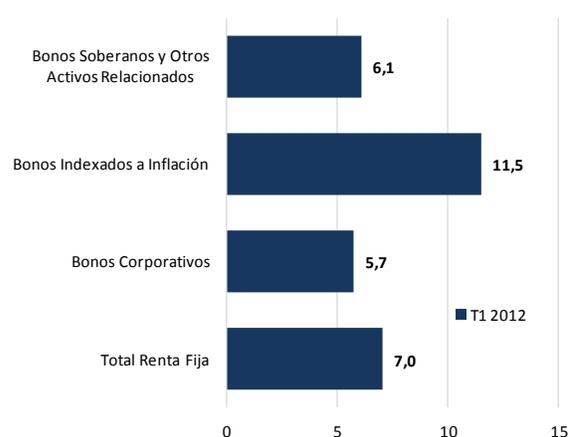
La duración de la cartera de renta fija del FRP al cierre del trimestre era de 7,0 años, lo que equivale a una permanencia promedio de los instrumentos en la cartera del fondo de 2.571 días (ver gráfico 8).

Gráfico 7
Inversiones por moneda, como porcentaje del fondo (Primer trimestre 2012)



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

Gráfico 8
Duración por clase de activo - portafolio renta fija, en años (Primer trimestre 2012)



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

Cuadro 4
Distribución de monedas por clase de activo, como porcentaje del fondo (Primer trimestre 2012)

Clase de Activo	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	AUD	CHF	Otros	Total
Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	29,6%	26,7%	28,7%	5,6%	4,7%	4,1%	0,2%	0,5%	100,0%
Bonos Indexados a Inflación	41,8%	24,5%	0,0%	26,8%	3,5%	1,3%	0,0%	2,1%	100,0%
Bonos Corporativos	58,0%	26,3%	3,9%	7,6%	3,0%	0,6%	0,5%	0,1%	100,0%
Acciones	49,5%	10,6%	8,1%	8,4%	4,4%	3,1%	3,1%	12,8%	100,0%
Total	40,4%	23,7%	15,9%	9,8%	4,1%	2,8%	0,7%	2,6%	100,0%

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

V. RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.

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. 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 primer trimestre fue de 0,69% en dólares y -5,39% equivalente en pesos (ver cuadro 5). El retorno del trimestre, se explica principalmente por la rentabilidad obtenida en acciones y bonos corporativos (ver cuadro 6), 5,76% y 0,70%, compensadas en parte por los resultados de bonos soberanos y otros activos relacionados (-1,53%) y de bonos soberanos indexados a inflación (-0,62%). Por su parte, la rentabilidad anualizada desde el inicio¹⁰ al cierre del primer trimestre fue de 4,89% en dólares y de 2,98% equivalente en pesos. El desempeño del fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, fue de -66 puntos base (pb) en el trimestre, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual se ha mantenido 33 puntos base bajo el *benchmark*.

Cuadro 5
Rentabilidad en dólares y pesos,
en porcentaje

	2007 ^(a)	2008	2009	2010	2011	2012 T1	Desde Inicio (anualizado) ^(a)
Retorno en USD	8,86%	7,59%	2,28%	1,81%	3,41%	0,69%	4,89%
Exceso de Retorno (pb) ^(b)	-24	-17	-35	-18	0	-66	-33
Tipo de cambio CLP	-8,07%	26,80%	-19,50%	-7,52%	11,34%	-6,08%	-1,91%
Retorno en CLP ^(c)	0,79%	34,39%	-17,22%	-5,71%	14,75%	-5,39%	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 exceso de retorno en 2012 y desde el inicio excluye aquellos componentes del portafolio que contaban con una autorización temporal para desviarse del *benchmark* debido a la implementación de la nueva política de inversión.

^(c) 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 BCCCh

Cuadro 6
Rentabilidad por clase de activo,
en porcentaje
(Primer trimestre 2012)

Clase de Activo	2012 T1
Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados	-1,53%
Bonos Indexados a Inflación	-0,62%
Bonos Corporativos	0,70%
Acciones	5,76%
Total Portafolio	0,69%

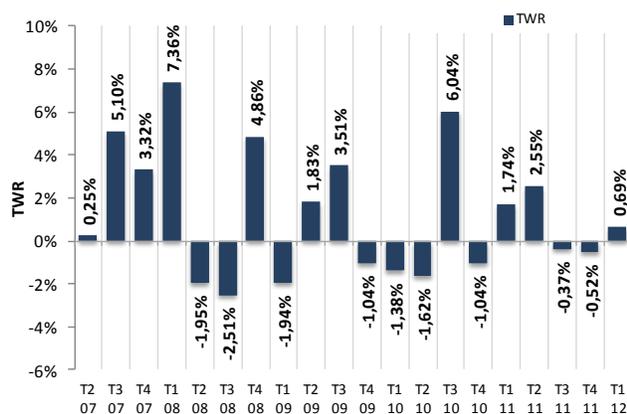
Fuente: Ministerio de Hacienda en base a información proporcionada por BCCCh

¹⁰ 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 BCCCh.

El gráfico 9 presenta los rendimientos trimestrales del fondo en dólares desde el 31 de marzo de 2007. Por su parte, la tasa interna de retorno (TIR) en dólares fue 0,69% durante el primer trimestre de 2012 y 3,94% desde el inicio del fondo (ver cuadro 7).

La volatilidad del portafolio durante los últimos tres años, expresada como la desviación estándar de sus retornos mensuales en forma anualizada fue de 5,31%. El tracking error ex -post anualizado de los últimos tres años a este trimestre fue de 46 pb (ver cuadro 8).

Gráfico 9
TWR Trimestral en dólares,
en porcentaje



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

Cuadro 7
Tasa Interna de Retorno,
en porcentaje

	2012 T1	Desde Inicio
Tasa Interna de Retorno	0,69%	3,94%

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

Cuadro 8
Indicadores de riesgo,
en porcentaje y pb

	2012 ^(a) T1
Desviación Estándar	5,31%
Tracking Error (ex post) ^(b) (pb)	46

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

^(b) En el cálculo del tracking error se excluyeron los excesos de retorno de aquellos componentes del portafolio que estaban en periodo de transición producto de la implementación de la nueva política de inversión.

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

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 FRP 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 FRP por US\$77.181 (ver cuadro 9).

VI.2. Costos

En el período la administración y custodia de valores generaron costos para el fondo por un total de US\$292.206, de los cuales US\$130.047 corresponden al pago de los servicios de administración que realiza el BCCh, US\$91.572 correspondientes al pago de los servicios de custodia de valores que realiza el Banco JPMorgan y US\$70.588 corresponden a otros pagos asociados a la remuneración del consultor Strategic Investment Solutions (SIS) que asesoró al BCCh en el proceso de selección de administradores externos llevado a cabo durante 2011.

Cuadro 9
Resumen Otros Flujos del Trimestre,
 en dólares

<i>Otros Flujos en US\$</i>	T1 2012
Administración (BCCh)	-130.047
Custodio (JP Morgan)	-91.572
Otros	-70.588
Costos Totales	-292.206
Securities Lending	77.181
Total Otros Flujos	-215.025

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.

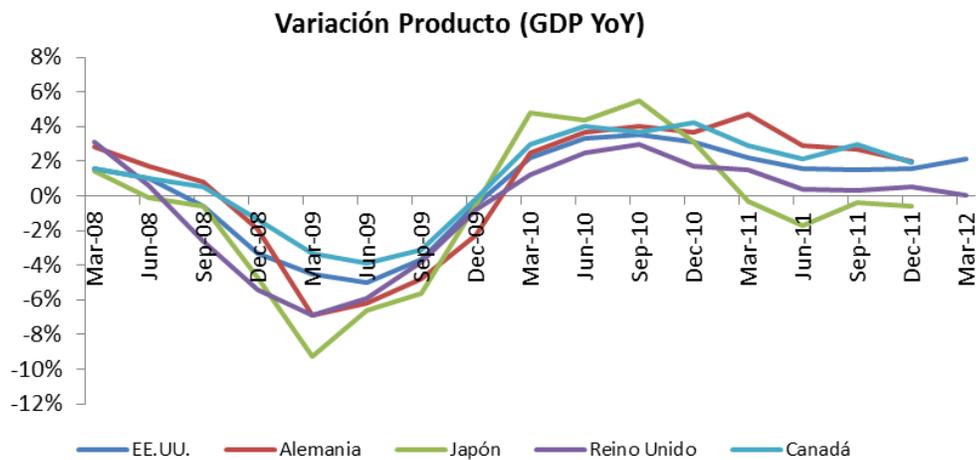
Para el cierre del primer trimestre de 2012, se observó una variación moderada en la tasa anual de crecimiento del producto de EE.UU. (2,1%), en línea con la expectativa de la Reserva Federal (FED). El consumo privado, que representa cerca del 70% del producto de ese país, contribuyó con un 2,0% al crecimiento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

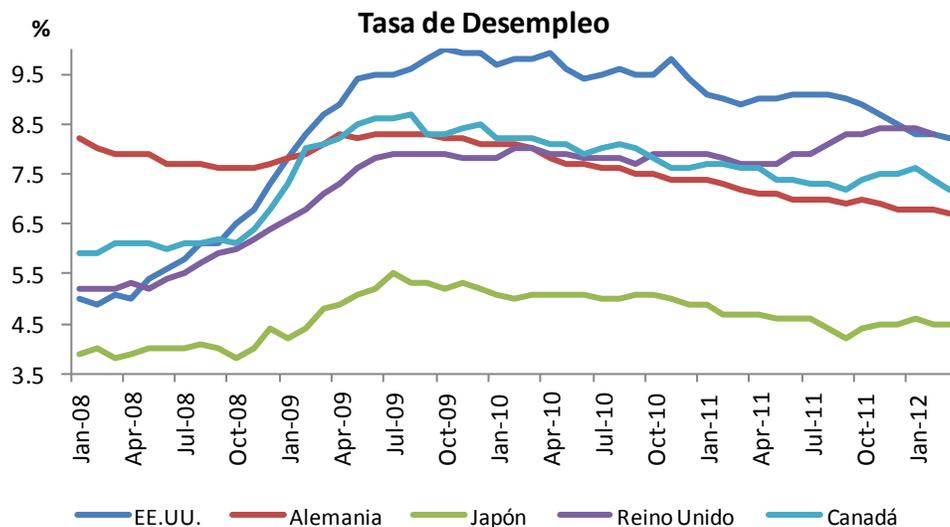
Aun cuando al cierre de este informe no se conocían las cifras de crecimiento para el primer trimestre de Alemania y Canadá, los indicadores de actividad publicados durante el periodo para esos países así como la positiva evolución de sus respectivos mercados laborales, sugieren un crecimiento económico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

Gráfico 10



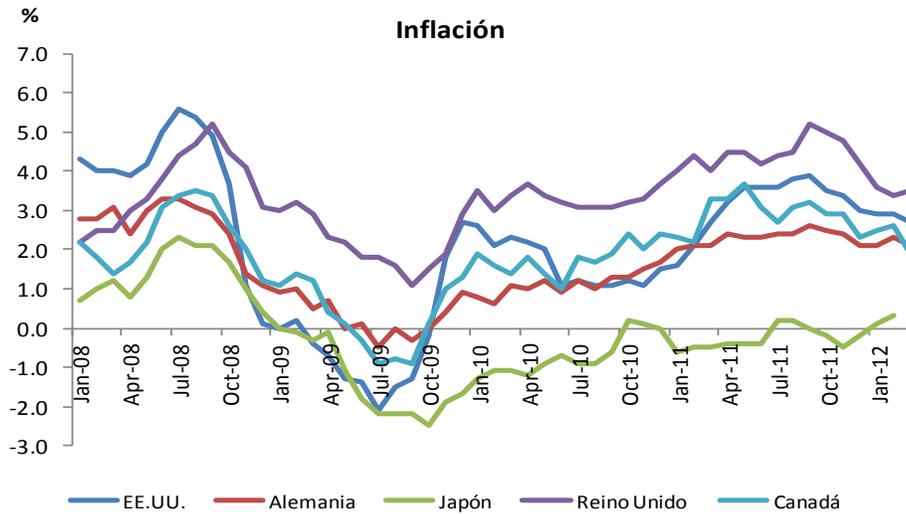
En el mercado laboral, y en línea con una tasa de crecimiento moderada, la tasa de desempleo publicada en el trimestre para EE.UU. (8,2%), Canadá (7,2%) y Alemania (6,7%) confirmaron una tendencia a la baja. En tanto, el Reino Unido presentó una tasa de desempleo que aumentó en el margen, situación que 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 11



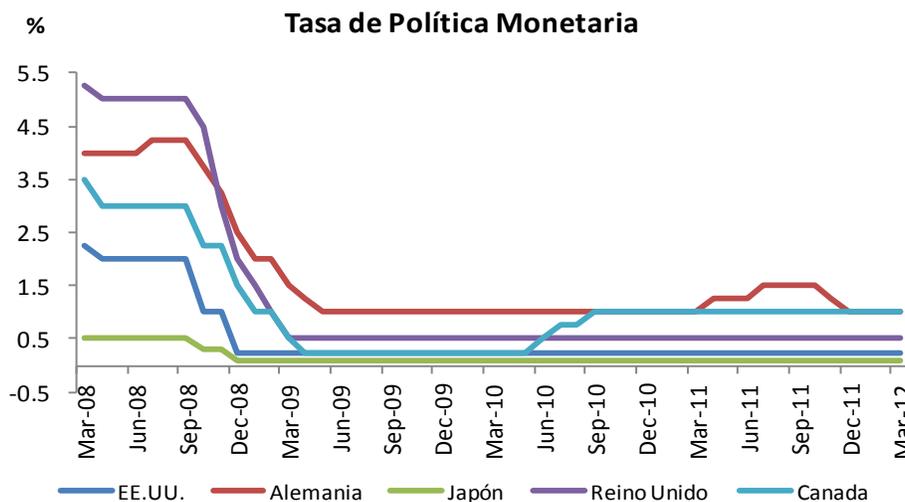
En relación con la evolución de precios y a pesar del incremento en el precio internacional de los combustibles, las tasas anuales de inflación de EE.UU. (2,7%), Alemania (2,1%), Reino Unido (3,5%) y Canadá (1,9%) exhibieron una disminución con respecto al cierre del trimestre anterior. Por su parte, 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 12



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.

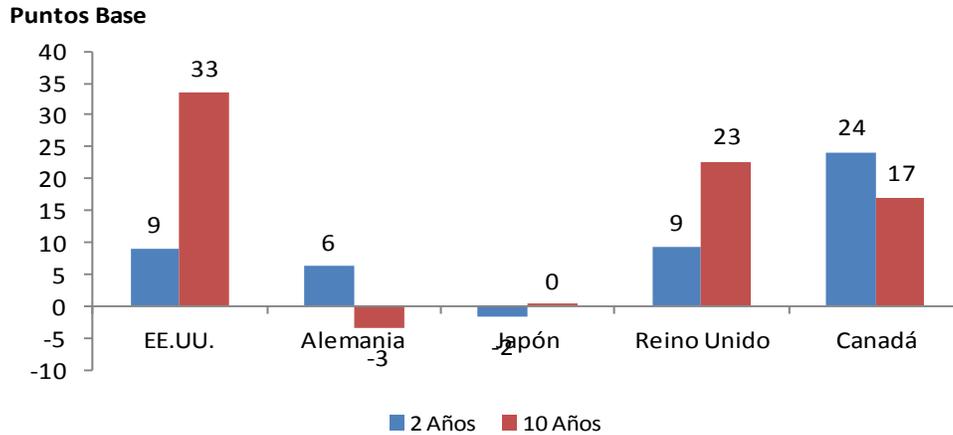
Gráfico 13



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 14

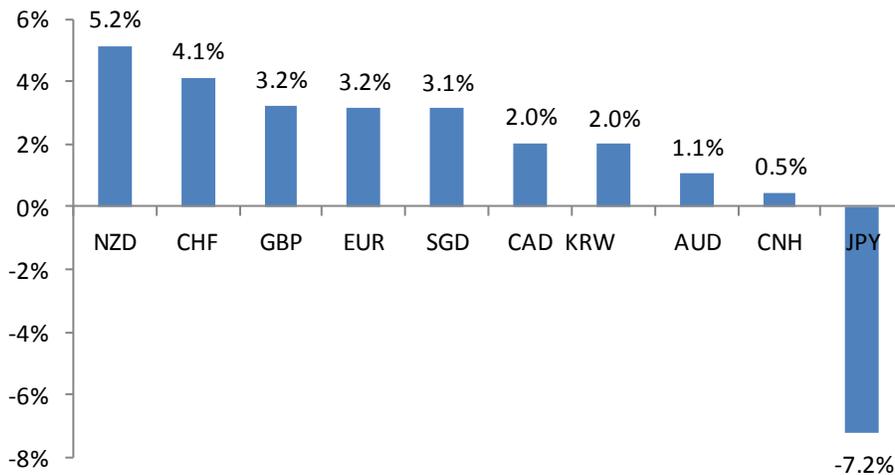
Evolución Curva de Rendimiento (2 años y 10 años)



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.

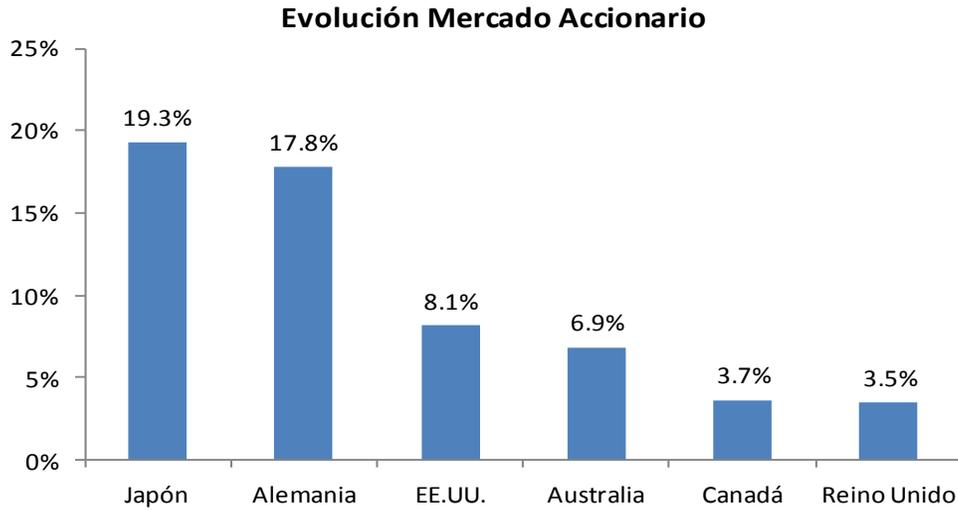
Gráfico 15

Evolución Monedas v/s USD



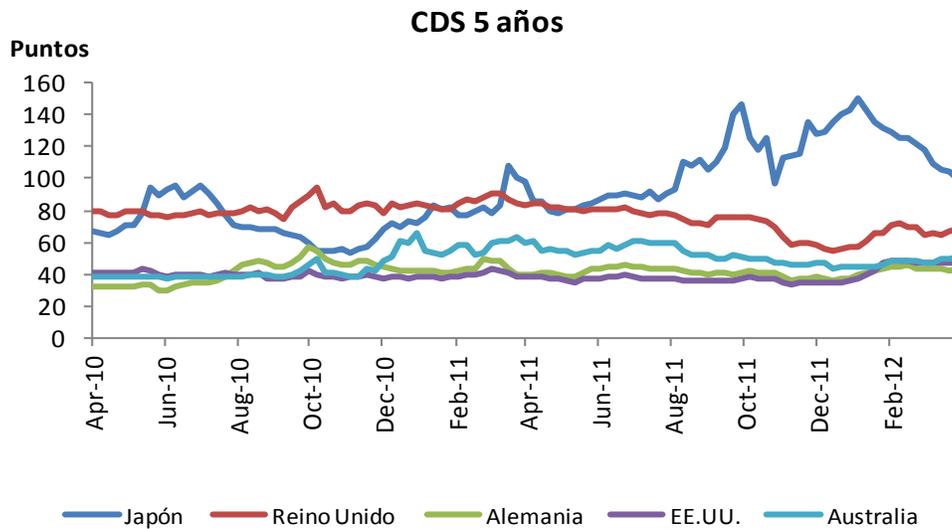
En el mercado accionario, los principales índices bursátiles presentaron un desempeño positivo durante el primer trimestre de 2012. En Japón, destacó un crecimiento de 19,3% del Nikkei, influenciado por los anuncios en materias de inflación y liquidez. Por su parte, Alemania también registró un alza 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 16



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 17



VIII. ANEXO

VIII.1. 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 periodo¹¹.

¹¹ 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.

- **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 TWR¹² 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 costos¹³ e ingresos del securities lending.

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

donde:

$$r_i = \frac{\text{valor_activos}_i - \text{aportes} + \text{retiros} + \text{cos tos} - \text{sec urities_lending}}{\text{valor_activos}_{i-1}}$$

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.

- **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.

• 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.

¹² Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

¹³ Sólo se incluyen los costos de custodia y asesoría.

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 informar ambos para poder aplicar una adecuada evaluación de desempeño.

VIII.2. Benchmark

El portafolio de referencia tiene la siguiente estructura a partir del 17 de enero de 2012.

- ✓ **Bonos soberanos y otros activos relacionados:** se toma como referencia los índices Barclays de bonos de gobierno global agregado, y el de bonos relacionados a instrumentos soberanos.
- ✓ **Bonos indexados a inflación:** se utiliza el índice de Barclays de instrumentos indizados a la inflación global agregado. Este índice sigue el comportamiento de los bonos de gobierno (reales) representativo global.
- ✓ **Bonos corporativos:** Se usa el índice Barclays de bonos corporativos global agregado.
- ✓ **Acciones:** Se usa el índice global de acciones ACWI de Morgan Stanley, con dividendos reinvertidos.

Composición Referencial		Benchmarks
Clase de Activo	Porcentaje del Total	
Bonos Soberanos y otros Activos Relacionados ¹	48%	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged) Barclays Capital Global Aggregate Governmen-Related (unhedged)
Bonos Soberanos Indexados a Inflación (real)	17%	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos Corporativos	20%	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15%	MSCI All Countru World Index (unhedged, con los dividendos reinvertidos)

¹Cada índice de esta clase de activo se agrega de acuerdo a su capitalización relativa.

IX. GLOSARIO¹⁴

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.

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.

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.

Estructura referencial: Portafolio de referencia que orienta y permite evaluar la gestión de un portafolio.

Interés devengado: Son los intereses ganados en un período de tiempo aún no cobrados o pagados.

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

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.

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.

¹⁴ Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

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.

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.