

Fondos Mutuos
Chile
Informe Especial

Tendencias en la Industria de Fondos Mutuos de Deuda Nacional

Analistas

Carolina Alvarez T.
+562 499-3321
carolina.alvarez@fitchratings.com

Gonzalo Alliende A.
+562 499-3308
gonzalo.alliende@fitchratings.com

Luis Alberto González.
+562 499-3341
Luis.gonzalez@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *Análisis de Riesgo "FM Utilidades", Julio 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Corporativo", Julio 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Corp Eficiencia", Julio 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Corp Oportunidad", Julio 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Xtra Cash", Junio 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM BCI Depósito Efectivo", Mayo 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Banchile Depósito XXI", Mayo 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Banchile Liquidez Full", Mayo 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM BBVA Valor Plus", Mayo 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM BBVA Renta Máxima", Mayo 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Solvente BancoEstado", Enero 2009*
- *Análisis de Riesgo "FM Celfin Money Market", Diciembre 2008*
- *Análisis de Riesgo "FM Santander Money Market", Diciembre 2008*
- *Análisis de Riesgo "FM Corporativo BancoEstado", Octubre 2008*
- *Análisis de Riesgo "FM Santander Tesorería", Septiembre 2008*
- *Análisis de Riesgo "FM Itaú Select", Septiembre 2008*
- *Análisis de Riesgo "FM Banchile Liquidez 2000", Agosto 2008*

Resumen

- Durante los últimos 24 meses a mayo 2009, la industria de fondos mutuos chilena ha mostrado un importante crecimiento, el cual ha estado liderado por el incremento en la inversión en fondos mutuos de deuda (FMD), segmento que a través del patrimonio administrado, revela un crecimiento durante el período jun'07-may'09 equivalente al 48,2%. En opinión de Fitch Ratings (Fitch), gran parte de este aumento ha sido atribuido a los acontecimientos en los mercados nacionales e internacionales, los cuales especialmente volátiles durante el segundo semestre del año 2008, impulsaron el traspaso de inversiones desde fondos de capitalización a fondos de deuda, los cuales tienden a estar relacionados con inversiones menos riesgosas.
- Asimismo, la alta volatilidad experimentada implicó un desafío a la gestión de activos, en donde las administradoras debieron adaptar sus estrategias de inversión a los nuevos requerimientos globales, los cuales en su mayoría estaban enfocados a la búsqueda de inversiones más conservadoras, disminuyendo el riesgo de sus carteras.
- Durante los últimos 12 meses, Fitch ha observado cambios en los patrones de comportamiento de varias administradoras de activos de quienes la agencia mantiene un seguimiento cercano. De esta forma la agencia ha presenciado el mejoramiento en las carteras de inversión, tanto en términos de riesgo de crédito como en riesgo de mercado, lo cual ha estado respaldado adicionalmente en el establecimiento de políticas internas, las cuales, valoradas positivamente por Fitch, han permitido en gran parte de los casos, establecer comportamientos de largo plazo.
- En base a las cifras entregadas por las administradoras a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Fitch ha observado el mejoramiento en el riesgo asumido por los FMD nacionales, el cual se vio fuertemente influenciado por la volatilidad observada. Pese a ello, durante el primer semestre del año en curso, la agencia ha observado que la industria ha comenzado a flexibilizar ciertos límites, especialmente aquellos relacionados a los riesgos de mercado, lo cual ha estado en línea con los cambios en las tendencias de la economía local, especialmente respecto a los cambios en las tasas de interés, los cuales han provocado cambios en las estrategias seguidas por los fondos.
- Cabe señalar que si bien Fitch reconoce el mejoramiento en la implementación de límites a la exposición a determinados riesgos por parte de ciertas administradoras en el mercado, esperaría que como industria en adelante pudieran mejorar los niveles de transparencia en la información entregada a los inversionistas, implementando para ello políticas internas orientadas a limitar los riesgos asumidos, entregando con ello información respecto al potencial riesgo que podrán asumir los aportantes al elegir un determinado fondo como vehículo de inversión o ahorro.

Industria de Fondos Mutuos

Descripción de la Industria Actual

Durante los últimos años la industria de fondos mutuos ha mostrado un importante crecimiento dentro del mercado local, lo que se ha reflejado en el crecimiento de ésta en un 22,0%, medido a través del patrimonio total gestionado durante los últimos 24 meses a may'09 (38,6% medido a través del total de activos bajo administración). Asimismo, el crecimiento señalado se ha visto reflejado en la participación de nuevos inversionistas en la industria, lo cual se ha manifestado en el incremento del 37,0% total de aportantes durante el mismo período.

A may'09, la industria de fondos mutuos se encontraba bajo la gestión de un total de activos equivalentes a US\$28.874 millones, los cuales se encontraban distribuidos en ocho tipos de fondos; de capitalización (7,3% del patrimonio total administrado); de libre inversión (3,6%); mixtos (3,0%); orientados a inversionistas calificados (1,3%); estructurados (3,8%); de deuda con duración inferior a 90 días (54,8%); deuda con duración inferior a 365 días (8,4%); y de deuda de mediano y largo plazo(17,9%), últimas tres clases en adelante consideradas como la industria de FMD.

Evolución Industria de Fondos Mutuos (últimos 24 meses a mayo 2009)

		FM Deuda c/duración < 90 días		FM Deuda c/duración < 365 días		FM Deuda mediano y largo plazo		*Total Fondos Deuda	FM Mixto	FM Capita- lización	FM Libre Inversión	FM Estructu- rados	FM Inv. Calificados
		Conta. Pesos	Conta. Dólares	Conta. Pesos	Conta. Dólares	Conta. Pesos	Conta. Dólares						
Nº Fondos	jun'07	48	9	15	1	61	12	147	52	74	59	42	11
	may'09	51	17	14	1	60	9	154	50	87	101	43	20
Nº Participes	jun'07	261.514	27.971	76.034	137	220.993	6.447	594.332	74.359	181.784	67.070	49.835	7.425
	may'09	425.845	43.058	105.622	173	242.782	4.188	824.044	70.890	153.027	72.454	67.058	9.130
Variación Patrimonio	jun'07-jun'08	-3,1%	68,0%	49,4%	-	35,9%	-22,2%	13,4%	18,8%	-23,6%	-20,1%	29,6%	3,3%
	jun'08-may'09	36,9%	26,1%	75,5%	-	4,7%	-22,5%	30,7%	-38,8%	-25,0%	-18,4%	-15,2%	-16,8%
	jun'07-may'09	32,6%	111,9%	162,2%	626,9%	42,2%	-39,7%	48,2%	-27,3%	-42,7%	-34,8%	9,9%	-14,0%
Variación Nº de Participes	jun'07-jun'08	30,7%	52,4%	17,2%	-	11,0%	-16,1%	22,1%	22,5%	-2,7%	8,1%	46,9%	68,3%
	jun'08-may'09	24,6%	1,0%	18,6%	-	-1,0%	-22,5%	13,6%	-22,2%	-13,5%	-0,1%	-8,4%	-26,9%
	jun'07-may'09	62,8%	53,9%	38,9%	26,3%	9,9%	-35,0%	38,7%	-4,7%	-15,8%	8,0%	34,6%	23,0%

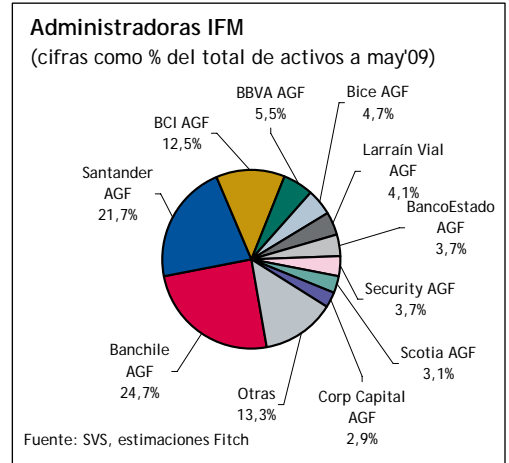
*Total incluye fondos de deuda con contabilización en Euro
Fuente: SVS, estimaciones Fitch

Al igual que lo mostrado históricamente, la gestión de los activos se ha concentrado en administradoras filiales de instituciones bancarias, las cuales a may'09 centralizaron el 85% del total de activos gestionados por la industria. Cabe señalar que la participación de las administradoras en la industria de fondos mutuos mantiene una relación positiva con la participación de mercado de los bancos a los cuales pertenecen. De esta forma, se desprende que gran parte del posicionamiento y crecimiento que han tenido dichas administradoras, ha sido producto del beneficio que les otorga acceder a una amplia red de distribución de sus productos, pudiendo llegar de esta forma a un universo de inversionistas mucho mayor que aquellas administradoras no bancarias.

El mayor crecimiento de la industria de fondos mutuos se ha extendido también a la inversión en FMD, los cuales han mostrado un incremento, medido a través de patrimonio administrado, ascendente a 48,2% durante el período jun'07-may'09. El mismo análisis ha podido ser extrapolado a la participación por número de aportantes, en donde el segmento de FMD ha revelado un crecimiento equivalente a 57,3%, superior al

crecimiento experimentado por los otros segmentos de la industria. Cabe señalar que gran parte de este aumento ha sido atribuido a los acontecimientos en los mercados nacionales e internacionales los cuales, especialmente volátiles durante el segundo semestre del año 2008, impulsaron el traspaso de inversiones desde fondos de capitalización a fondos de deuda, los cuales tienden a estar relacionados con inversiones menos riesgosas.

Fitch espera que los niveles de crecimiento durante el año 2009 se sigan enfocando en los fondos de deuda pese a que opiniones del mercado indicarían que los precios actuales de los activos plantean oportunidades para invertir en renta variable. Lo anterior respondería a que aún existe incertidumbre respecto a la situación de los mercados nacionales e internacionales. Asimismo, la agencia espera que los fondos, a raíz de lo anterior, sigan mostrando inversiones conservadoras, especialmente respecto al riesgo de crédito y mercado asumido por cada *portfolio*.



Ambiente Normativo y Regulatorio

Dentro de los cambios implementados al ambiente regulatorio y normativo durante el último año, destaca la entrega de nuevas instrucciones a todas las administradoras de activos (fondos mutuos, de inversión y fondos para la vivienda) sobre la implementación de medidas relativas a la gestión de riesgos y control interno (Circular N°1.869), entre las cuales Fitch resalta el requerimiento de políticas y procedimientos para abordar el tema de conflictos de interés al interior de las administradoras, así como también el establecimiento de procedimientos de control de riesgos financieros, entre los que se encuentran los riesgos crediticios y riesgos de mercado, ambos aspectos analizados por la agencia en el proceso de clasificación de fondos mutuos.

Cabe señalar que respecto a lo anterior, Fitch ha observado la implementación, por parte de algunas administradoras de activos, de límites internos (adicionales a los normativos y más restrictivos que éstos) destinados a limitar el potencial riesgo que podrán asumir los fondos gestionados por éstas. Dichos límites se han orientado principalmente a (i) el porcentaje de activos máximos por clasificación de riesgo de crédito que podrá mantener; (ii) porcentajes máximos de descalce de monedas; y (iii) liquidez de los instrumentos. De esta forma, la agencia ha valorado positivamente la incorporación de dichas políticas, debido a que éstas entregan una visión de largo plazo respecto al riesgo máximo que podrán asumir los fondos, tanto en sus componentes de riesgo de crédito como de mercado. Asimismo, Fitch ha observado que las administradoras que han incorporado esta clase de políticas, han mostrado inversiones más estables en el tiempo, entregando al inversionista una visión clara del riesgo que asumirá a través de la inversión en los fondos administrados por éstas.

Industria de Fondos Mutuos de Deuda en Pesos

La industria de FMD está compuesta por tres categorías de fondos; fondos de deuda con duración inferior a 90 días (fondos *money market*); fondos de deuda con duración inferior a 365 días (FMD < 365 días); y fondos de deuda de mediano y largo plazo (FMD mediano y largo plazo). Adicionalmente, dentro de cada categoría se pueden distinguir tres modalidades de contabilización, las cuales tienen relación directa con el tipo de activos en los cuales invierten los fondos en cuestión. Dado lo anterior la industria de fondos de

deuda se puede dividir en (i) fondos de deuda en pesos (representativos del 89,99% del total de activos gestionados por la industria FMD), en dólares (9,76%) y en euros (0,25%). De esta forma, y debido a la importancia relativa dentro de la industria de FMD, el análisis realizado se referirá en lo que sigue específicamente a los fondos de deuda en pesos, sobre los cuales se revisarán los factores de mayor relevancia considerados en la metodología de clasificación de Fitch y que tienen una influencia potencial significativa sobre la generalidad de las compañías.

Cartera de Inversiones

Fondos Money Market

Consecuente con el objetivo de inversión de esta clase de fondos, la tendencia del segmento está orientada a invertir en instrumentos de corto plazo, representados en su mayoría por depósitos a plazo, los cuales han estado presentes consistentemente en un porcentaje superior al 90% del total de inversiones realizadas. Completa la cartera promedio del sistema, la inversión en efectos de comercio, instrumentos que de acuerdo a Fitch podrían incorporar eventualmente mayor riesgo a la cartera, ya que producto de la existencia de un universo mayor de emisores (en comparación a depósitos bancarios), las clasificaciones de riesgo de crédito a las cuales podrían acceder permitiría la inversión en clasificaciones asociadas a un mayor riesgo.

En esta línea, los fondos dentro de esta categoría clasificados por Fitch, han mantenido una cartera coherente con el promedio del sistema, lo cual se ha visto reflejado en el mantenimiento promedio de un 95% en depósitos de corto plazo, manteniendo una proporción levemente superior al promedio en efectos de comercio, los que en promedio han representado el 3% del total de inversiones.

Composición Carteras de inversión por Tipo de Instrumento

(Promedio de inversiones jun'07-may'09. Cifras como porcentajes del total de inversiones realizadas por fondo en cada período)

	FM Money Market	FM / Duración < 365 días	FM Mediano y Largo Plazo
Bonos Bancarios	0,07%	1,00%	6,20%
Bonos Bco Central en Pesos	0,66%	3,52%	4,57%
Bonos Bco Central en UF	0,50%	3,05%	6,34%
Bonos Empresas	0,05%	2,93%	14,63%
Bonos Securitizados	0,02%	0,76%	2,66%
Cupones Reaj. opcionales en U.F.	0,01%	0,13%	0,41%
Depósitos a Corto Plazo	93,97%	72,94%	32,25%
Depósitos a Largo Plazo	0,43%	7,69%	7,81%
Letras Hipotecarias	0,01%	0,80%	15,73%
Pagarés Bco Central	1,65%	1,05%	0,61%
Efectos de Comercio	2,61%	4,67%	2,07%
Pagarés Reajustables Bco Central	0,02%	0,56%	1,52%
Bonos Tesorería en UF	0,02%	0,05%	2,00%
Bonos Tesorería en Pesos	0,00%	0,55%	1,56%

Fuente: SVS, estimaciones Fitch

FMD < 365 días

Al igual que el caso anterior, el segmento se encuentra compuesto por instrumentos que en promedio le permiten a los fondos dentro de esta categoría, cumplir con el objetivo propuesto. Es por ello, que en este caso se observa igualmente una fuerte concentración en títulos de corto plazo, los cuales compuestos en su mayoría por la inversión en Depósitos a Corto Plazo, pagarés del Banco Central, y Efectos de Comercio, representaron en promedio el 79% del total de inversiones.

Completa el *portfolio* promedio, la inversión en instrumentos de largo plazo (bonos y depósitos a largo plazo) los cuales, representativos del 18% del total de la cartera promedio, han permitido a los fondos extender su *duration* promedio, acercándose con

ello al objetivo del fondo, manteniendo un *portfolio* con un *duration* cercano al año. Cabe señalar que el comportamiento mostrado por los fondos clasificados por Fitch, ha estado en línea con lo expuesto por el promedio del sistema.

FMD Mediano y Largo Plazo

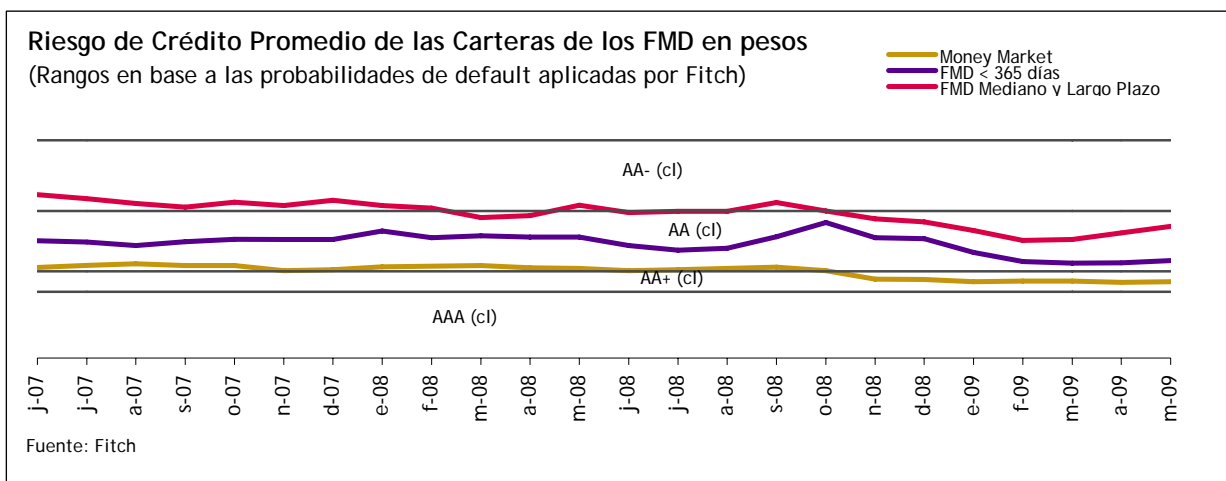
Las carteras de los fondos pertenecientes a esta categoría, han mostrado una composición balanceada entre instrumentos de corto y largo plazo. Pese a ello y con el objeto de obtener duraciones más largas a las anteriores categorías, la cartera promedio de la categoría revela una concentración mayor en instrumentos de largo plazo, los cuales compuestos principalmente por bonos bancarios, bonos de empresas y letras hipotecarias, representaron en promedio un 63% del total de inversiones, dejando así que la cartera se complete con instrumentos de corto plazo por un monto representativo, en promedio, del 37%, compuestos en su mayoría por la inversión en depósitos de corto plazo.

Riesgo de Crédito

Calidad Crediticia de los Instrumentos

En términos generales, Fitch ha observado el mejoramiento de las carteras de inversión de los fondos de deuda en lo referente a la composición por riesgo crediticio. Dicho mejoramiento se vio especialmente impulsado a partir del segundo semestre del año 2008, en donde producto de la volatilidad de los mercados internacionales, los fondos nacionales comenzaron a adoptar políticas de inversión más conservadoras, limitando, de acuerdo a lo observado en los fondos clasificados por Fitch, la clase de emisores aptos para invertir en sus instrumentos.

Si bien el mejoramiento en las carteras individuales tuvo un alto impacto en las carteras promedios por sector durante los últimos 12 meses, la agencia espera que en lo que sigue los fondos mantengan sus políticas actuales respecto a riesgo de crédito, disminuyendo ciertos límites muy paulatinamente, por lo que se deberían observar carteras estables durante el próximo año en lo que respecta a riesgo de crédito.



Cabe señalar que para evaluar la calidad crediticia de la cartera, Fitch utiliza un modelo cuantitativo que determina la probabilidad de *default* asociada a un instrumento y a nivel agregado de la cartera. Para efectos de cuantificar dicha probabilidad, se utilizan las probabilidades de *default* internacionales monitoreadas por Fitch, ajustándolas a la escala relativa nacional.

Fondos Money Market

En promedio, las carteras de inversiones de esta clase de fondos, muestran los menores niveles de riesgo de crédito en comparación a la industria de FMD. En línea con ello, durante el período jun'07-may'09, este segmento reveló una composición promedio de instrumentos que, de acuerdo a las probabilidades de *default* asignadas a sus títulos por Fitch, lo posicionaron en una sólida 'AA' (cl) en escala nacional.

Como fue mencionado anteriormente, a partir de sep'08, la cartera comienza a orientarse con mayor fuerza en instrumentos clasificados en la mejor categoría asignada para títulos de corto plazo en escala nacional ('N1+'(cl)), aumento que fue compensado principalmente con disminuciones en instrumentos clasificados en categoría 'N1'(cl).

La inversión en títulos considerados por Fitch de mayor riesgo dentro de la categoría ('N2'(cl)) se mantuvo constante durante casi la totalidad del período analizado. Pese a ello, a partir de nov'08, las inversiones en esta clase de instrumentos disminuyó fuertemente desde un promedio cercano al 3% a representar en promedio menos del 1% del total de inversiones del segmento. De esta forma, a may'09 el promedio de las carteras de los fondos *money market* está compuesto en un 91,6% por títulos 'N1+' (cl), en un 4,9% por títulos clasificados en 'N1' (cl) y en un 0,8% por títulos más riesgosos (en comparación a las anteriores categorías) como son los clasificados en 'N2' (cl).

Cabe señalar que en los fondos clasificados por Fitch se ha observado la misma tendencia en la composición de la cartera por riesgo de crédito, ante lo cual la agencia ha reaccionado positivamente dado que estos cambios, acompañados por el establecimiento de adecuadas políticas de control de riesgos al interior de las administradoras analizadas por la agencia, adhieren una estabilidad de largo plazo en el riesgo que los fondos asumirán, entregando por ello una adecuada visión a los inversionistas del riesgo futuro.

Asimismo, el menor riesgo asumido por esta categoría de fondos, está directamente relacionada a la composición histórica por tipo de instrumento. De esta forma, el hecho de que estos fondos mantengan casi la totalidad de sus inversiones en depósitos a corto plazo en instituciones bancarias nacionales, sector que está clasificado casi en su totalidad en la mejor categoría asignada (para títulos de corto plazo), estimula el bajo riesgo promedio. Por el contrario, el mayor riesgo asumido ha estado en línea con la inversión en efectos de comercio los cuales, asociados a empresas nacionales con niveles de riesgo de crédito superiores a los depósitos bancarios.

FMD < 365 días

Las carteras pertenecientes a esta categoría, han mostrado una composición que si bien se ha mantenido en promedio estable en el rango de la 'AA' (cl), ha mostrado variaciones en su composición crediticia mayor a lo registrado por el segmento de fondos *money market*.

Lo anterior se debe principalmente a que esta categoría está compuesta por un porcentaje comparativamente mayor de instrumentos de largo plazo, los cuales en comparación a los instrumentos de corto plazo, muestran en el sistema una dispersión mucho mayor en las clasificaciones de riesgo de crédito asignadas (el rango en la escala de clasificación es más amplio) y por ende en las probabilidades de *default* inherentes a cada instrumento. De esta forma, el *portfolio* promedio puede variar con mayor amplitud (en comparación a la categoría anterior) al incorporar pequeñas variaciones en la composición de instrumentos largos.

Relacionado a lo anterior y unido también al mejoramiento promedio de la industria de fondos mutuos en lo referente a composición por riesgo de crédito, el promedio del segmento durante el segundo semestre del año 2008 y especialmente durante el primer semestre del año 2009, mostró una clara disminución en el riesgo de crédito promedio

asumido por las carteras de inversiones pertenecientes a éste, el cual estuvo impulsado por un importante aumento en la inversión en instrumentos de largo plazo emitidos por el Banco Central de Chile ('AAA' (cl)). De esta forma, gran parte de la disminución en la inversión en títulos de corto plazo clasificados en categoría 'N1' (cl) y 'N2' (cl), se destinó al aumento en instrumentos de largo plazo clasificados en 'AAA' (cl), los cuales asociados a un riesgo inferior a las anteriores categorías, incrementaron su participación en el total de inversiones en un 11% durante el período dic'08-may'09.

Clasificaciones Crediticias en Escala Nacional (*)

(Número expresado en base a las instituciones emisoras en cada categoría)

	Bonos Empresas (N° de Empresas, Concesiones y Holdings Financieros)			Efectos de Comercio (N° de Empresas)			Bonos Securitizados (N° de Series. Se excluyen series subordinadas)			Bonos Bancarios y/o Depósitos a Largo Plazo			Depósitos Bancarios a Corto Plazo		
	dic'07	dic'08	may'09	dic'07	dic'08	may'09	dic'07	dic'08	may'09	dic'07	dic'08	may'09	dic'07	dic'08	may'09
AAA (cl)	17	8	7	-	-	-	15	20	21	4	5	6	-	-	-
AA+ (cl)	4	4	8	-	-	-	3	4	2	7	5	4	-	-	-
AA (cl)	13	20	15	-	-	-	39	71	71	2	2	2	-	-	-
AA- (cl)	16	14	14	-	-	-	4	4	5	5	7	7	-	-	-
A+ (cl)	16	21	20	-	-	-	3	1	-	2	-	-	-	-	-
A (cl)	13	13	17	-	-	-	9	20	14	1	1	1	-	-	-
A- (cl)	4	5	7	-	-	-	4	3	4	2	3	4	-	-	-
BBB+ (cl)	2	4	4	-	-	-	-	-	-	3	2	1	-	-	-
BBB (cl)	-	-	1	-	-	-	10	14	15	-	-	-	-	-	-
BBB- (cl)	1	2	-	-	-	-	2	6	3	-	-	-	-	-	-
Inferior a BBB- (cl)	-	-	-	-	-	-	5	8	12	1	1	1	-	-	-
N1+ (cl)	-	-	-	8	10	16	-	-	-	-	-	-	20	19	19
N1 (cl)	-	-	-	1	4	7	-	-	-	-	-	-	2	3	2
N2 (cl)	-	-	-	6	8	9	-	-	-	-	-	-	4	3	4
Inferior a N2 (cl)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1
Total	86	91	93	15	22	32	94	151	147	27	26	26	27	26	26

(*) Se considera la clasificación más baja informada a la Superintendencia respectiva

Fuente: SVS, SBIF, estimaciones Fitch

Dado lo anterior y pese a que las cifras mostradas durante los últimos 12 meses a may'09 revelan una mayor estabilidad en la composición por riesgo de crédito de la cartera y un fortalecimiento dentro de la categoría 'AA' (cl), Fitch considera que la situación descrita no necesariamente se mantendrá estable en el largo plazo, ya que esta clase de fondos puede cambiar su composición, en términos de plazo de instrumentos, con mayor facilidad en comparación a fondos más cortos, buscando con esto adaptarse de mejor forma a las tendencias de mercado, obteniendo beneficios de ajustarse de una mejor forma a las expectativas de tasas (incrementando o disminuyendo la inversión en títulos de mayor plazo), lo que finalmente podría repercutir en la composición crediticia.

FMD Mediano y Largo Plazo

Dentro de las categorías de FMD, los FMD de mediano y largo plazo han sido aquellos que han mostrado un mayor riesgo en términos de composición de riesgo de crédito situándose solidamente, en promedio durante los últimos 24 meses a may'09, en la categoría 'AA-' (cl).

Pese a lo anterior y tal como lo muestra el gráfico "Riesgo Promedio de las Carteras de los FMD en pesos" (pág. 5), durante el segundo semestre del año 2008 el segmento mostró al igual que el resto de la industria un patrón de mejoramiento en la composición de la cartera por riesgo de crédito, influyendo en el mejoramiento del riesgo de la cartera promedio del sistema.

Similar a lo ocurrido en el segmento de FMD < 365 días, la composición de esta categoría puede mostrar una alta variabilidad en la composición por clasificación crediticia, ya que en su mayoría la cartera esta compuesta por instrumentos de largo plazo, y dado que estos cuentan con una escala de clasificación más amplia, la incorporación de estos títulos en distintas proporciones puede afectar con mayor fuerza a la cartera promedio.

Debido a ello y sin tener información completa del sistema que permita conocer la totalidad de las políticas internas establecidas por todas las administradoras del sistema para esta clase de fondos, Fitch no puede prever que el comportamiento actual se mantenga en el largo plazo. A su vez, refuerza lo anterior el hecho que durante el último trimestre este ha sido el único segmento que ha incrementado levemente el riesgo asumido (a diferencia de los otros dos que se mantuvieron estables en el menor nivel de riesgo histórico), por lo que se podría asumir que en el corto plazo podría mostrar una tendencia que los vuelva a situar en el rango histórico mostrado por éste.

Diversificación por Emisor

Un potencial factor de riesgo en la industria de FMD, tanto en Chile como en otros países de la región, está relacionado a la alta concentración de las inversiones por emisor, donde en repetidas ocasiones se puede apreciar a fondos que sobrepasan los límites normativos del 10% por emisor, situación que si bien no ha sido analizado negativamente por Fitch debido al reconocimiento de que éstos (para el caso específico de los fondos clasificados por la agencia) han sido atribuidos a cambios en el patrimonio administrado (y no debido a la compra de más instrumentos de los emisores en cuestión, situación que constituiría una falta a la normativa vigente), se esperaría comenzara a disminuir en el futuro como consecuencia de la implementación, por parte de las administradoras, de políticas más rigurosas sobre el cumplimiento de dicho límite, resguardando que ante eventuales caídas patrimoniales el fondo siga cumpliendo con éste. En este sentido, Fitch ha evaluado positivamente a aquellas administradoras que, en busca de resguardar lo mejor posible el beneficio de sus aportantes, ha adoptado estrategias de inversión que si bien los restringen comparativamente más, regulan de mejor forma los riesgos a los cuáles podría exponerse.

En términos generales, los fondos que han mantenido mayor concentración de sus inversiones han sido aquellos pertenecientes al segmento de fondos *money market*, quienes por su naturaleza y objetivo de inversión, pueden acceder a un universo de instrumentos más pequeño en comparación a las otras categorías de FMD. Sosteniendo el argumento, la segunda categoría con mayor concentración ha sido la de FMD < 365 días, dejando como la categoría más diversificada a los FMD de mediano y largo plazo, quienes mostraron en promedio concentraciones inferiores al 7% en los principales emisores (6,4% promedio en los 5 primeros emisores excluyendo la inversión en títulos emitidos por el Banco Central), versus el promedio mostrado por los fondos *money market* quienes revelaron una concentración promedio en los cinco primeros emisores igual a 8,9%.

En los tres segmentos la concentración se centró en instituciones bancarias clasificadas a may'09 en las mejores categorías asignadas en escala local (tanto para sus instrumentos de corto y largo plazo). De esta forma, se observa que los fondos han orientado sus inversiones principalmente a los instrumentos emitidos por el Banco Santander Chile ('AAA'(cl); 'N1+'(cl) ambos clasificados por Fitch en escala nacional), por el Banco de Chile ('AAA'(cl); 'N1+'(cl) Fitch en escala nacional), BBVA Chile ('AA+'(cl); 'N1+'(cl) Fitch en escala nacional) y Banco Corpbanca ('AA-'(cl); 'N1+'(cl) Fitch en escala nacional).

Riesgo de Mercado

El nivel de riesgo de mercado asociado a las carteras de inversiones de los diferentes FMD, ha sido analizado por Fitch en base a cuatro variables: liquidez del *portfolio*, *duration*, concentración por aportante y nivel de rescates en relación a la liquidez mantenida, y el descalce de monedas mantenido. A través de una ponderación del nivel de riesgo asociado a cada variable, la agencia entrega una clasificación de riesgo de mercado que podrá ir desde la categoría 'M1' (relacionada a las cuotas con la más baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado) a la categoría 'M6' (asociadas a aquellas

cuotas que presentan una muy alta sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado).

Maturity y Duration

El *duration* de las carteras ha sido un aspecto importante de análisis por parte de Fitch en el proceso de clasificación de FMD. Lo anterior producto del reconocimiento que la exposición a diferentes niveles de *duration* provocara diferentes efectos en el desempeño del fondo de acuerdo a como se muevan las tasas de referencia en el mercado. De esta forma, la mantención de un *duration* más largo, está asociado a un mayor riesgo de mercado, producto de que variaciones en la tasa de interés provocarán un impacto mayor en el desempeño de éstos.

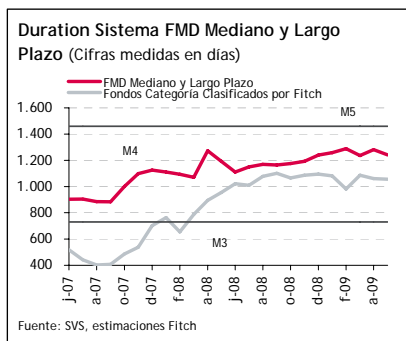
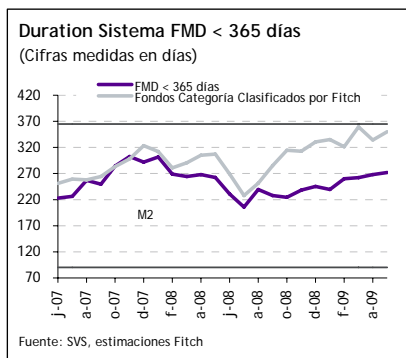
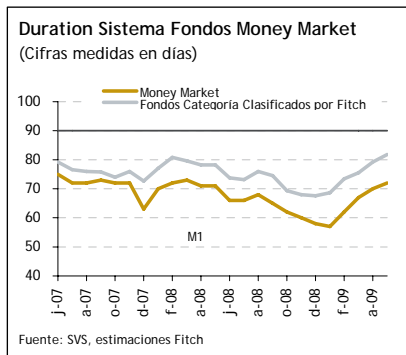
Producto de lo anterior, se ha podido observar en la industria de FMD como los fondos han administrado el *duration* de sus carteras adecuándose dentro de sus posibilidades a las variaciones en las tasas de interés de mercado, alargando sus duraciones ante escenarios de caídas en las tasas de interés (exponiéndose con mayor fuerza al beneficio de dichas caídas le propician a los títulos de deuda) y acortándolas ante un escenario adverso como es el caso de aumentos en las tasas de interés.

Pese a ello, la naturaleza de los diferentes fondos en el mercado, hacen que no todos los *portfolios* puedan modificar sus duraciones con igual libertad, debiendo éstas enmarcarse dentro de los límites establecidos por categoría.

De esta forma, para el caso de los fondos *money market*, éstos deben establecer sus estrategias de inversión enmarcándose en el hecho de que no pueden exceder un *duration* promedio equivalente a 90 días. Cumpliendo con ello, el sistema en cuestión ha mantenido una duración conservadora e inferior (en promedio) al límite establecido. Dentro de este escenario, se puede observar que el sistema mantuvo un nivel de *duration* bajo durante el período sep'08-feb'09, el cual coincidió con el período en que las tasas mostraron un fuerte incremento. Posterior a dicho período, y unido al proceso de bajas de tasas de interés iniciado en feb'09, los FMD y con ello los de mayor corto plazo, comenzaron un período de incremento en sus duraciones, con la finalidad de aprovechar el beneficio de dicha baja.

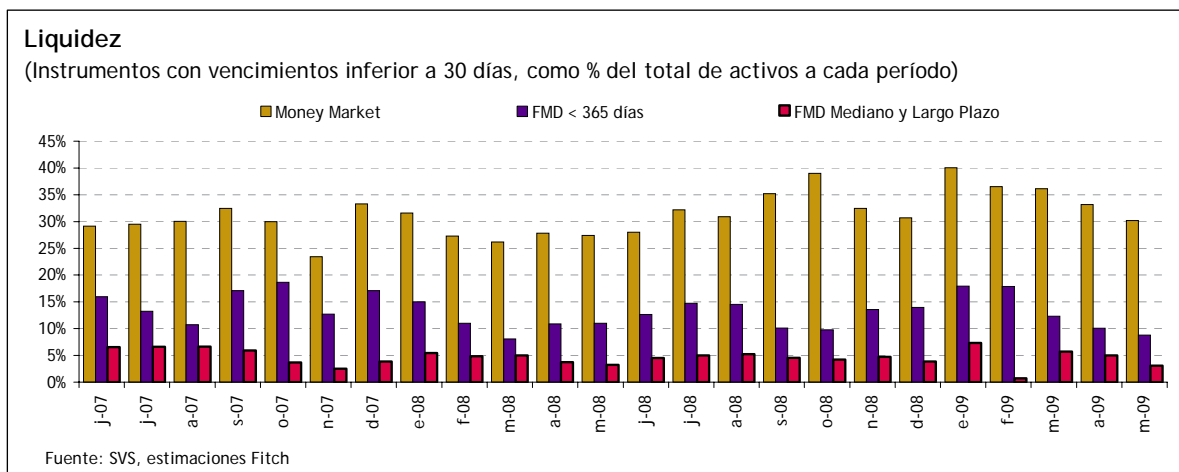
La categoría de Riesgo de Mercado en la que se ubican el promedio de estos fondos ('M1'), es reflejo del bajo riesgo al cual están expuestos los *portfolios* de activos pertenecientes a este segmento. La situación anteriormente descrita es también extrapolable al comportamiento mostrado por el sistema de FMD < 365 días, los cuales han mostrado un comportamiento coherente con los límites establecidos para dicha categoría (365 días), revelando movimientos en línea con las expectativas respecto a la tasa de interés de mercado. Cabe señalar que debido a que esta clase de fondos mantiene duraciones más elevadas que la anterior categoría y por ende se les atribuye un mayor riesgo de mercado, la categoría reservada para el rango es 'M2', categoría en la cual se ubica la cartera promedio del sistema.

Pese a que la anterior categoría ha mostrado un comportamiento similar al segmento *money market*, los movimientos a los cuales se expuso durante el segundo semestre del 2008 y primer semestre del 2009 fueron menos fuertes. El mismo comportamiento se puede ver en el segmento de fondos de mediano y largo plazo, en el cual el movimiento en el *duration* ha sido muy suave, posiblemente atribuibles al hecho de que, dado el plazo de los instrumentos en los cuales invierte es mayor, tiene un poder de reacción a cambios en el mercado menor en comparación a los fondos de corto plazo, así como también dado el hecho de que las estrategias de inversión de estos fondos son establecidas considerando un horizonte mucho mayor.



La liquidez mantenida en promedio por los fondos ha estado muy en línea tanto con los objetivos de inversión por segmento como con los requerimientos de éstos de acuerdo a la categoría a la cual pertenecen.

Dado lo anterior, y considerando como medida de liquidez el porcentaje de títulos con vencimientos inferiores a 30 días, se puede observar que los fondos con mayores niveles de liquidez son aquellos pertenecientes al segmento de menor plazo (*money market*), quienes acorde a sus requerimientos (normalmente sujetos a procesos de rescates diarios) y objetivos de inversión, necesitan de mayor liquidez. Pese a ello, los fondos en esta categoría mantienen nivel de vencimientos *overnight* bastante bajos (1,1% últimos 12 meses para fondos *money market* y 0,7% considerando el promedio de todos los FMD), especialmente cuando son comparados con los niveles mantenidos por fondos mutuos analizados por Fitch en otros mercados (Argentina 9%, Bolivia 10%, México 21%, en promedio considerando fondos de corto, mediano y largo plazo).



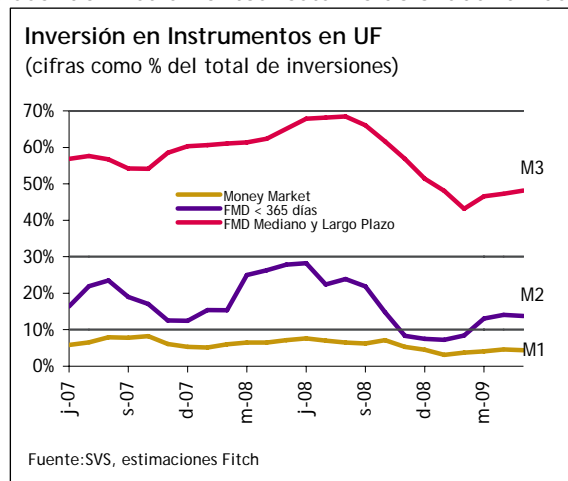
Fitch en su análisis considera la relación existente entre los niveles de liquidez y los niveles tanto de concentración por aportante (mayor concentración requerirá un mayor nivel de liquidez para disminuir el riesgo) como de rescates netos negativos (rescates superiores a los aportes realizados en un determinado período en montos elevados requerirán de mayores niveles de liquidez) a los cuales se ha visto sometido históricamente el fondo bajo análisis. De esta forma, la agencia ha valorado el hecho de que varias administradoras estén implementando medidas de control de límites de liquidez, fijando límites coherentes con las variables mencionadas, a través del cual podrá resguardarse de una manera más adecuada de los riesgos que un rescate significativo no anticipado podría generar al desempeño del fondo. En este sentido, la agencia también ha valorado positivamente las políticas de conocimiento y relación con los clientes que han establecido ciertas administradoras en la industria, método que también ha sido considerado como una variable de ayuda para evitar un posible efecto negativo ante la generación de rescates no anticipados.

Calce de Monedas

Uno de los principales riesgos a los cuales se exponen los fondos es el proveniente de la existencia de un descalce de monedas, generado por la tenencia de pasivos en pesos y activos en una medida monetaria distinta, en este caso la inversión en activos indexados a la inflación (UF). Fitch observa que el principal riesgo bajo este escenario, proviene del hecho de que las expectativas inflacionarias no sean iguales a las reales, afectando finalmente el valor de los instrumentos mantenidos en cartera y por ende al valor del *portfolio*. Dado esto, la agencia considera más riesgoso aquellos títulos de mayor plazo,

debido a que supone una mayor incertidumbre sobre dicha variable de mercado. De esta forma, los análisis son realizados considerando que existen diferentes clases de instrumentos en UF, aquellos de "UF conocida" los cuales están asociados a instrumentos con vencimientos anteriores al próximo anuncio del IPC (generalmente cuarto o quinto día del mes siguiente) y aquellos de "UF desconocida", los cuales con vencimientos posteriores a dicho período superen mayor riesgo a la cartera.

Considerando que la inversión en esta clase de instrumentos está relacionada a las expectativas inflacionarias, la industria de FMD (independiente del plazo de los fondos) mostró durante el segundo semestre del año 2008 una importante reducción en las posiciones mantenidas en esta moneda (ver gráfico "Inversión en Instrumentos en UF"), lo que se debió producto de la continua caída en las expectativas de inflación las cuales estuvieron sustentadas en el entorno económico reinante en dicho período. De esta forma, la estabilización en rangos bajos durante el año 2009 se ha debido a la estabilización de las expectativas de inflación, asociadas a que ésta se mantendrá en niveles bajos.



Los porcentajes de inversión en esta clase de instrumentos a juicio de Fitch junto con estar en línea con los movimientos de las expectativas de la economía, son también coherentes con los objetivos de cada categoría de fondos. Es así como los fondos *money market*, orientados a la inversión en instrumentos con vencimientos muy cortos y con clasificaciones de riesgo sólidas, se posicionan como el segmento más conservador, con inversiones en UF bajas, inferiores al 10%, límite considerado por Fitch para la clasificación de riesgo de mercado 'M1'. En este sentido, la agencia espera que este segmento se mueva acorde con las expectativas en el mercado, buscando entregar mayor rentabilidad al fondo mediante la inversión en esta clase de instrumento, pero dado el carácter de éstos, esperaría que la inversión se mantenga en niveles de concentración más bajos y conservadores en comparación a las otras categorías.

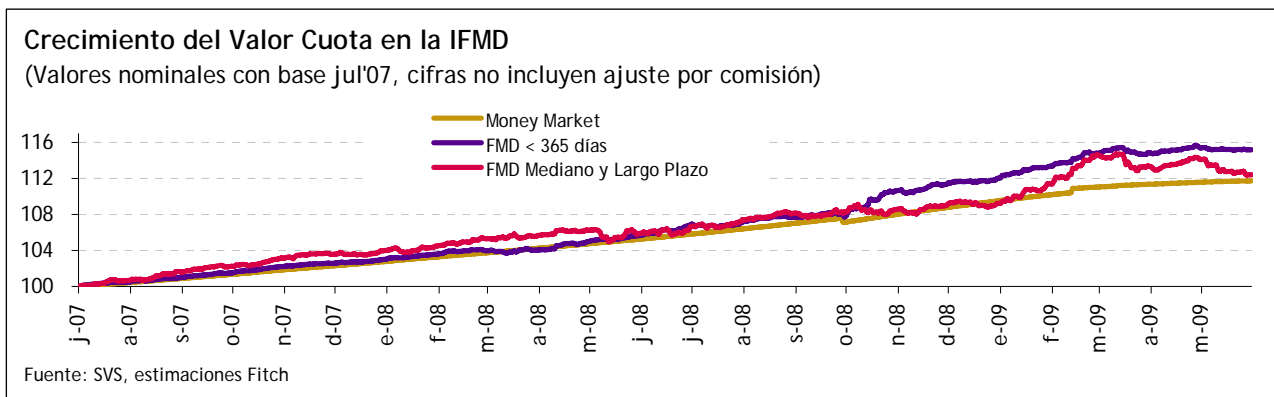
En el otro extremo están los fondos de mediano y largo plazo, los cuales debido al horizonte de inversión y a la necesidad de cubrirse en el largo plazo, toman posiciones en esta moneda de una manera mucho más agresiva, mostrando en promedio niveles de inversión en esta clase de instrumentos cercanas al 70% promedio.

En este sentido Fitch, reconociendo que la inversión en esta clase de inversiones incorpora un nivel mayor de rentabilidad al fondo, ha valorado positivamente la implementación de límites internos que ayudan a mantener un adecuado balance entre la obtención de mayores niveles de rentabilidad, pero acotando adecuadamente el riesgo al cual podrá verse expuesto. Cabe señalar que la implementación de límites también es observado por la agencia como una medida de transparencia, ya que entrega una adecuada visión del máximo riesgo que podrá asumir el inversionista.

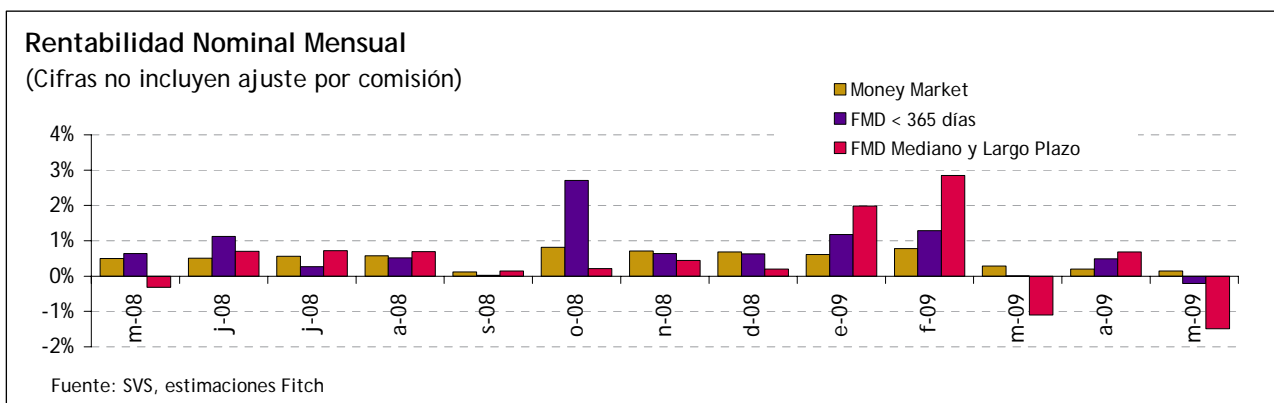
Desempeño Financiero

La rentabilidad obtenida por la industria de FMD ha estado directamente relacionada con el riesgo asociado a cada clase de fondos, así como también por las variaciones que ha sufrido la tasa de interés de mercado de los diferentes instrumentos.

De esta forma, el segmento de fondos *money market* ha sido aquel con las rentabilidades más conservadoras, lo cual es coherente con el menor riesgo asociado a esta clase de fondos. Asimismo, el promedio del sistema ha cumplido con el objetivo asociado a este tipo de fondos, el cual busca preservar el valor del capital invertido.



Durante los últimos 12 meses a may'09 el segmento se vio influenciado por las fuertes variaciones en las tasas de interés de mercado, las cuales provocaron efectos importantes sobre el *gap* de valorización entre la TIR de Compra (metodología utilizada por el sistema) y la TIR de Mercado, desencadenando ajustes en las valorizaciones realizadas con su consiguiente efecto en el valor cuota de estos fondos. Es así como a finales de sep'08, el segmento muestra una caída inusual para su clase, la cual estuvo asociada al ajuste de las valorizaciones a valor de mercado (caída en el valor de los activos) producto del fuerte incremento en las tasas de interés ocurrido durante dicho mes. Efecto contrario ocurrió durante el mes de feb'09, en donde las fuertes disminuciones en las tasas de interés, obligaron a realizar nuevamente un ajuste en la valorización de los activos, esta vez provocando un efecto positivo en el valor cuota.



Las variaciones en las tasas de interés influenciaron de mayor forma a los fondos de largo plazo, quienes debido a la mantención de *duration* más largos, son más sensibles a los movimientos en las tasas de mercado. En línea con ello, se observa que las fuertes

disminuciones en las tasas de interés ocurridas durante los meses de ene'09 y feb'09, impulsaron un fuerte crecimiento en los FMD de mediano y largo plazo, acumulando una rentabilidad ascendente a 4,89% en dicho período (FMD < a 365 días acumuló 2,48% y fondos *money market* una rentabilidad equivalente a 1,39%).

De la misma forma que las caídas en las tasas de interés beneficiaron en una mayor magnitud a los fondos de mayor plazo, el incremento en las tasas de mercado de los instrumentos largos durante mar'09 y may'09 impactó con mayor fuerza a este segmento, haciendo que las rentabilidades cayeran en un monto cercano al 1,09% y 1,48% respectivamente.

Pese a lo anterior, y en términos anuales, los tres segmentos han logrado resguardar el valor del patrimonio de sus inversionistas, lo que se sustenta en la obtención de rentabilidades anuales nominales equivalentes a 6,15%, 8,99% y 6,14% por los fondos *money market*, FMD < a 365 días y FMD de mediano y largo plazo respectivamente.

Anexo 1: Definición Clasificaciones de Riesgo para Fondos Mutuos de Deuda

Definición de Riesgo de Crédito

- **AAAm**: Cuotas con la **más alta** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **AAfm**: Cuotas con **muy alta** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **Afm**: Cuotas con **alta** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **BBBfm**: Cuotas con **suficiente** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **BBfm**: Cuotas con **baja** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **Bfm**: Cuotas con **muy baja** protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.
- **Cfm**: Cuotas **muy variables** a pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

Definición de Riesgo de Mercado

- **M1**: Cuotas con la **más baja** sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.
- **M2**: Cuotas con **moderada a baja** sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.
- **M3**: Cuotas con **moderada** sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.
- **M4**: Cuotas con **moderada a alta** sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.
- **M5**: Cuotas con **alta** sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.
- **M6**: Cuotas con **muy alta** sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.

**Anexo 2: Listado de Clasificaciones Públicas Vigentes
 Asignadas por Fitch a Fondos Mutuos de Deuda Nacionales**

Administradora	Fondo	Tipo de Fondo	Rating
Banchile AGF	Corporativo	Money Market	AA+fm / M2 (cl)
	Depósito XXI	Deuda Mediano y Largo Plazo	AAfm / M4 (cl)
	Liquidez 2000	Money Market	AA+fm / M1 (cl)
	Liquidez Full	Money Market	AA+fm / M1 (cl)
	Utilidades	Deuda Menor a 365 días	AAfm / M3 (cl)
BancoEstado AGF	Corporativo	Money Market	AAfm / M1 (cl)
	Solvente	Money Market	AAfm / M1 (cl)
BBVA AGF	Liquidez Dólar	Money Market Dólar	AAfm / M1 (cl)
	Renta Máxima	Money Market	AAfm / M1 (cl)
	Valor Plus	Deuda Menor a 365 días	AA-fm/M3 (cl)
BCI AGF*	Depósito Efectivo	Money Market	AA+fm / M1 (cl)
	Dólar Cash	Money Market Dólar	AA+fm / M1 (cl)
Celfin Capital AGF	Money Market	Money Market	AAfm / M1 (cl)
Consortio AGF	Xtra Cash	Money Market	AA-fm / M1 (cl)
Corp Capital AGF	Oportunidad	Money Market	AAfm/M1 (cl)
	Eficiencia	Money Market	AAfm/M1 (cl)
	Oportunidad Dólar	Money Market Dólar	AA-fm/M1 (cl)
Itaú Chile AGF	Select	Money Market	AAfm / M1 (cl)
Santander Santiago AGF	Money Market	Money Market	AA+fm / M1 (cl)
	Money Market Dólar	Money Market Dólar	AA+fm/M1 (cl)
	Tesorería	Money Market	AAfm / M1 (cl)

* Administradora clasificada en escala nacional en categoría 'M1' (cl) , correspondiente a la categoría más alta en la escala de clasificaciones asignadas por Fitch a Administradoras de Activos

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.