



GOBIERNO DE CHILE
MINISTERIO DE HACIENDA

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Informe Trimestral a Septiembre 2007

INDICE

I.	INTRODUCCIÓN	4
II.	VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN	5
II.1.	VALOR DE MERCADO DEL FEES	5
II.2.	EVOLUCIÓN DEL FEES.....	7
II.2.1	<i>Aportes y Retiros</i>	7
II.2.2	<i>Evolución de las inversiones financieras</i>	8
III.	EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL TERCER TRIMESTRE	9
III.1.	PRINCIPALES DESARROLLOS MACROECONÓMICOS.....	9
III.2.	MERCADO DE RENTA FIJA	11
III.3.	PRINCIPALES <i>SPREADS</i> ENTRE INSTRUMENTOS DE CARTERA	12
III.4.	PARIDADES.....	13
IV.	ANEXOS	14
IV. ANEXO 1.	POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL	15
IV.1.1	<i>Portafolio de Referencia (Benchmark)</i>	15
IV.1.2	<i>Límites de Inversión</i>	16
IV. ANEXO 2.	MÉTODOS DE CÁLCULOS DE ESTIMACIÓN DE LOS RETORNOS	19
IV.2.1	<i>Tasa Interna de Retorno</i>	19
IV.2.2	<i>Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted Return (TWR)</i>	20
IV.2.3	<i>TWR vs. TIR</i>	21
IV. ANEXO 3.	CÁLCULO DEL BENCHMARK PARA EL FEES.....	22
IV.3.1	<i>Cálculo del comparador para Libid y T-Bills</i>	22
IV.3.2	<i>Cálculo del comparador para bonos nominales</i>	23
IV.3.3	<i>Cálculo del comparador para bonos indexados a inflación</i>	24
IV.3.4	<i>Cálculo del comparador de los fondos</i>	24
IV.3.5	<i>Fórmula para el ajuste por tipo de cambio</i>	25
IV. ANEXO 4.	GLOSARIO	26

PREFACIO

El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), constituido el presente año, acumula los flujos superavitarios que se generan por la aplicación de la regla de balance estructural, y servirá como fuente de financiamiento para periodos de déficit fiscal.

Autorizada por la Ley de Responsabilidad Fiscal¹, la Presidenta de la República creó el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) mediante el decreto con fuerza de ley N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda² (en lo sucesivo, el DFL del FEES). Este fondo se constituyó el día 6 de marzo de 2007, mediante un aporte inicial de **US\$ 2.580,0 millones**, de los cuales **US\$ 2.563,7 millones** correspondían al saldo del antiguo *Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre* (FCC), que se refundió en el FEES.

Desde su inicio, los recursos del FEES han sido administrados por el Banco Central de Chile, bajo pautas de inversión definidas dentro del marco del DFL del FEES e instrucciones complementarias³. Dichas pautas incluyen la contratación de un banco custodio global que a la vez actúe como proveedor de la información base para la evaluación de desempeño y la elaboración de los reportes asociados a la administración del FEES. Actualmente esta labor es realizada por *JP Morgan Worldwide Securities Services*.

¹ Ley N° 20.128, publicada en el Diario Oficial con fecha 30 de septiembre de 2006.

² Publicado en el Diario Oficial con fecha 12 de febrero de 2007.

³ El Banco Central efectúa la administración del FEES en su calidad de Agente Fiscal, según los términos del decreto N° 1.383, de 2006, del Ministerio de Hacienda (decreto de Agencia).

I. INTRODUCCIÓN

Desde su creación el 6 de marzo del 2006, el portafolio del FEES ha generado intereses por **US\$ 550,54 millones**, equivalente a una tasa interna de retorno (TIR) de **6,78%** para dicho periodo. Durante el tercer trimestre y producto de la crisis sub-prime en EEUU los inversionistas reasignaron sus portafolios hacia activos más seguros y de mejor calidad (*"flight to quality"*) lo que hizo caer significativamente las tasas de los instrumentos de renta fija. Esto impactó positivamente el valor del fondo y por eso la TIR del tercer trimestre alcanzó **5,11%**.

El valor del FEES para fines de septiembre fue de **US\$ 11.150,54 millones**. Durante el tercer trimestre el fondo recibió aportes por un total de **US\$ 1.000 millones**. El portafolio del fondo a fines del tercer trimestre está compuesto por 50% en dólares de los Estados Unidos de América⁴ (USD), 40% en euros (EUR) y 10% en yenes (JPY).

El presente informe está dividido en dos partes. Primero se muestra el valor y la evolución del FEES durante el tercer trimestre junto con la composición del portafolio separada por monedas y tipo de riesgo. Luego se incluye una explicación respecto a la evolución de los mercados relevantes para las inversiones del FEES durante el periodo analizado, elaborado para estos efectos, por el Agente Fiscal.

Junto a lo anterior, se incluyen anexos en los que se desarrolla la política de inversión actual, aspectos metodológicos sobre los cálculos utilizados para la preparación del comparador referencial (*benchmark*) y sobre los resultados informados en el presente informe y un glosario para la mejor comprensión del mismo.

⁴ En adelante dólares

II. VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN

Dado que el FEES tiene un inicio reciente, junto con entregar información respecto al trimestre, se considera oportuno agregar algunos indicadores desde su fecha de origen. Cabe destacar que la medición formal del desempeño del FEES se inició el 1 de Abril, dejando los días previos como un periodo de implementación para la política de inversión del Fondo.

II.1. Valor de Mercado del FEES

El valor de mercado del FEES al 28 de septiembre alcanzó los **US\$ 11.150,54 millones**. El cuadro a continuación muestra el detalle mensual del cambio en el valor de mercado del fondo:

Cambio en Valor de Mercado (MM USD)	3er Trimestre		
	Julio	Agosto	Septiembre
Valor de Mercado Inicio	9.656,37	9.832,49	9.930,59
Aportes			1.000,00
Cambio en Valor de Mercado	176,12	98,10	219,95
Valor de Mercado Final	9.832,49	9.930,59	11.150,54

Fuente: JP Morgan

Desde su creación hasta fines del tercer trimestre el portafolio del FEES ha generado intereses por **US\$ 550,54 millones** equivalente a una Tasa Interna de Retorno (TIR)⁵ en dólares para dicho período de **6,78%**. La TIR en dólares del FEES en el tercer trimestre fue de **5,11%**.

⁵ Ver anexo metodológico.

La composición del FEES durante el tercer trimestre por clase de riesgo y monedas, valorizados en dólares⁶ fue la siguiente:

Riesgo	Moneda Origen	Monto (MM USD)		
		Julio	Agosto	Septiembre
Soberanos	USD	3.680,05	3.551,13	3.672,75
	EUR	2.972,16	2.982,67	3.155,28
	JPY	697,72	722,12	695,33
Agencias	USD			244,29
	EUR			
	JPY			
Bancario	USD	1.228,48	1.362,62	1.656,38
	EUR	963,16	1.058,36	1.311,59
	JPY	290,91	253,69	414,92
Total		9.832,49	9.930,59	11.150,54

Fuente: JP Morgan

Adicionalmente se muestra un cuadro resumen por moneda y su respectiva duración.

Moneda Origen	Julio		Agosto		Septiembre	
	Monto (MM USD)	Duración (años)	Monto (MM USD)	Duración (años)	Monto (MM USD)	Duración (años)
USD	4.908,54	2,20	4.913,75	2,40	5.573,42	2,39
EUR	3.935,32	2,35	4.041,03	2,36	4.466,87	2,37
JPY	988,63	2,64	975,81	2,70	1.110,25	2,36
Total	9.832,49	2,44	9.930,59	2,44	11.150,54	2,38

Fuente: JP Morgan

⁶ Las paridades usadas para los cierre de mes según Fuente JP Morgan fueron:

Julio 1,3689 USD/EUR y 119,065 JPY/USD.

Agosto 1,3632 USD/EUR y 115,915 JPY/USD.

Septiembre 1,4221 USD/EUR y 115,015 JPY/USD.

II.2. Evolución del FEES

II.2.1 Aportes y Retiros

Desde el día de su constitución, el FEES ha recibido los siguientes aportes:

Fecha	Monto (USD)
06-Mar-07	2.580.000.000,00
07-Mar-07	1.228.621.967,16
08-Mar-07	2.191.378.032,84
30-Mar-07	1.100.000.000,00
15-Jun-07	1.000.000.000,00
28-Jun-07	950.000.000,00
29-Jun-07	550.000.000,00
28-Sep-07	1.000.000.000,00
Total	10.600.000.000,00

Fuente: Dirección de Presupuestos

El fondo se constituyó el día 6 de marzo de 2007, mediante un aporte inicial de **US\$ 2.580,0 millones**, de los cuales **US\$ 2.563,7 millones** correspondían al saldo del antiguo *Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre* (FCC), que de acuerdo a la ley N° 20.128, se refundió en el FEES. Del total de **US\$ 10.600 millones**⁷ en aportes hasta septiembre 2007, **US\$ 1.000,0 millones** fueron entregados durante el tercer trimestre.

Cabe señalar que durante el primer semestre se cumplió con el aporte neto que correspondía entregar durante el año 2007, equivalente a **US\$ 7.074,4 millones** de acuerdo al decreto N° 1.112, de 2007, del Ministerio de Hacienda en conformidad a lo dispuesto en la Ley sobre Responsabilidad Fiscal.

Durante septiembre, el Agente Fiscal descontó, con cargo al rendimiento de las inversiones del FEES, un monto de US\$ 113.000, correspondiente a la retribución trimestral acordada en el marco de la Agencia Fiscal para los primeros 4 trimestres, por concepto de gastos directos y costos incurridos (artículo 9°, letra a), del decreto de Agencia.

⁷ En Junio, el FEES recibió un aporte de US\$ 60 millones, los que fueron retirados el mismo día para incrementar el Fondo de la ley N° 20.063 (Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo), conforme lo dispuso la ley N° 20.197. Ambos flujos (ingreso y retiro) no tuvieron un efecto financiero por lo cual se omiten.

II.2.2 Evolución de las inversiones financieras

Se presenta la evolución acumulada del FEES hasta septiembre 2007 (Gráfico 1), medido a través de un índice que representa las variaciones diarias en el valor de mercado del portafolio expresado en dólares, cuyo valor base es 100 el 31 de marzo.

Gráfico 1: Evolución del FEES

(Índice 31 marzo=100)



Fuente: Elaboración propia en base a información suministrada por JP Morgan , Banco Central y Bloomberg

Durante el tercer trimestre, el retorno del índice fue de **5,12%**, mientras que el retorno del *benchmark* fue de un **5,20%**. En términos acumulados desde el 31 de marzo de 2007, el índice registró una rentabilidad equivalente a **5,35%** mientras que el *benchmark* tuvo una rentabilidad equivalente a **5,45%**. El siguiente cuadro muestra un resumen de las rentabilidades en dólares del índice del portafolio y de su *benchmark*:

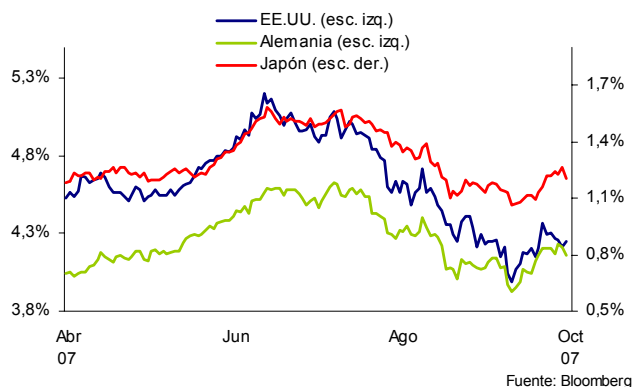
	Tercer Trimestre		Acumulado desde 31 marzo	
	Periodo	base 365	Periodo	base 365
Índice FEES	5,12%	22,16%	5,35%	11,08%
Benchmark	5,20%	22,53%	5,45%	11,29%
Retorno Diferencial	-0,08%	-0,37%	-0,10%	-0,21%

Fuente: Dirección de Presupuestos

III. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL TERCER TRIMESTRE

Los principales desarrollos macroeconómicos y financieros estuvieron asociados a noticias negativas que se dieron a conocer en relación al mercado de hipotecas *sub-prime* en Estados Unidos. Producto de estos acontecimientos, se verificó una reducción en el apetito por riesgo por parte de los inversionistas. Esto se tradujo en una caída sistemática en el rendimiento de los instrumentos de renta fija soberanos durante la mayor parte del tercer trimestre. Este fenómeno tuvo repercusiones a lo largo de los distintos mercados, incluidos los de Europa y Japón. A modo de ilustración, el rendimiento del bono del tesoro americano a 5 años plazo experimentó una caída de 67 puntos base durante el trimestre, mientras que la tasa de interés del instrumento equivalente de Europa cayó en 35 puntos base, al igual que en Japón (gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución tasas de interés de bonos de 5 años a madurez



III.1. Principales desarrollos macroeconómicos

La crisis hipotecaria de EE.UU. tiene su origen en una creciente tasa de no pago de créditos *sub-prime* destinados a la compra de viviendas (al cierre del segundo trimestre esta tasa llegó casi al 15%). Este fenómeno, sumado al sostenido deterioro de las condiciones del mercado inmobiliario (caída sostenida en precio y venta de viviendas) se tradujo en una reducción del atractivo relativo por distintos tipos de instrumentos de crédito (CDO, CMO, ABS y RMBS)⁸. Como consecuencia, la

⁸ CDO: Collateralized Debt Obligations; CMO: Collateralized Mortgage Obligations; ABS: Asset Backed Securities; RMBS: Residential Mortgage Backed Securities.

percepción de riesgo asociado a estos activos aumentó, visión que fue reforzada con noticias relacionadas a anuncios de revisión a la baja de clasificaciones de riesgo de algunas emisiones de importantes instituciones financieras. En línea con lo anterior, los inversionistas comenzaron a liquidar posiciones y a desviar recursos hacia activos más seguros (*flight to quality*), generando un mayor deterioro en la valoración de estos instrumentos de crédito. En este proceso, algunas instituciones y fondos que se encontraban altamente expuestos a esta clase de activos comenzaron a declararse parcial o totalmente insolventes.

En el contexto anterior y debido a un incremento tanto en la volatilidad de las tasas de interés como en la incertidumbre respecto del daño sufrido en el balance de los bancos, se observó una reducción del volumen de fondos prestados al interior del sistema bancario. Esta reducción en la liquidez ocasionó que las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario se desalinearan respecto del nivel de la tasa de política monetaria (durante agosto, la tasa *overnight* en EE.UU. llegó al 6,00%, en circunstancia que la tasa de fondos federales alcanzaba un 5,25%).

Como consecuencia de lo anterior, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) se vio obligada a tomar medidas de excepción. Entre ellas, inyectó liquidez a la economía en reiteradas oportunidades y sostuvo una reunión extraordinaria el día 17 de Agosto donde redujo en 50 puntos base la *tasa de descuento de ventanilla*⁹. En esta reunión, además del recorte de la tasa de descuento, la Fed extendió el plazo de operaciones de préstamo por ventanilla y amplió la base de colaterales aceptados. Todo lo anterior, para ayudar a promover la liquidez en el mercado interbancario. Además, en la reunión regular del 18 de septiembre, la Fed tomó la decisión de bajar la tasa política monetaria en 50 puntos base (desde 5,25% a 4,75%) reconociendo los efectos adversos que pudiera tener sobre la economía un mal funcionamiento del mercado del crédito.

Al margen de todo lo anterior, la tasa de desempleo en EE.UU. aumentó marginalmente con respecto al trimestre anterior (de 4,5% a 4,6% promedio trimestral), mientras que el número de nuevos empleos no agrícola ascendió a 97 mil. En cuanto a precios, la inflación subyacente (excluido alimentos y energía) promedió un 2,1% durante el trimestre, aún por sobre el rango de tolerancia de la autoridad monetaria.

⁹ La tasa de descuento de ventanilla o *Discount Window Rate* corresponde a la tasa de interés a la cual la Fed ofrece préstamos de corto plazo actuando como fuente de financiamiento de último recurso.

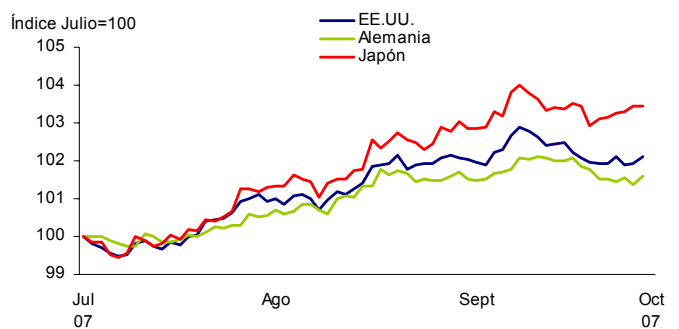
La **Zona Euro** se vio afectada por los desarrollos de EE.UU., verificándose una falta de liquidez en el mercado monetario. Esto obligó al Banco Central Europeo (BCE) a inyectar recursos a la economía en reiteradas oportunidades. En lo que respecta a actividad, se verificó una reducción en el ritmo de crecimiento económico y los distintos indicadores de confianza exhibieron una caída. Sin embargo, la tasa de desempleo continuó con una tendencia a la baja. Por otra parte, la inflación se mantuvo acotada en 1,9% durante todo el trimestre. En este periodo, el BCE mantuvo la tasa de política monetaria en 4,0%.

Japón también se vio afectado por la falta de liquidez en el mercado interbancario, obligando al Banco de Japón a inyectar recursos a la economía. Por otra parte, las lecturas de inflación se mantuvieron por debajo de cero y se verificó una disminución en el ritmo de crecimiento económico. No obstante lo anterior, la tasa de desempleo continuó estando en niveles históricamente bajos. El Banco de Japón mantuvo la tasa de política monetaria en 0,5% durante el tercer trimestre.

III.2. Mercado de renta fija

Durante el tercer trimestre y como consecuencia de los eventos ya descritos en relación al mercado *sub-prime* en EE.UU., se presentó una caída significativa en el rendimiento de los instrumentos de renta fija soberanos, lo que se tradujo en un buen desempeño de los portafolios desde la perspectiva de retorno total (gráfico 3). Vale la pena destacar que esta caída en el nivel de tasas de interés se produjo con mayor énfasis en los tramos más cortos de madurez, fenómeno que da cuenta de una reducción en el apetito por riesgo por parte de los inversionistas.

Gráfico 3: Índice de retorno total, bonos de gobierno 1 – 10 años¹⁰



Fuente: JP Morgan

¹⁰ Retorno Total expresado en moneda de origen.

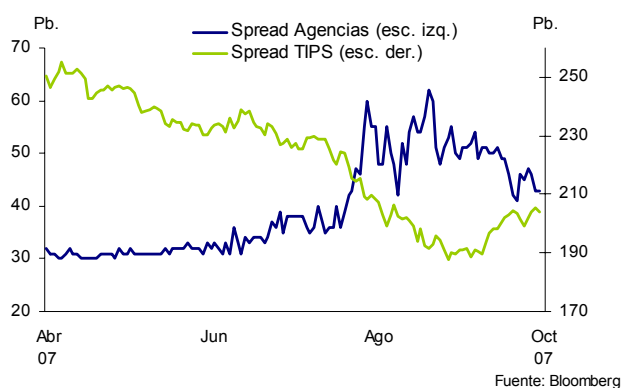
III.3. Principales *spreads* entre instrumentos de cartera

Dado los desarrollos en el mercado de hipotecas en EE.UU., los bonos de Agencias exhibieron un desempeño inferior al de los bonos del Tesoro durante el tercer trimestre. A pesar que las Agencias elegibles según las Pautas de Inversión para los portafolios del Fisco poseen clasificación de riesgo AAA y tienen un bajo porcentaje de exposición a créditos *sub-prime*, el impacto en el *Spread* de Agencias¹¹ fue significativo (gráfico 3).

Desde el punto de vista del *Spread* de Agencias, se destaca que los desarrollos relacionados a los créditos *sub-prime* no tuvo un impacto negativo sobre el valor de mercado de los portafolios del Fisco. Esto porque, desde inicio del tercer trimestre hasta la primera quincena de septiembre, no hubo posiciones en este tipo de activos.

Por otra parte, los Bonos Indexados a Inflación (TIPS)¹² de EE.UU. exhibieron un desempeño inferior al de los Bonos del Tesoro desde la perspectiva de retorno total. Desde el punto de vista de los diferenciales de tasas de interés, se observó una reducción en el *Spread* de los TIPS¹³ a lo largo de toda la curva de rendimiento, con mayor énfasis en el tramo corto de esta.

Gráfico 4: *Spread* Agencias y *spread* TIPS para bonos de 5 años



¹¹ *Spread* Agencia: Rendimiento bono Agencia menos rendimiento bono US *Treasury* de madurez equivalente.

¹² TIPS: *Treasury Inflation Protected Securities*.

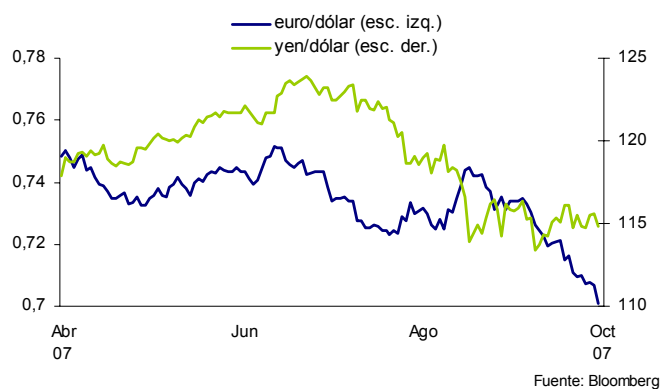
¹³ *Spread* TIPS: Rendimiento bono US *Treasury* menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

III.4. Paridades

Como consecuencia de una caída en el nivel de tasas de interés más pronunciada en EE.UU. que en otras economías, el dólar americano se depreció frente a las principales monedas durante el tercer trimestre.

La paridad euro/dólar cayó 5,03% mientras que la paridad yen/dólar cayó 6,87% (gráfico 5). Por su parte, el euro en su paridad cruzada con el yen, se depreció en 1,93% durante el tercer trimestre.

Gráfico 5: Paridad euro/dólar y yen/dólar



IV. ANEXOS

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

IV. Anexo 1. POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Las normas complementarias enviadas al Agente Fiscal para la administración del FEES, incluyen un portafolio de referencia (*benchmark*) con el cual se mide el desempeño de administración, así como ciertos límites que velan por una adecuada diversificación de los instrumentos financieros.

IV.1.1 Portafolio de Referencia (Benchmark)

El portafolio de referencia para el FEES tiene tres componentes principales: mercado monetario, bonos nominales y bonos indexados. La estructura de monedas del portafolio incluye dólares (**USD**), euros (**EUR**) y yenes (**JPY**).

	USD	EUR	JPY	TOTAL
Mercado Monetario (*)	15,00%	12,00%	3,00%	30,00%
Libid 6 meses	7,5000%	6,0000%	1,5000%	15,0000%
Letras del Tesoro 6 meses	7,5000%	6,0000%	1,5000%	15,0000%
Bonos Nominales	31,50%	28,00%	7,00%	66,50%
JPM 1-3 años	14,1750%	12,6000%	3,1500%	29,9250%
JPM 3-5 años	9,4500%	8,4000%	2,1000%	19,9500%
JPM 5-7 años	3,9375%	3,5000%	0,8750%	8,3125%
JPM 7-10 años	3,9375%	3,5000%	0,8750%	8,3125%
Bonos Indizados	3,50%			3,50%
Barclays US TIPS	3,5000%			
TOTAL	50%	40%	10%	100%

(*) Tasas del mercado monetario con desfase de 3 meses.

IV.1.2 Límites de Inversión

A. Riesgo Crediticio

La inversión de los recursos del Fondo debe cumplir con las siguientes condiciones y requisitos en materia de riesgo crediticio.

Son emisores elegibles los siguientes:

Clase de Activos(Riesgo)	Máximo permitido
Soberanos	100%
Supranacionales o Multilaterales	60%
Bancos	50%
Instituciones financieras externas (Agencias)	30%

A.1 Riesgo soberano

Son elegibles aquellos países distintos de Chile que en los últimos 24 meses hayan mantenido una clasificación de riesgo de largo plazo equivalente a **A-** o superior, emitida por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos soberanos elegibles (entre las categorías **AAA** y **A-**) son los siguientes:

Clasificación de Riesgo	Máximo permitido
AAA	100%
AA+	
AA	90%
AA-	
A+	
A	30%
A-	

A.2 Riesgo Supranacional o Multilateral

Son elegibles aquellos organismos internacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AA-** o superiores, emitidas por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos supranacionales elegibles (entre las categorías **AAA** y **AA-**) son los siguientes:

Clasificación de Riesgo		Limite máximo (US\$ millones)
AAA	Aaa	800
AA+	Aa1	
AA	Aa2	600
AA-	Aa3	

A.3 Riesgo bancario

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

Son elegibles aquellas entidades que posean: clasificaciones de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a **A-** en a lo menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**.

Los límites de inversión por emisor se establecen en intervalos discretos según la siguiente tabla:

Clasificación de Riesgo		Limite máximo (US\$ millones)
AAA	Aaa	600
AA+	Aa1	
AA	Aa2	400
AA-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	300
A-	A3	

A.4 Riesgo de Instituciones Financieras Externas

Son elegibles las Agencias de los Estados Unidos de América que posean: clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AAA**, en al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**. Las inversiones no podrán exceder de **US\$ 800 millones** respecto de un mismo emisor.

B. Instrumentos y operaciones elegibles

Los instrumentos y operaciones elegibles son los siguientes:

B.1 Riesgo Bancario

- ✓ Mantención de saldos en cuenta corriente.
- ✓ Depósitos nocturnos (“*overnight*”, “*tomorrow night*” o “*tomorrow next*”) y depósitos de fin de semana o “*week end*” (todos estos en lo sucesivo “*overnight*”).
- ✓ Depósitos a plazo y Certificados de Depósito.
- ✓ Efectos de comercio (“*commercial paper*”).
- ✓ Aceptaciones bancarias.
- ✓ Bonos con madurez de hasta 10 años plazo.
- ✓ Operaciones de cambio (Forex, Forward y Swap).

B.2 Riesgo Soberano y Supranacional

- ✓ Mantención de saldos en cuenta corriente, depósitos a plazo y *overnight* en los bancos centrales de los países elegibles.
- ✓ Letras del Tesoro, Notas y Bonos emitidos o garantizados por gobiernos de países elegibles o por instituciones supranacionales elegibles.
- ✓ Papel Comercial, Euro Papel Comercial, Notas de Tasa Flotante, Notas de Descuento, emitidas o garantizadas por gobiernos de países elegibles o por instituciones supranacionales elegibles.

B.3 Riesgo de Instituciones Financieras Externas

- ✓ Letras y Notas a Descuento.
- ✓ Bonos.

B.4 Otras Operaciones Elegibles

- ✓ Forwards y swaps de moneda.

IV. Anexo 2. 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 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* el *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.

IV.2.1 Tasa Interna de Retorno

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

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

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

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

Las tasas de retorno calculadas con el método iterativo de la TIR, se ven afectadas por el *timing* y la magnitud de los flujos netos de caja realizados durante el periodo¹⁴.

IV.2.2 Retorno ponderado por tiempo, Time Weighted 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 TWR¹⁵ 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, y luego se compone cada uno de los retornos diarios.

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

En que:

$$r_t = \frac{\text{valor_activos}_t - \text{aportes}_t + \text{retiros}_t}{\text{valor_activos}_{t-1}} - 1$$

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

¹⁴ 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.

¹⁵ Fabozzi y Frank, *Investment Management*, © 1995, pp 611-618

entre un día y el día inmediatamente anterior, excluyendo los flujos del mismo día), en un índice.

IV.2.3 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.

IV. Anexo 3. Cálculo del Benchmark para el FEES

El portafolio de referencia (benchmark) tiene 3 componentes principales:

- ✓ **Mercado Monetario de corto plazo:** se utilizan las tasas de 6 meses de la Libid y las tasas de 6 meses de los T-Bill del dólar, euro y yen con un desfase de 90 días para simular una cartera de depósitos de duración 3 meses.
- ✓ **Bonos nominales:** se toma como referencia los índices GBI de JP Morgan de bonos de gobierno de duración 1 a 3 años, 3 a 5 años, 5 a 7 años y 7 a 10 años en las 3 monedas.
- ✓ **Bonos indexados a inflación:** se utiliza el índice de Barclays de instrumentos indexados a la inflación de EEUU (US TIPS). Este índice sigue el comportamiento de los bonos de gobierno de duración entre 1 y 10 años.

Los pesos de cada uno de estos componentes son los indicados en la siguiente tabla:

	USD	EUR	JPY	TOTAL
Mercado Monetario (*)	15,00%	12,00%	3,00%	30,00%
Libid 6 meses	7,5000%	6,0000%	1,5000%	15,0000%
Letras del Tesoro 6 meses	7,5000%	6,0000%	1,5000%	15,0000%
Bonos Nominales	31,50%	28,00%	7,00%	66,50%
JPM 1-3 años	14,1750%	12,6000%	3,1500%	29,9250%
JPM 3-5 años	9,4500%	8,4000%	2,1000%	19,9500%
JPM 5-7 años	3,9375%	3,5000%	0,8750%	8,3125%
JPM 7-10 años	3,9375%	3,5000%	0,8750%	8,3125%
Bonos Indizados	3,50%			3,50%
Barclays US TIPS	3,5000%			
TOTAL	50%	40%	10%	100%

IV.3.1 Cálculo del comparador para Libid y T-Bills

La fuente de información para las tasas Libid¹⁶ es Bloomberg. Los retornos diarios se calculan con un desfase de 90 días de acuerdo con las siguientes ecuaciones:

$$Ret_Libid_t^{USD} = \frac{Libid_{t-90}^{USD}}{360} \quad Ret_Libid_t^{EUR} = \frac{Libid_{t-90}^{EUR}}{360} \quad Ret_Libid_t^{JPY} = \frac{Libid_{t-90}^{JPY}}{360}$$

¹⁶ Por convención la Libid se construye utilizando las tasas Libor, menos 1/8 o 0,125.

Las tasas Libid de euros y yenes se ajustan por tipo de cambio para expresarlas en dólares. El retorno diario del comparador de la Libid es:

$$Ret_Libid_t = 7,5\% \times Ret_Libid_t^{USD} + 6,0\% \times \left[(1 + Ret_Libid_t^{EUR}) \times \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \right] + 1,5\% \times \left[(1 + Ret_Libid_t^{JPY}) \times \frac{JPY_t}{JPY_{t-1}} - 1 \right]$$

El tipo de cambio utilizado para ajustar las tasas es el del día (sin desfase).

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

$$Ret_TBill_t^{USD} = \frac{TBill_{t-90}^{USD}}{360} \quad Ret_TBill_t^{EUR} = \frac{TBill_{t-90}^{EUR}}{360} \quad Ret_TBill_t^{JPY} = \frac{TBill_{t-90}^{JPY}}{365}$$

$$Ret_TBill_t = 7,5\% \times Ret_TBill_t^{USD} + 6,0\% \times \left[(1 + Ret_TBill_t^{EUR}) \times \frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \right] + 1,5\% \times \left[(1 + Ret_TBill_t^{JPY}) \times \frac{JPY_t}{JPY_{t-1}} - 1 \right]$$

IV.3.2 Cálculo del comparador para bonos nominales

El comparador para bonos de gobierno se calcula con los distintos índices GBI¹⁷ de JP Morgan de duración 1 a 3 años, 3 a 5 años, 5 a 7 años y 7 a 10 años para EE.UU. (USD), Alemania (EUR) y Japón (JPY). El retorno diario de cada índice en su moneda local se calcula como:

$$Ret_JPM_t = \frac{Idx_JPM_t}{Idx_JPM_{t-1}} - 1$$

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

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

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

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

¹⁷ Government Bond Indices

donde:

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

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

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

El comparador de los bonos nominales en USD es finalmente:

$$Ret_BNom_t = Ret_BNom_USD_t + Ret_BNom_EUR_t + Ret_BNom_JPY_t$$

IV.3.3 Cálculo del comparador para bonos indexados a inflación

El comparador para bonos indexados es simplemente:

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

IV.3.4 Cálculo del comparador de los fondos

El retorno diario del comparador para los fondos es:

$$Ret_Libid_t + Ret_TBill_t + Ret_BNom_t + Ret_TIPS_t$$

IV.3.5 Fórmula para el ajuste por tipo de cambio

El ajuste por tipo de cambio se deriva de:

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

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

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

Reemplazando (1) en (3):

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

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

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

IV. Anexo 4. Glosario¹⁸

Estas definiciones sólo pretenden contribuir a la comprensión general de los conceptos descritos en este informe.

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.

¹⁸ Fuente Banco Central de Chile y Bloomberg.

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.

Instrumentos de mercado monetario: Son instrumentos transables cuya madurez es menor o igual al plazo de 1 año.

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

Retorno diferencial: 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%.

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.