



INFORME ANUAL **COMITÉ FINANCIERO**

Comité Asesor del Ministerio de Hacienda
para los Fondos de Responsabilidad Fiscal

2023

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del
Ministerio de Hacienda para el año 2023.

La versión electrónica de este documento se encuentra
disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:
[https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/
fondos-soberanos/comite-financiero](https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/comite-financiero)

Abril de 2024, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados



INFORME ANUAL **COMITÉ FINANCIERO**

Comité Asesor del Ministerio de Hacienda
para los Fondos de Responsabilidad Fiscal

2023

Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	14
D. Política de inversión	17
Capítulo 2 Estado de los Fondos Soberanos	24
A. Análisis de la economía internacional	25
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	35
C. Rentabilidad	36
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	39
A. Nueva asignación estratégica de activos del FEES	40
B. Modificaciones a las pautas de inversión del FEES	44
C. Análisis del FRP	44
D. Gestión de impuestos en los fondos soberanos	47
E. Inversión Responsable	48
F. Política de rebalanceo del FEES	48
G. Monitoreo de los administradores externos	49
Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero	50
Anexo 2: Resumen de reuniones en 2023	51
Referencias bibliográficas	54
Glosario	55

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado en el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero, y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el décimo séptimo preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2023.

A través de la publicación de este informe se da cumplimiento a la obligación establecida por el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, que dispone que el Comité informará anualmente de su trabajo al Ministro de Hacienda y remitirá copia de dicho informe a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados, así como a la Comisión Especial de Presupuestos.

El Comité

Resumen ejecutivo

Al cierre de 2023 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 14.669 millones, correspondiendo US\$ 6.030 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 8.639 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de 2,36% para el FEES y de 11,35% para el FRP¹, mientras que en pesos fue de 5,35% y 14,60%, respectivamente. La asignación estratégica de activos para el FEES a esa fecha² era de 81% en letras del tesoro y bonos soberanos, 4% en bonos soberanos indexados a inflación y 15,0% en MBS de agencias de EE.UU. Con respecto al FRP, la asignación estratégica de activos era de 34,0% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 8,0% en bonos soberanos indexados a la inflación, 6,0% en MBS de agencias de EE.UU., 13,0% en bonos corporativos, 8,0% en bonos de alto rendimiento y 31,0% en acciones.

-
- 1 La rentabilidad o retorno informado en el reporte usa la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (TWR por su sigla en inglés), a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para períodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta. Para períodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el período indicado. Rentabilidad neta se refiere a que descuenta el costo asociado a la administración de las carteras de inversión.
 - 2 El 2 de noviembre de 2023 se implementó la nueva asignación estratégica de activos que fue aprobada por el Ministro de Hacienda en abril del mismo año. Antes de esa fecha, el fondo se invertía únicamente en renta fija soberana.

Integrantes del Comité Financiero



Presidente Juan Andrés Fontaine Talavera

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y Máster en Economía de la Universidad de Chicago con estudios de Doctorado en la misma universidad. Fue Ministro de Economía, Ministro de Obras Públicas, Director de Estudios del Banco Central de Chile y director de varias empresas. Ha sido Profesor en la Pontificia Universidad Católica de Chile y de la Universidad de Chile, y Profesor Visitante en la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA). Actualmente efectúa labores de consultoría económica y financiera. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Vicepresidenta Macarena Pérez Ojeda

Ingeniera Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es socia de Econsult donde se desempeña como Asesor de Inversiones de familias, personas e instituciones. También es miembro del directorio de Bbosch, Fundación Mujer Impacta, Fundación la Fuente, miembro del consejo de desarrollo de la Universidad Finnis Terrae y mentora en Women in Finance. Ha sido Gerente General de IM Trust AGF, Gerente Distribución en Institucional IM Trust, Socia y Directora de Finanzas en Credicorp Capital, y miembro del directorio de Empresas Volcán SA y Credicorp Capital. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Consejero Pablo Castañeda Navarrete

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Doctor en Economía de la Universidad de Boston. Fue Vicedecano de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez, Economista Senior de la Superintendencia de Pensiones, y Asesor del Ministerio de Hacienda. Ha sido Profesor de la Universidad de Chile. Actualmente es Profesor de Finanzas de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez y efectúa labores de consultoría económica y financiera. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.



Consejero Nicolás Eyzaguirre Guzmán

Ingeniero Comercial y Máster en Ciencias Económicas en la Universidad de Chile, y Máster en Economía de la Universidad de Harvard con estudios de Doctorado en la misma universidad. Ha sido Ministro de Hacienda, Ministro Secretario General de la Presidencia, Ministro de Educación, Gerente y Director de Estudios en el Banco Central de Chile, Director Ejecutivo y Director del Departamento del Hemisferio Occidental en el Fondo Monetario Internacional, Presidente del Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad, Presidente Ejecutivo del grupo de empresas Canal 13 y Profesor en la Universidad de Chile, Universidad de Santiago de Chile, Universidad de Harvard, entre otras universidades. Actualmente efectúa labores de consultoría. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Consejera Jennifer Soto Urrea

Ingeniera Comercial y Máster en Finanzas de la Universidad de Chile. Actualmente se desempeña como Directora de distintas empresas, entre ellas Banco Bice, Bicecorp, Bicevida, Paz Corp, y la Fundación Camino. Es Profesora del Máster de Finanzas de la Universidad de Chile y del Executive Máster en Finanzas e Inversiones del ESE Business School. Además, es miembro del Círculo de Directores y de Women Corporate Directors. Anteriormente fue Gerenta de Renta Fija en Bice Vida Compañía de Seguros. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.



Consejera Marcela Valenzuela Bravo

Ingeniera Civil Industrial y Máster en Ciencias de la Ingeniería de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Doctora en Finanzas en la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres. Actualmente es Profesora de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Investigadora Asociada del Centro de Riesgo Sistémico de la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres e Investigadora Asociada del Instituto Milenio Imperfecciones de Mercado y Políticas Públicas. Además, fue Profesora del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile e investigadora del Instituto de Infraestructura y ambiente de la Escuela de Ingeniería de la Universidad de Edimburgo. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.

CAPÍTULO 1

Política fiscal,
objetivos,
institucionalidad y
política de inversión
de los fondos

A. Política fiscal

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado³, que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y tener la posibilidad de utilizar esos ahorros en períodos de menor actividad económica. Por otra parte, a partir de 2022⁴, la política fiscal está anclada a un nivel de deuda de mediano plazo con el fin de que otorgue predictibilidad a la dinámica de la deuda en dicho plazo⁵. A partir de lo anterior, se pretende conseguir la sostenibilidad fiscal. Como consecuencia, la regla fiscal a su vez tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y mejora el acceso al financiamiento del sector público y privado.

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

A fin de asegurar la sostenibilidad del gasto público en el tiempo y contribuir a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal. Ésta creó el FRP y facultó al Presidente de la República para crear el FEES, el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural según se detalla a continuación.

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante, fondos soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso del FEES, su objetivo es acumular recursos para financiar déficits fiscales. La nueva administración reforzó este objetivo para que dentro de lo autorizado por el marco legal y siguiendo el ciclo del balance estructural, el FEES sea utilizado, especialmente, para complementar la financiación de déficits fiscales poco frecuentes y de gran magnitud asociados a eventos de alto costo coincidentes con una merma en la capacidad de endeudamiento del Fisco. En el caso del FRP, su objetivo es complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la Pensión Garantizada Universal (en adelante, PGU), la pensión básica solidaria de invalidez y el aporte previsional solidario de invalidez (en adelante, Pilar Solidario de Invalidez o PSI)⁶. De este modo, se complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en la Figura 1, están establecidas por ley⁷.

El FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del PIB del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5%

3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); García, García y Piedrabuena (2005); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011); Schmidt-Hebbel (2012); Velasco y Parrado (2012); y Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022).

4 Decreto 755, de 2022, que establece las bases de la política fiscal de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1° de la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal.

5 La actual administración estableció que la regla de balance estructural esté anclada a un nivel de deuda bruta de 45% del Producto Interno Bruto (PIB).

6 La Ley N° 21.419, que creó la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 el objetivo del FRP en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el objetivo del fondo era apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la Reforma Previsional de 2008, específicamente, las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez así como los aportes previsionales solidarios de vejez y de invalidez.

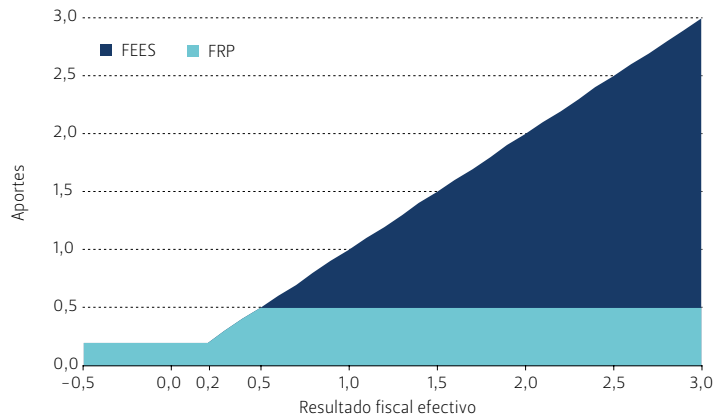
7 Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF)⁸.

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁹. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

FIGURA 1

Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Reglas de uso

A partir de 2022 el monto de los recursos del FRP que puede ser utilizado anualmente no debe ser superior a un 0,1% del Producto Interno Bruto del año anterior¹⁰.

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superen el cinco por ciento de la suma del gasto en PGU y PSI de la Ley de Presupuestos de cada año¹¹. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

8 En el marco de la emergencia sanitaria, la Ley N° 21.225, que estableció medidas para apoyar a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad COVID-19, en su artículo cuarto suspendió los aportes al FRP en los años 2020 y 2021.

9 La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

10 La Ley N° 21.419, que creó la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 la regla de retiro del FRP que se establece en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el monto de los recursos del FRP que podía ser utilizado anualmente no debía ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales del Fisco y el gasto previsional en 2008 ajustado por inflación. Sin perjuicio de lo anterior, en el marco de la pandemia, la Ley N° 21.227, estableció en su artículo 19 que el monto de los recursos que se retirarían del FRP durante los años 2020 y 2021 corresponderían a la totalidad de la diferencia producida entre el gasto total de cada año por concepto del pago de las obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto en el año 2008, ajustado por inflación.

11 La Ley N° 21.419, que crea la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 la regla de término del FRP que se establece en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el FRP se extinguía de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superaban el cinco por ciento de la suma del gasto en pensión básica solidaria de vejez, pensión básica solidaria de invalidez, aporte previsional solidario de vejez y aporte previsional solidario de invalidez de la Ley de Presupuestos de cada año.

Por su parte, los recursos del FEES se pueden utilizar en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado en caso de déficit fiscal. Además, dichos recursos pueden utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo los Bonos de Reconocimiento) y para financiar el aporte anual al FRP, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (en adelante, Ministerio o MdH).

Cabe señalar que la actual administración ha presentado en el Congreso algunas indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que podrían impactar al FEES y FRP (véase *Recuadro 1*).

RECUADRO 1: Modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que podrían impactar en las reglas de aportes, retiro y término en los fondos soberanos

A continuación se presentan algunas indicaciones enviadas al Congreso en agosto de 2022 que podrían impactar a los fondos:

FRP

- Regla de aporte: Se elimina la obligación de enterar siempre un aporte anual de 0,2% del PIB del año anterior.
- Regla de término del FRP: Si la indicación presentada fuera aprobada, el fondo se extinguiría de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar del año de entrada en vigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal¹, el valor total de los activos del FRP valorizados a julio del año respectivo no supere el 0,5% del Producto Interno Bruto del año anterior².

FEES

- Objetivo del fondo: Se establece que el fondo tendrá como principal objeto la estabilidad de las finanzas públicas y la provisión de bienes y servicios públicos a través del tiempo, ante cambios abruptos en el ciclo económico y eventos extraordinarios.
- Regla de aporte: El Fondo de Desastres Naturales (en adelante, Foden), creado a partir de estas indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal, recibirá un aporte equivalente al superávit efectivo luego de descontados los aportes que corresponda realizar al FRP, con un tope del 0,1% del Producto Interno Bruto del año anterior. Si el valor de mercado del Foden al cierre del primer trimestre de cada año es igual o mayor al equivalente a 0,5% del PIB del año anterior, no deberá realizarse este aporte. Es decir, el FEES recibirá el saldo del superávit efectivo después de aportar al FRP y al Foden. Además, se agrega la indicación que si el superávit efectivo es menor al balance estructural, el aporte al FEES será facultativo.
- Retiros: Las indicaciones establecen que el mayor gasto fiscal asociado al Ingreso Familiar de Emergencia Automático en Caso de Confinamiento³ podrá financiarse con cargo al FEES, sin perjuicio de los demás recursos que se destinen para estos fines.

1 A partir de 2021.

2 Actualmente la regla de término del FRP, modificada por la Ley N° 21.419, que crea la Pensión Garantizada Universal, establece que el fondo se extinguirá de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar del año de entrada en vigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal, los giros a efectuarse en un año calendario no superen el cinco por ciento de la suma del gasto en Pensión Garantizada Universal, pensión básica solidaria de invalidez y aporte previsional solidario de invalidez de la Ley de Presupuestos de dicho año.

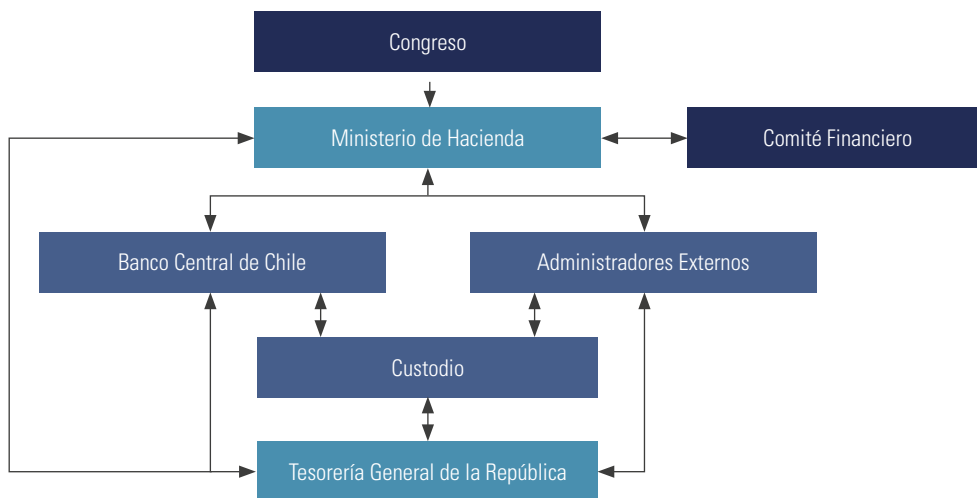
3 En las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal se crea el Ingreso Familiar de Emergencia Automático en Caso de Confinamiento que corresponde a un beneficio monetario y extraordinario en caso de que la totalidad o parte del territorio nacional se encuentre amenazado por una emergencia (incluyendo pandemias) que signifique grave riesgo para la salud de los habitantes, que cause una disminución significativa de los ingresos de los hogares, y que existan restricciones de movilidad.

C. Institucionalidad

El marco legal establece una división clara de funciones y responsabilidades que facilita la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión de los fondos. A continuación, se describen brevemente las principales funciones de cada una de las entidades involucradas en la administración de los fondos (véase *Figura 2*).

FIGURA 2

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General de la República (en adelante, TGR) es la titular de los recursos. A su vez, otorga al Ministro de Hacienda la responsabilidad sobre la administración de los fondos y sus políticas de inversión. Para lo anterior, el Ministerio elabora directrices de inversión, que definen los criterios que deben ser respetados por los administradores de los fondos. Al mismo tiempo, el Ministerio es responsable de supervisar la gestión de los administradores encargados de invertir los recursos de los fondos y de elaborar los reportes mensuales, trimestrales y anuales que dan cuenta del estado de los fondos al público.

La TGR es responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros auditados, monitorear el cumplimiento de los límites de inversión, conciliar la información de los portafolios que mantienen los administradores y el custodio y validar los pagos a los administradores. La Dirección de Presupuestos (en adelante, Dipres) es responsable de los aspectos presupuestarios que tengan relación con los fondos.

Banco Central de Chile

El Ministerio, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (en adelante, Decreto de Agencia), modificado por el Decreto N° 1.618 de 2012, designó al Banco Central de Chile (en adelante, BCCh) como agente fiscal para: i) administrar los por-

tafolios que estén constituidos por instrumentos elegibles para las Reservas Internacionales; ii) delegar la gestión de dichos portafolios a administradores externos; iii) seleccionar administradores externos; y iv) gestionar al custodio; entre otras responsabilidades. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices impartidas por el Ministro de Hacienda.

Administradores Externos

Los administradores externos son empresas internacionales que han sido contratadas para gestionar parte de las inversiones de los fondos soberanos. Estas firmas son elegidas a partir de procesos de selección realizados por el BCCh, con el apoyo de consultores internacionales y del personal del Ministerio.

En la mayoría de los casos la supervisión de los administradores externos recae en el Ministerio, con el apoyo de la TGR; sin embargo, el BCCh supervisa aquellos administradores que invierten en instrumentos elegibles para sus Reservas Internacionales.

En el Cuadro 1 se presentan los administradores externos que se tenían contratados al cierre de 2023.

CUADRO 1

Administradores externos de los fondos soberanos al 31 de diciembre de 2023

Administrador Externo	Supervisión	FRP	FEES
BlackRock Institutional Trust Company, N.A. (BlackRock)	MdH/TGR	Bonos de alto rendimiento	
BNP Paribas Asset Management (BNP Paribas)	BCCh	MBS de agencias de EE.UU.	MBS de agencias de EE.UU.
Mellon Investments Corporation (Mellon)	MdH/TGR	Acciones	
Nomura Asset Management (Nomura)	MdH/TGR	Bonos de alto rendimiento	
UBS Asset Management (Americas) Inc. (UBS)	MdH/TGR	Acciones	
		Bonos corporativos	
Western Asset Management Company (Western Asset)	BCCh	MBS de agencias de EE.UU.	MBS de agencias de EE.UU.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Cabe señalar que a partir de noviembre de 2023 el FEES comenzó a invertir en MBS de agencias de EE.UU. Para lo anterior, el Ministerio de Hacienda, teniendo en cuenta las recomendaciones del Comité Financiero, decidió utilizar los mismos administradores que se utilizaban en el FRP teniendo en cuenta que este portafolio se invertirá con las mismas pautas de inversión en ambos fondos, en que dichos administradores fueron seleccionados como los mejores en un proceso de selección realizado por el BCCh en 2018, y en que ambos han administrado satisfactoriamente sus mandatos.

Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un comité asesor para la administración de los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este Comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y asesora al Ministro con el propósito de establecer pautas de inversión coherentes con los objetivos de los fondos. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciem-

bre de 2006, junto con anunciar la constitución de los fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento del Comité Financiero. Dicho Comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio. Según dicho decreto, el Comité Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2023.

Las funciones del Comité Financiero y las normas de procedimiento necesarias para su correcto funcionamiento fueron determinadas en el mismo decreto. De acuerdo a éste, las funciones y atribuciones del Comité son las siguientes:

- Asesorar sobre los aspectos de la política de inversión que le sean consultados por el Ministro de Hacienda. Estos aspectos incorporan, por ejemplo, la distribución de las inversiones por clases de activo (asset allocation), la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos (véase *Recuadro 2*), la definición de límites de desviación permitidos a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Opinar sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.
- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que los rigen.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias¹².

12 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos>.

RECUADRO 2: Comparador referencial o *benchmark*

Los comparadores referenciales o *benchmarks* son índices representativos del mercado de distintas clases de activo. En principio representan el desempeño de la inversión pasiva en portafolios diversificados invertidos en ciertas clases de activo, donde típicamente la rentabilidad de cada instrumento se pondera por la importancia relativa de su capitalización de mercado. Estos índices son utilizados como referencia para medir el desempeño de los administradores encargados de invertir los fondos.

A cada clase de activo presente en un portafolio de inversión se le asocia un comparador referencial. Así, el comparador referencial de la cartera total se construye ponderando los índices seleccionados por la asignación porcentual dada a cada clase, según lo definido en la política de inversión.

En el caso del FEES y el FRP, sus políticas de inversión son de carácter predominantemente pasivo. Es decir, sus estrategias de inversión tienen por objetivo lograr la rentabilidad del comparador referencial.

D. Política de inversión

Fondo de Estabilización Económica y Social

En 2023 se aprobó e implementó una nueva asignación estratégica de activos para el FEES que tuvo en cuenta los lineamientos proporcionados por el Ministro de Hacienda a principios de la nueva administración, en relación con el objetivo del fondo. La nueva asignación modificó principalmente la exposición de países e incorporó los MBS de agencias de EE.UU. como una nueva clase de activo en el FEES (véase *Recuadro 3*). A continuación, se presentan los principales elementos de la política de inversión del FEES que estaba vigente al cierre de 2023.

Objetivos de inversión: Mientras el tamaño del fondo sea de hasta 5,0% del PIB, se recomienda invertir en un portafolio defensivo cuyo objetivo principal sea maximizar su valor de mercado en pesos en momentos de estrés financiero, circunstancias en que se pudiera hacer inconveniente financiar necesidades fiscales recurriendo a endeudamiento vía bonos, tanto por su encarecimiento, como por un eventual efecto adverso de tal acción en los *spreads* soberanos. Así, se prevé que bajo estrés financiero la autoridad económica preferiría usar el FEES, por lo que debe buscarse un portafolio que presente alto valor en tales circunstancias. Se entiende, por lo anterior, que tales activos deben presentar elevada liquidez cuando el Fisco lo requiera en dichas situaciones. Si el tamaño del fondo sobrepasa el 5,0% del PIB, se sugiere revisar nuevamente la asignación estratégica de activos con el objetivo de obtener mayores retornos en el largo plazo, fundamentalmente en lo que se refiere a los recursos que excedan ese límite.

Asignación estratégica de activos: La política de inversión considera una asignación estratégica de activos de 81% en letras del tesoro y bonos soberanos, 4% en bonos soberanos indexados a inflación y 15% en MBS de agencias de EE.UU. . El portafolio tiene una composición de monedas de 69% en USD, 19% en EUR, 9% en JPY y 3% en CNY, expresado como porcentaje del portafolio total.

RECUADRO 3: Comparación entre las asignaciones estratégicas de activos nueva y anterior del FEES

La nueva asignación estratégica de activos fue aprobada en abril de 2023 e implementada a comienzos de noviembre de ese mismo año (véase *Cuadro R3.1*). Ésta incrementa la participación en instrumentos soberanos de EE.UU., suma una pequeña exposición a bonos soberanos chinos, y reduce la exposición soberana a deuda de países europeos y Japón, además de eliminar los de Suiza. También incorpora los MBS (Mortgage-Backed Securities, por su sigla en inglés o Bonos con Respaldo de Hipotecas) de agencias de EE.UU.

CUADRO R3.1

Asignaciones estratégicas de activo nueva y anterior
(en porcentaje del portafolio)

Clases de activo	Nueva	Anterior
Letras del tesoro de EE.UU.	10,0	11,9
Soberano de EE.UU. (1-10 años)	40,0	28,6 ¹
Soberano de Europa AAA/AA- (1-10 años)	19,0	26,0 ²
Soberano Japón (1-10 años)	9,0	21,6 ³
Soberano Suiza (5-10 años)	– ⁴	8,2
Soberano China (1-10 años)	3,0	–
Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos	81,0	96,3
Soberano indexado a inflación de EE.UU. (1-10 años)	4,0	2,6
Soberano indexado a inflación de Alemania (1-10 años)	– ⁵	1,1
Subtotal bonos soberanos indexados a inflación	4,0	3,7
MBS de agencias de EE.UU.	15,0	– ⁶
Subtotal MBS de agencias de EE.UU.	15,0	–
Total	100,0	100,0
Duración	3,9 años	4,8 años

¹ Considera solamente bonos soberanos de EE.UU. con madurez entre 7 y 10 años.

² Corresponde a 14,2% de letras del tesoro de Alemania y 11,8% de bonos soberanos de Alemania (madurez entre 7-10 años).

³ Corresponde a 10,8% de letras del tesoro de Japón y 10,8% de bonos soberanos de Japón (madurez entre 7-10 años).

⁴ La nueva no incluye exposición a bonos soberanos suizos ya que su participación en el índice global de renta fija soberana es muy pequeña.

⁵ La nueva no incluye exposición a bonos indexados a inflación de Alemania.

⁶ La política anterior no incluye MBS de agencias de EE.UU.

Comparadores referenciales (benchmarks): Para cada componente de la asignación estratégica de activos se ha definido un comparador referencial que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase *Cuadro 2*).

Administración: El portafolio de letras del tesoro y bonos soberanos y el de bonos soberanos indexados a inflación es administrado por el BCCh. El portafolio de MBS de agencias de EE.UU. es gestionado por administradores externos.

CUADRO 2

Comparadores referenciales FEES
(porcentaje del portafolio)

Clase de activo	Comparadores referenciales	Porcentaje del portafolio
Letras del tesoro de EE.UU.	ICE BofaAML US Treasury Bills Index	10,0
Soberano de EE.UU. (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: U.S. 1-10 Yrs	40,0
Soberano de Europa AAA/AA- (1-10 años)	Bloomberg Euro Aggregate - Treasury: Aaa 1-10 Yrs ¹ Bloomberg Euro Aggregate - Treasury: Aa 1-10 Yrs ²	19,0 ³
Soberano Japón (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: Japan 1-10 Yrs	9,0
Soberano China (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: China 1-10 Yrs	3,0
Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos		81,0
Soberano indexado a inflación de EE.UU. (1-10 años)	Bloomberg Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs	4,0
Subtotal bonos soberanos indexados a inflación		4,0
MBS de agencias de EE.UU.	Bloomberg US Mortgage-Backed Securities Index	15,0
Subtotal MBS de agencias de EE.UU.		15,0
Total		100,0

¹ Se excluye Luxemburgo.

² Se excluye Estonia e Irlanda.

³ Cada subíndice se agrega de acuerdo con su capitalización de mercado relativa.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Límite de tracking error ex ante¹³: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 25 puntos base para el portafolio de renta fija. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

Monedas, emisores e instrumentos elegibles: Para cada clase de activo son elegibles sólo las monedas que forman parte del comparador referencial correspondiente. Para los emisores e instrumentos se permiten principalmente los incluidos en el comparador referencial. Sin perjuicio de lo anterior, para cada clase de activo existen algunos emisores e instrumentos elegibles que no están incluidos en el comparador referencial correspondiente y que se permiten para otorgar más flexibilidad a los administradores en la gestión de sus carteras. A continuación, se presentan los más importantes:

- MBS de agencias de EE.UU.: Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs¹⁴.

Apalancamiento y uso de derivados: En el fondo no se permite el apalancamiento¹⁵. Respecto al uso de derivados, se permite el uso de *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio.

Política de rebalanceo: Se debe converger a la asignación estratégica de activos en caso de aporte/retiro al fondo o si una clase de activo sobrepasa el rango de $\pm 2\%$ permitido para ella durante treinta días consecutivos.

13 El *tracking error ex ante* es una estimación de la desviación estándar de la diferencia entre los retornos del portafolio y del comparador referencial. Mientras menor es el *tracking error ex ante* más pasiva es la gestión del portafolio.

14 TBA o To Be Announced: Corresponde a *forwards* de MBS. El término TBA se deriva del hecho de que el MBS que se entregará en el futuro para cumplir con la operación no está designado en el momento en que se realiza la transacción. Si no que se anuncia 48 horas antes de la fecha de liquidación establecida.

15 Apalancamiento se refiere a la compra de activos mediante el endeudamiento.

CUADRO 3

Política de rebalanceo del FEES
(porcentaje del portafolio)

Clase de Activo	Asignación estratégica de activos	Rango de desviación permitido
Renta fija soberana	85	83 – 87
MBS de agencias de EE.UU.	15	13 – 17

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Pautas de inversión: En las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio¹⁶, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, las restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes y otros aspectos asociados a su gestión.

Fondo de Reserva de Pensiones

El Ministro de Hacienda, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, dividió el FRP en dos portafolios de inversión en 2020: el Portafolio de Inversión de Corto Plazo (PICP) y el Portafolio de Inversión de Largo Plazo (PILP)¹⁷. En el primero, el PICP, fue creado en octubre de ese año y ahí se mantuvieron la mayor parte de los recursos que fueron desembolsados desde el fondo hasta junio de 2021. Desde entonces dicho portafolio se mantiene sin recursos. En el otro, el PILP, se mantienen invertidos los recursos que tienen un horizonte de inversión de mediano a largo plazo¹⁸. A continuación solamente se describe la política de inversión del PILP¹⁹:

Portafolio de Inversión de Largo Plazo

Objetivos de inversión: Obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%²⁰.

Asignación estratégica de activos: La composición de cartera es de 31% en acciones, 34% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 6% en MBS de agencias de EE.UU., y 8% en bonos soberanos indexados a inflación²¹. Cabe señalar que a diferencia del FEES, en que existe una asignación fija a las monedas en que se invierte, en el caso del FRP la composición de monedas es el resultado de la participación de cada una en los comparadores referenciales (véase *Recuadro 4*).

16 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y-social/politica-de-inversion>.

17 El Comité Financiero recomendó en 2020 separar el portafolio del FRP en dos sub-portafolios. En el primero, el PICP, se mantendrían los desembolsos esperados en el 2020 y 2021, y en el otro, el PILP, se mantendrían los recursos que no serían retirados en el corto plazo con el fin de invertirlos con un horizonte de inversión de mediano a largo plazo. Para más información acerca de esta modificación ver Sección B, Capítulo 3, del Informe Comité Financiero 2020.

18 Para más información acerca de esta modificación ver Sección B, Capítulo 3, del Informe Comité Financiero 2020.

19 Para más información acerca de la política de inversión del PICP ver Sección D, Capítulo 1, del Informe Comité Financiero 2021.

20 Este objetivo corresponde al definido en la política de inversión que fue aprobada por el Ministro de Hacienda a fines de 2017 pero debe ser revisado teniendo en cuenta la decisión del Ministro de Hacienda en 2020 de parar la convergencia a la asignación estratégica de activos de dicha política (para más información ver Sección B, Capítulo 3, Informe Anual Comité Financiero 2020).

21 Esta asignación estratégica de activos era la que tenía el fondo en enero de 2020 y que el Ministro de Hacienda decidió mantener cuando decidió parar la convergencia a la política de inversiones que había sido definida a fines de 2017.

RECUADRO 4: Composición de monedas en el FEES y FRP

En el FEES la composición de monedas es la que resulta de la asignación a cada país de la asignación estratégica de activos. En el Cuadro R4.1 es posible observar que el FEES se invierte principalmente en monedas que son consideradas de reserva que tienden a apreciarse cuando existe una crisis internacional que podría gatillar un retiro desde el fondo. También es posible notar que la composición de monedas del FEES es similar a la de su comparador referencial, lo que es coherente con una administración pasiva.

CUADRO R4.1

Composición de monedas en el FEES al 31 de diciembre de 2023
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FEES	Comparador Referencial
USD	69,0	69,0
EUR	18,9	19,0
JPY	9,1	9,0
CNY	2,9	3,0
Total	100,0	100,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Por su parte, el FRP tiene una composición de monedas que resulta de la importancia relativa de cada una de ellas en los distintos comparadores referenciales que se utilizan en el fondo. En el Cuadro R4.2 se presenta la composición al cierre del año 2023. En este caso el número de monedas es mucho mayor que en el FEES debido al uso de índices globales en casi todas las clases de activo¹. Además, el portafolio del FRP se encuentra bastante alineado con la composición de monedas del comparador referencial², lo que también es coherente con el énfasis pasivo que se tiene en casi todas las clases de activo.

CUADRO R4.2

Composición de monedas en el FRP al 31 de diciembre de 2023
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FRP	Comparador Referencial
USD	55,7	54,5
EUR	17,2	17,0
JPY	7,4	7,4
GBP	5,4	5,4
CNY	4,7	4,7
CAD	2,6	2,6

1 Los MBS de agencias de EE.UU. es la única clase de activo en el FRP en que se invierte solamente en dólares.

2 La diferencia que se aprecia entre el FRP y el comparador referencial en USD se debe a que en acciones se utilizan ETFs para algunos mercados restringidos en que se ha decidido no invertir localmente debido a su costo operativo o mayor complejidad (por ejemplo, Taiwán, India, entre otros). Debido a que esos ETFs se transan en EE.UU., éstos se consideran invertidos en USD, sin embargo, desde el punto de vista del comparador referencial, dichos mercados restringidos se reportan en la categoría "otras" monedas.

Moneda	FRP	Comparador Referencial
AUD	1,4	1,4
KRW	1,0	1,0
CHF	0,9	0,9
HKD	0,8	0,8
SEK	0,4	0,4
Otras	2,6	3,9
Total	100,0	100,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Comparadores referenciales (benchmarks): Para cada componente de la asignación estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 4).

CUADRO 4

Comparadores referenciales - PILP
(porcentaje del PILP)

Clase de activo	Porcentaje del PILP	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados ^(a)	34	Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)
		Bloomberg Global Aggregate: Government-Related (unhedged)
Bonos soberanos indexados a inflación	8	Bloomberg Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos corporativos	13	Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (unhedged)
MBS de agencias de EE.UU.	6	Bloomberg US Mortgage-Backed Securities (MBS) Index
Bonos de alto rendimiento	8	Bloomberg Global High Yield Index (unhedged)
Acciones	31	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

^(a) Cada subíndice de esta clase de activos se agrega de acuerdo a su capitalización relativa.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: Los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados e indexados a inflación son gestionados directamente por el BCCh. Los portafolios de acciones, bonos corporativos, bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU. son gestionados por administradores externos.

Límite de tracking error ex ante: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos indexados a inflación, 60 puntos base para el de acciones, 50 puntos base para el de bonos corporativos, y 150 puntos base para el de bonos de alto rendimiento. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

Monedas, emisores e instrumentos elegibles: Para cada clase de activo son elegibles sólo las monedas que forman parte del comparador referencial correspondiente. Para los emisores e instrumentos se permiten principalmente los incluidos en el comparador referencial. Sin perjuicio de lo anterior, para cada clase de activo existen algunos emisores e instrumentos elegibles que no están incluidos en el comparador referencial correspondiente y que se permiten para otorgar más flexibilidad a los administradores en la gestión de sus carteras. A continuación, se presentan los más importantes:

- MBS de agencias de EE.UU.: Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.
- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

Apalancamiento y uso de derivados: En el PILP no se permite el apalancamiento. Respecto al uso de derivados se distingue por portafolio:

- Portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indexados a inflación: Se permite el uso de *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio.
- MBS de agencias de EE.UU.: La exposición a TBAs no debe sobrepasar el 30% del portafolio. Los montos nominales de futuros de tasas de interés en EE.UU. valorizados a precio de mercado y expresados en valor absoluto, no deben exceder el 10% de valor de mercado del portafolio.
- Portafolio accionario, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento: Cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros –accionarios o de renta fija según corresponda– con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 3% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

Las pautas de inversión tanto del PICP y PILP, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio²², proporcionan información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

22 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion>.

CAPÍTULO 2

Estado de los
Fondos Soberanos

A. Análisis de la economía internacional

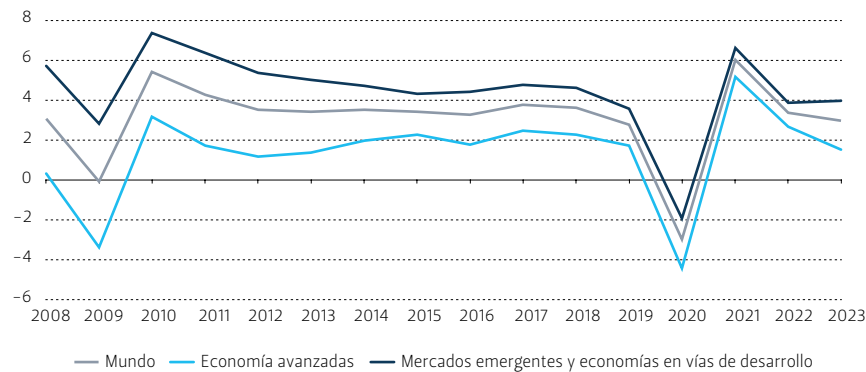
Para un mejor entendimiento del desempeño reciente de los fondos soberanos, en esta sección se resumen los principales acontecimientos de la economía internacional durante el año 2023.

En 2023, la economía mundial atravesó un periodo de transición y desafíos significativos, marcado por los efectos de la pandemia del Covid-19. En este contexto, la inflación se convirtió en una preocupación central en distintas regiones del mundo, por lo que varias de las autoridades monetarias optaron por la implementación de políticas más restrictivas para mitigarla. A lo largo del año, la inflación mostró una tendencia a la baja, impulsada por el aumento en las tasas de interés y la disminución de los precios de la energía y los alimentos. Sin embargo, las presiones inflacionarias subyacentes se mantuvieron, aunque de forma más controlada. Simultáneamente, las tensiones geopolíticas, incluyendo el conflicto en Ucrania, el recrudecimiento de la situación en el Oriente Medio y las relaciones entre las principales economías como EE.UU. y China, continuaron afectando el comercio internacional y los mercados globales. En este escenario, de acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial experimentó un crecimiento del 3,0% en el transcurso del año 2023, en comparación con el crecimiento del 3,4% registrado en 2022.

En el agregado y bajo este contexto económico, las economías avanzadas experimentaron un crecimiento de 1,5% en 2023, en comparación con una expansión de 2,7% en el año anterior. Por otro lado, las economías emergentes y en desarrollo registraron un crecimiento del 4,0% en 2023, similar al 3,9% de 2022 (véase *Figura 3*). Dentro de las economías avanzadas, Japón y EE.UU. mostraron una mayor resiliencia relativa, con un crecimiento de 2,0% y 2,1%, respectivamente (véase *Figura 4*). En las economías emergentes y en desarrollo, India destacó con un crecimiento del producto de 6,3% (véase *Figura 5*).

FIGURA 3

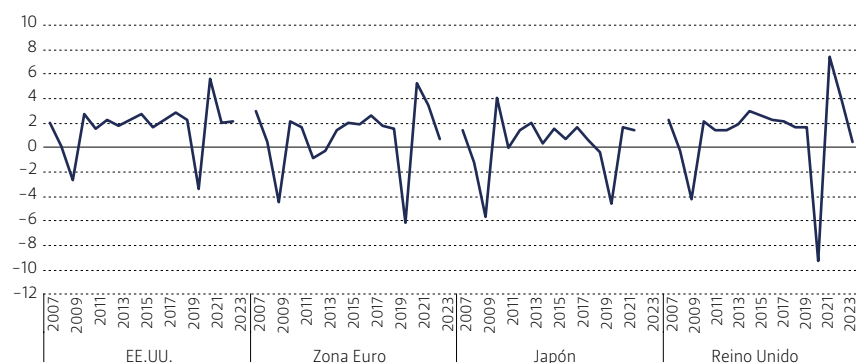
Evolución crecimiento PIB real, 2007 – 2023
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 4

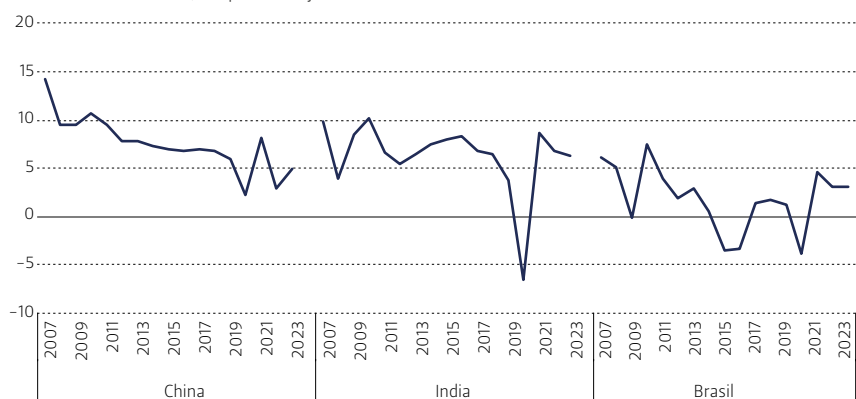
Crecimiento del PIB real de algunas economías avanzadas, 2007 - 2023
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 5

Crecimiento del PIB real de algunas economías emergentes, 2007 - 2023
(variación año a año, en porcentaje)



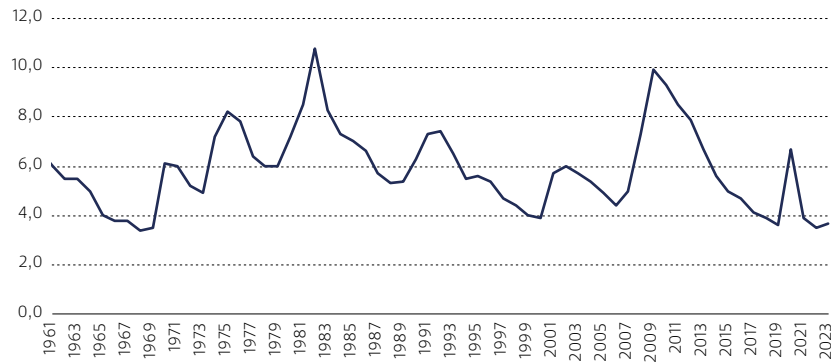
FUENTE: Fondo Monetario Internacional

Respecto a EE.UU., la tasa de desempleo a diciembre de 2023 fue de 3,7%, lo que representa un acotado aumento respecto a la del año anterior de 3,5%, y que es similar al nivel de prepandemia (véase *Figura 6*). En cuanto al salario nominal por hora, al cierre del año, aumentó 4,1% (véase *Figura 7*)²³. En el caso de la inflación, el índice general de precios cerró el año con un aumento de 3,4%, lo que constituye una disminución significativa en comparación con el máximo de 9,1% alcanzado en junio de 2022, aunque todavía se encuentra por sobre el objetivo de 2% anual de la Reserva Federal (en adelante, FED). Por otro lado, la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, tuvo una variación de 3,9% en el año (véase *Figura 8*). Por su parte, la FED mantuvo su política monetaria restrictiva, con aumentos de la tasa de política monetaria (*Federal Funds Rate*) hasta julio de 2023, en que alcanzó el rango de 5,25% a 5,50%, nivel en que se mantuvo hasta fines de año.

23 El bajo crecimiento anual de los salarios en el mes de abril de 2021 se debió principalmente al alto nivel salarial de abril del año anterior. Por su parte, el aumento de los salarios en abril de 2020 se debió a una fuerte caída en el empleo de trabajadores de bajos salarios producto de la pandemia.

FIGURA 6

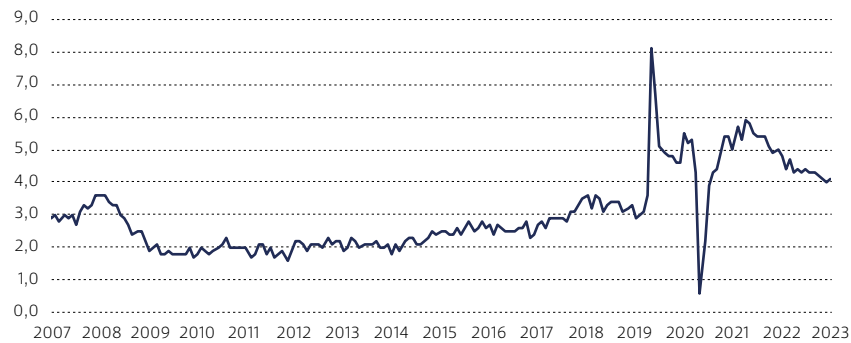
Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1961 – 2023
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

FIGURA 7

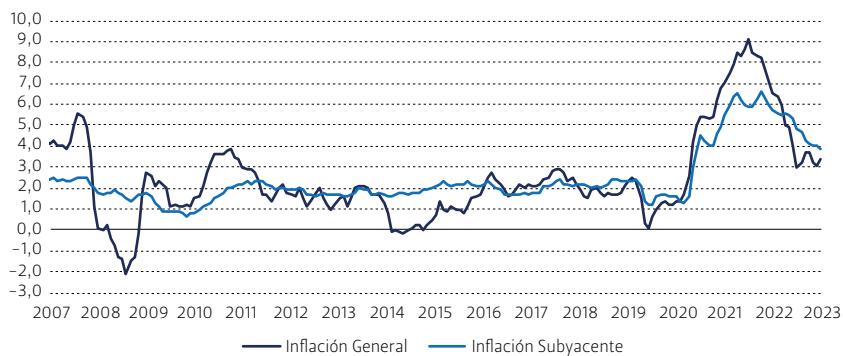
Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2023
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 8

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU., 2007 - 2023
(variación año a año, en porcentaje)

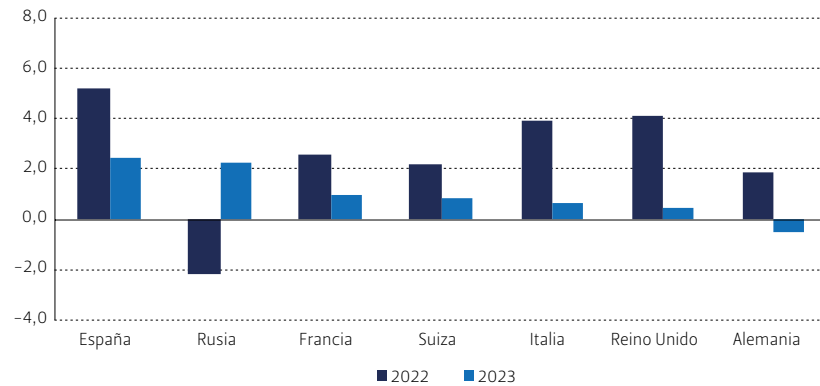


FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro experimentó una significativa desaceleración en su crecimiento económico, pasando de una expansión anual de 3,5% en 2022, a un modesto crecimiento estimado de 0,7% en 2023. De algunos países europeos seleccionados (véase *Figura 9*), los mejores desempeños relativos los presentaron España y Rusia, con aumentos en el PIB de 2,5% y 2,2%, respectivamente. Por otro lado, la tasa de inflación en la Zona Euro cerró el año en 2,9%, en contraste con el 9,2% registrado a finales de 2022 (véase *Figura 10*). En relación con el nivel de desempleo, éste disminuyó a lo largo del año, terminando diciembre en 6,6% (véase *Figura 11*). En este escenario, y para contrarrestar las presiones sobre los precios, el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) incrementó hasta septiembre las principales tasas de interés que usa como parte de su política monetaria. Así, las tasas de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito, y de la facilidad de depósito terminaron el año en 4,50%, 4,75% y 4,00%, respectivamente.

FIGURA 9

Crecimiento PIB real de economías seleccionadas de Europa en 2023
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

FIGURA 10

Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2007 - 2023²⁴
(en porcentaje)

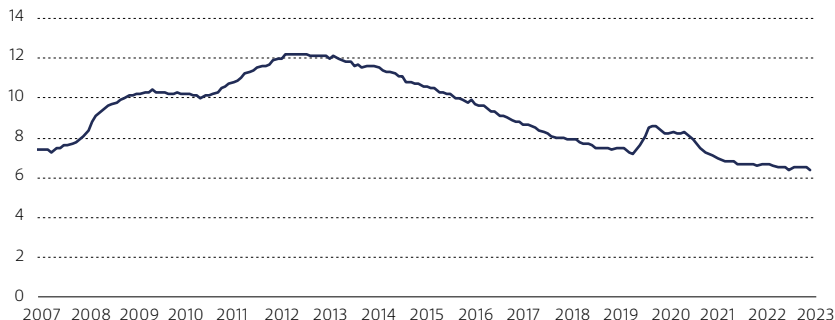


FUENTE: Bloomberg

24 Dato correspondiente a el índice armonizado de precios al consumidor (HICP, por su sigla en inglés).

FIGURA 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2007 – 2023
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Japón experimentó una recuperación moderada en 2023, con el crecimiento de su PIB alcanzando 2,0%. Éste se debió en gran parte al sector externo, impulsado por un yen debilitado que apoyó a las exportaciones. Además, es importante destacar que el país nipón alcanzó este año niveles de inflación que no se habían visto desde principios de los años 1980 e incluso superó el objetivo de 2% del Banco de Japón (en adelante, BoJ).

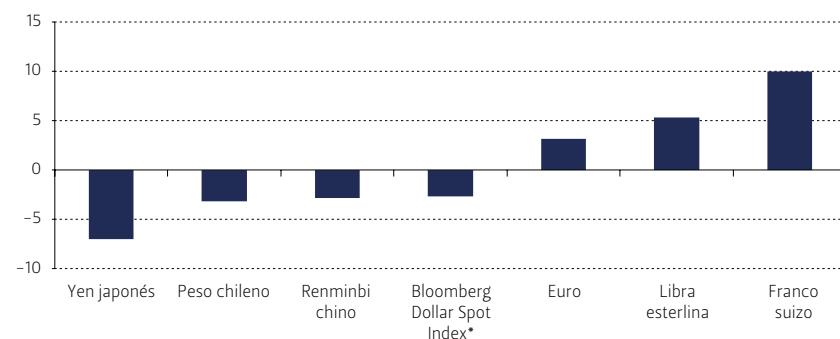
Por su parte, China creció 5,0% durante el año 2023, cifra superior al crecimiento alcanzado en 2022 de 3,1%; sin embargo, menor a las expectativas de 6,0% que se tenían a comienzos de año. En este contexto, el Banco Popular de China (en adelante, PBOC) redujo en varias oportunidades las tasas de interés de referencia para estimular la economía, que mostraba signos de ralentización. Adicionalmente, redujo los requisitos de reservas para los bancos de manera de estimular el sector financiero en la economía local. A pesar de estas medidas, el sector inmobiliario de este país continuó deteriorándose lo que impulsó a las autoridades a restaurar los canales de financiamiento a desarrolladoras inmobiliarias y a relajar algunas de las restricciones que había impuesto en años anteriores para la compra de viviendas.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se debilitó respecto de las principales monedas del mundo en 2,7%, en contraste a la apreciación de 6,7% que había experimentado durante 2022 (véase *Figura 12*)²⁵. Entre las divisas seleccionadas, el yen japonés fue la moneda que experimentó la mayor depreciación (7,0%). Por su parte, el peso chileno terminó el año con una depreciación de 2,9%.

25 El Bloomberg Dollar Spot Index es un índice transable que muestra el valor del dólar en relación con las diez principales monedas del mundo. Rentabilidades del índice mayores a cero son indicativas de que el dólar se apreció en relación con el valor de la canasta de monedas, mientras que rentabilidades negativas reflejan que el dólar se depreció en relación con el valor de la canasta de monedas.

FIGURA 12

Desempeño de monedas seleccionadas en relación con el dólar durante el año 2023²⁶
(variación año a año, en porcentaje)

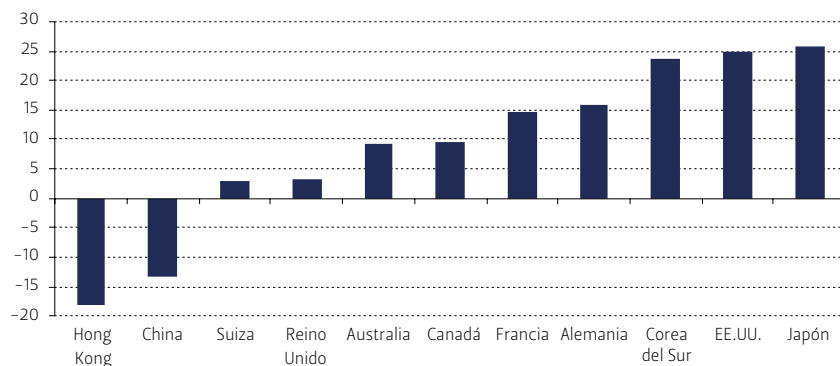


FUENTE: Bloomberg

Durante 2023 los precios de las acciones lograron recuperarse luego de las importantes caídas que habían sufrido el año anterior. Para la muestra seleccionada (véase *Figura 13*), los índices que tuvieron los mejores desempeños en términos relativos fueron los de Japón, EE.UU. y Corea del Sur, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de 25,9%, 25,1% y 23,9%, respectivamente. Las bolsas con peores rendimientos fueron las de Hong Kong y China, con retornos de -17,8% y -13,2%, respectivamente.

FIGURA 13

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2023
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



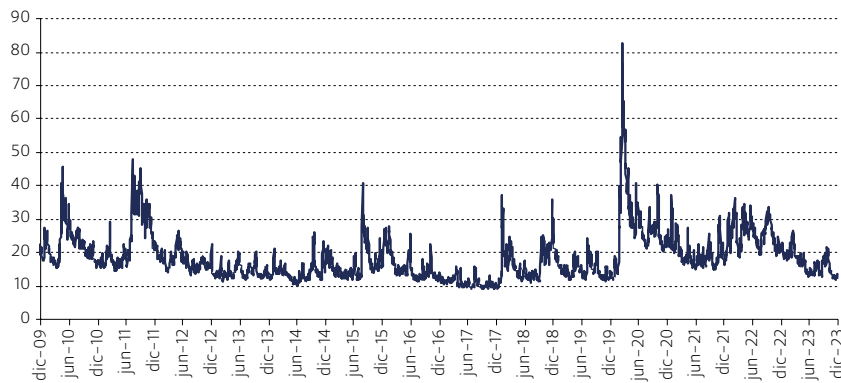
FUENTE: Bloomberg

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (*VIX Index*), presentó en 2023 un nivel promedio de 17 puntos, casi 9 puntos base menor que el año anterior. El índice alcanzó su máximo del año en marzo, con un valor de 26,5. Cabe señalar que el valor promedio del índice en el año 2023 estuvo por debajo del valor promedio de los últimos 10 años (véase *Figura 14*).

26 Un rendimiento negativo significa depreciación y rendimiento positivo significa apreciación de la moneda.

FIGURA 14

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2023
(en nivel)

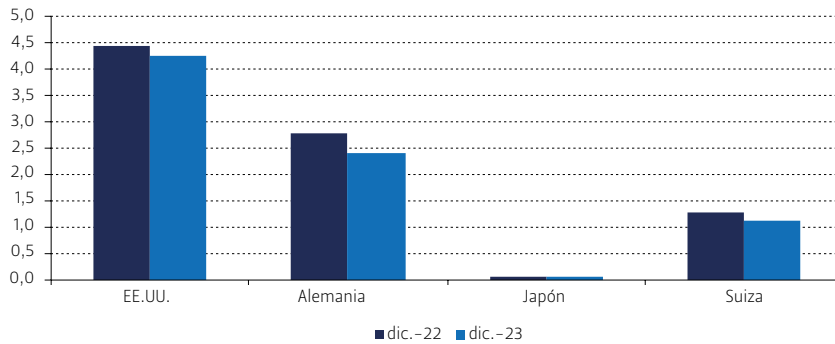


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, las tasas de interés soberanas nominales a 2 y a 10 años habían disminuido en relación con los niveles observados a finales del año anterior en EE.UU., Alemania y Suiza. En Japón, el movimiento fue el contrario para ambos tramos (véase *Figura 15 y 16*).

FIGURA 15

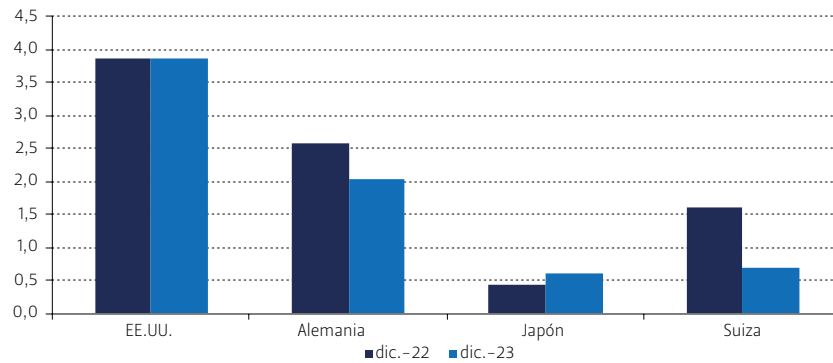
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2022-2023
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 16

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2022-2023
(en porcentaje)

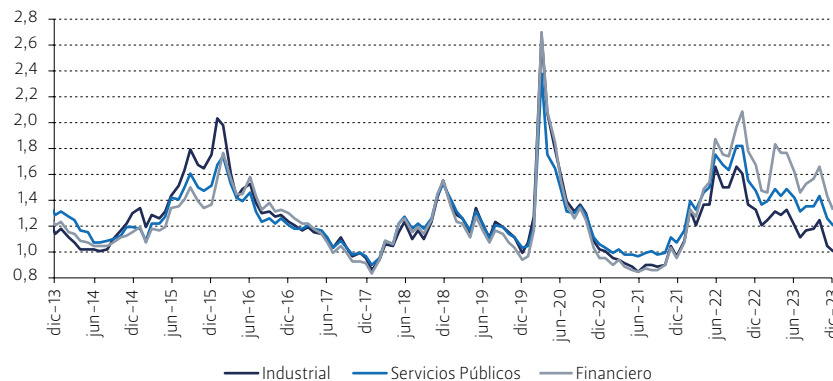


FUENTE: Bloomberg

En relación al mercado corporativo con grado de inversión, los *spreads* de los sectores industrial, servicios públicos y financiero del índice "Bloomberg Global Aggregate Corporate" disminuyeron durante 2023. Los máximos anuales fueron alcanzados en mayo por el sector industrial, y en marzo por los servicios públicos y financieros (véase *Figura 17*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento también experimentaron una disminución en sus *spreads* con respecto al año 2022. Esto se puede constatar al observar los *spreads* del índice "Bloomberg Global High Yield" que finalizó el año en 4,2%, lo cual representa una disminución de 122 puntos base con respecto al cierre de 2022 (véase *Figura 18*).

FIGURA 17

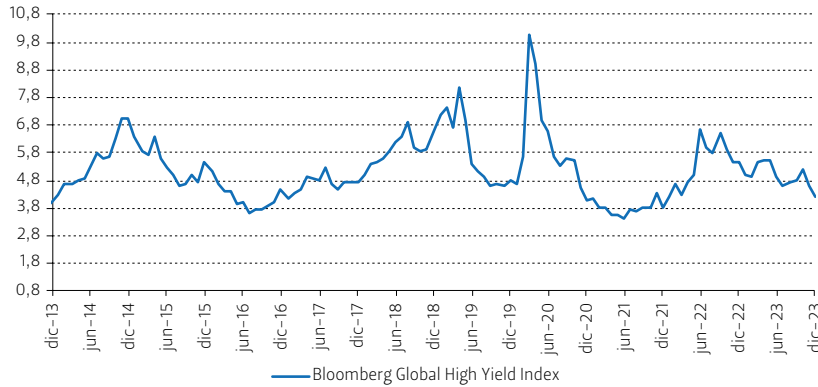
Spreads bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013-2023
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 18

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013-2023
(en porcentaje)

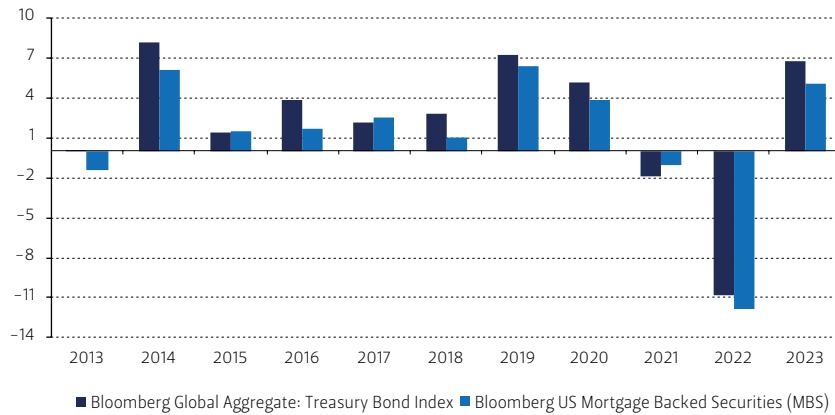


FUENTE: Bloomberg

Durante 2023, los rendimientos de los bonos soberanos con grado de inversión y los MBS de agencias de EE.UU. experimentaron retornos positivos, revirtiendo parte de las pérdidas del año anterior. Así, el “Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)” y el “Bloomberg US Mortgage Backed Securities (MBS)”, cerraron el año con rentabilidades de 6,7% y 5,1%, respectivamente (véase *Figura 19*). Por otro lado, los bonos corporativos con grado de inversión, representados por el índice “Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (hedged)”, concluyeron el año con una rentabilidad de 9,1%, mientras que los bonos de alto rendimiento (soberano y corporativo), representados por el “*Bloomberg Global High Yield Index (hedged)*”, terminaron el año con una rentabilidad de 13,7% (véase *Figura 20*).

FIGURA 19

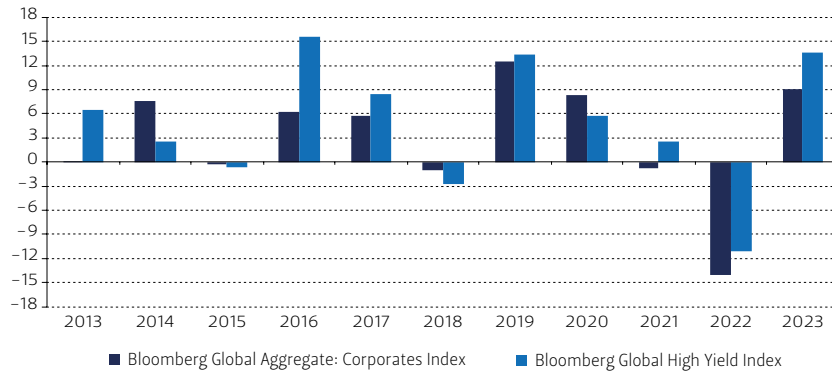
Retornos índices Bloomberg: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (hedged), 2013 - 2023
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 20

Retornos índices Bloomberg Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2013 – 2023
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

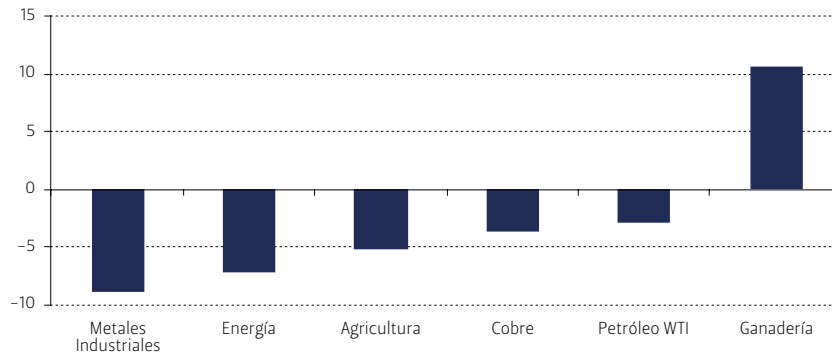


FUENTE: Bloomberg

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2023 versus los de 2022, se observan variaciones negativas en todos los sectores seleccionados, a excepción del sector de ganadería. Los sectores más rezagados fueron el de metales industriales y el de energía, con variaciones de -8,9% y -7,2%, respectivamente. Por su parte, los precios promedio del petróleo y cobre disminuyeron en 2,3% y 3,7%, respectivamente (véase *Figura 21*).

FIGURA 21

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2023
(variación año a año, en porcentaje)



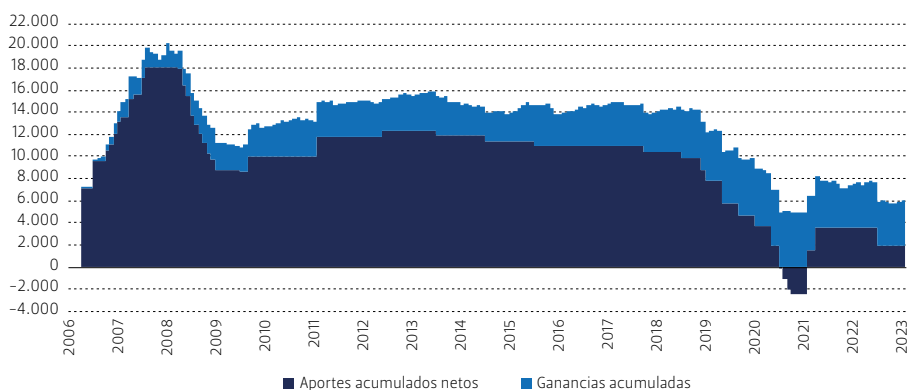
FUENTE: Bloomberg

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2023 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 6.030 millones y US\$ 8.639 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 7.514 millones y US\$ 6.475 millones respectivos al término de 2022. La variación negativa en el valor del FEES se debió principalmente a un retiro por US\$ 1.641 millones, compensado en parte por ganancias netas de las inversiones por US\$ 156 millones (véase *Figura 22*). Por su parte, la variación positiva en el FRP se debió principalmente a un aporte de US\$ 1.641 millones y ganancias netas en las inversiones por US\$ 823 millones, compensado por un retiro de US\$ 300 millones (véase *Figura 23*). Cabe señalar que el aporte al FRP fue financiado en su totalidad desde el FEES.

FIGURA 22

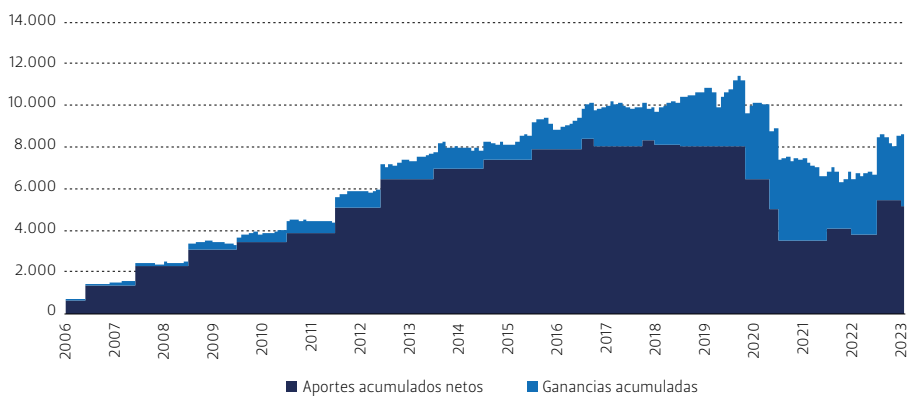
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2023
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 23

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2023
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

C. Rentabilidad

En el año 2023, la rentabilidad neta en dólares de los fondos fue de 2,36% en el FEES y de 11,35% para el FRP (véase Cuadro 5).

El retorno del FEES en el año se debió principalmente a la rentabilidad obtenida en el portafolio de letras del tesoro y bonos soberanos de 2% y en bonos soberanos indexados a inflación de 4,68%. Cabe señalar que a partir del 2 de noviembre se comenzó a invertir un 15% del fondo en MBS de agencias de EE.UU. que tuvo una ganancia de 6,58% desde el inicio de su inversión hasta fin de año, lo que contribuyó al retorno del portafolio total.

Como ya se mencionó, el FRP tuvo un retorno positivo de 11,35% en 2023. Éste se descompone en rentabilidades de 4,2% para bonos soberanos y otros relacionados, 5,63% para bonos indexados a inflación, 5,06% para MBS de agencias de EE.UU., 9,65% para bonos corporativos, 13,96% para bonos de alto rendimiento y 22,43% para acciones (véase Recuadro 5).

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2023, el peso chileno se depreció 2,92% respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 5,35% en el FEES y 14,60% en el FRP. Por su parte, la rentabilidad real de los fondos, la cual está calculada a partir de la rentabilidad nominal en pesos descontando la variación en la Unidad de Fomento (UF) del período respectivo, fue de 0,54% para el FEES y de 9,37% para el FRP.

CUADRO 5²⁷

Descomposición del retorno de los fondos soberanos en 2023
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2023
		I	II	III	IV	
FEES	Letras del tesoro y bonos soberanos	2,45	-1,76	-3,30	4,81	2,00
	Bonos soberanos indexados a inflación	3,33	-0,89	-1,88	4,18	4,68
	MBS de agencias de EE.UU. ^(a)				6,58	6,58
	Retorno total (USD)	2,48	-1,73	-3,25	5,05	2,36
	Retorno total (CLP)	-5,89	-0,07	9,30	2,48	5,35
	Retorno total (Real en UF)	-7,12	-1,49	8,98	0,83	0,54
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	2,97	-2,28	-4,12	8,01	4,20
	Bonos indexados a inflación	4,52	-1,78	-5,02	8,32	5,63
	MBS de agencias de EE.UU.	2,45	-0,57	-4,09	7,52	5,06
	Bonos corporativos	3,48	0,12	-2,73	8,81	9,65
	Bonos de alto rendimiento	3,36	1,94	-0,26	8,44	13,96
	Acciones	7,39	6,27	-3,37	11,02	22,43
	Retorno PILP (USD)	4,51	1,17	-3,46	9,10	11,35
	Retorno total (USD)	4,51	1,17	-3,46	9,10	11,35
	Retorno total (CLP)	-4,03	2,88	9,07	6,42	14,60
Retorno total (Real en UF)	-5,28	1,41	8,74	4,71	9,37	

^(a) Se comenzó a invertir en MBS de agencias de EE.UU. el 2 de noviembre de 2023.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

27 Las rentabilidades para períodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para períodos menores a un año el retorno corresponde a la variación experimentada durante el período indicado.

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2023 fue de 1,47% para el FEES y 3,21% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,51% para el FEES y 6,30% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 0,27% para el FEES y 1,99% para el FRP.

En 2023, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 4 puntos base menor que la de su comparador referencial y la del FRP fue 33 puntos base menor. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -4 puntos base y -25 puntos base, respectivamente²⁸.

RECUADRO 5: Factores que afectan la rentabilidad de los fondos soberanos

La rentabilidad de las inversiones de los fondos soberanos depende de varios factores que afectan a los distintos tipos de instrumentos incluidos en la cartera de cada uno de ellos.

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte, el prepago, y los movimientos de las paridades cambiarias. El nivel de las tasas de interés en el mercado influye directamente en el interés ofrecido por los depósitos a plazo en las instituciones financieras y por los instrumentos de deuda soberana cuando son emitidos. Por su parte, los movimientos en el nivel de las tasas de interés afectan el precio de los instrumentos de renta fija que se transan en el mercado, sobre todo el de aquellos de mediano y largo plazo, teniendo un efecto negativo en caso de que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento¹. Por otro lado, en todos los instrumentos de renta fija existe la probabilidad del incumplimiento crediticio, es decir, que el emisor no pague el interés o el principal. En instrumentos con grado de inversión esta probabilidad es muy baja, pero aumenta en los bonos de alto rendimiento². Por otra parte, el prepago afecta principalmente a MBS de agencias de EE.UU. ya que son instrumentos cuyos subyacentes son créditos hipotecarios que pueden ser refinanciados cuando bajan las tasas de interés. Al realizarse el prepago, el individuo que refinancia su crédito hipotecario retorna al inversionista del MBS el valor par de lo que debe³. Finalmente, puesto que el desempeño de los fondos se mide en dólares y que gran parte de sus carteras está invertida en instrumentos denominados en otras monedas, los movimientos de dichas paridades en relación con el dólar tendrán un efecto en sus rentabilidades.

Para los portafolios de acciones la rentabilidad dependerá en gran parte de la percepción del mercado de la capacidad de generación de ingresos de las empresas y del riesgo asociado a cada una de ellas, así como también de las condiciones financieras del mercado.

- 1 En el caso de los bonos emitidos por empresas la calidad crediticia por lo general se mide a través del *spread* o diferencia entre la tasa de interés de dichos instrumentos y las tasas de interés soberanas de referencia. Así, un aumento (o disminución) del *spread* de un bono corporativo se asocia a una disminución (o aumento) del valor del bono.
- 2 Para mitigar este riesgo en bonos de alto rendimiento se han elegido administradores externos que realizan un análisis exhaustivo de cada emisor con el fin de evitar gran parte de estos incumplimientos.
- 3 Si el valor par es mayor (menor) que el valor presente de los pagos futuros el inversionista experimenta una ganancia (pérdida) con el prepago. Por otra parte, el riesgo de prepago también afecta a algunos bonos corporativos que otorgan al emisor la opcionalidad de prepagar la deuda que ha emitido.

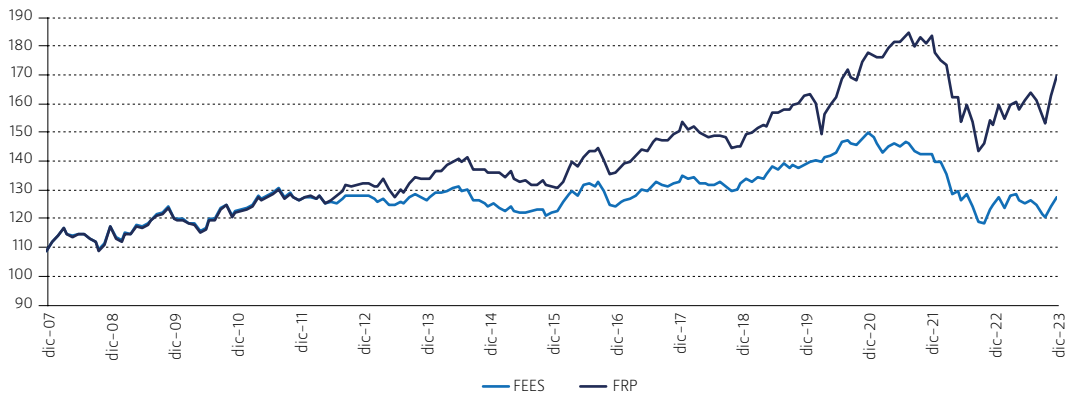
28 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007-2023.

La Figura 24 presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 27,6% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2023, mientras que para el FRP el aumento fue de 69,8% durante el mismo período. En la figura es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012, cuando se modificó la política de inversión del FRP²⁹.

Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad en 2023 fue de 2,35% para el FEES y de 11,35% para el FRP.

FIGURA 24

Índice de rentabilidad acumulada en dólares del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones (31 de marzo 2007 = 100)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

29 Las políticas de inversión de ambos fondos eran idénticas antes de 2012.

CAPÍTULO 3

Actividades y
recomendaciones del
Comité Financiero

A. Nueva asignación estratégica de activos del FEES

En abril de este año el Comité Financiero recomendó al Ministro de Hacienda modificar la asignación estratégica de activos del FEES teniendo en cuenta: (i) los lineamientos proporcionados por el Ministro de Hacienda respecto al objetivo del fondo (véase *Capítulo 1 Sección B*); (ii) el análisis realizado por la Secretaría Técnica que se resume en esta sección; y (iii) la asistencia técnica realizada por el FMI acerca del tamaño del fondo (véase *Recuadro 6*).

RECUADRO 6: Asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional sobre la gestión del Fondo de Estabilización Económica y Social en el marco de la regla de balance estructural.

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio de Hacienda solicitó a comienzos de 2023 una asistencia técnica al Fondo Monetario Internacional para apoyar el trabajo del Comité en la definición de la asignación estratégica de activos del FEES. Los términos de referencia de la asistencia técnica incluían lo siguiente: i) revisar casos relevantes de la experiencia internacional sobre el uso de fondos de estabilización y su rol en la implementación de las reglas de balance estructural; ii) describir diferentes tipos de eventos “cola” que podrían afectar a la economía chilena y explicar y cuantificar las implicancias macroeconómicas y financieras de cada evento, así como estimar con qué rapidez se requeriría financiamiento; y iii) estimar el tamaño mínimo del FEES necesario para respaldar la financiación de los eventos descritos anteriormente.

Las principales recomendaciones del Fondo Monetario Internacional al Ministerio de Hacienda se presentan a continuación:

1. Mantener el alto grado de flexibilidad en los aportes y retiros del FEES.
2. Mantener las políticas de inversión de los fondos soberanos alineadas a sus objetivos y buscar su integración en la estrategia de gestión de activos y pasivos soberanos.
3. Revisar periódicamente las estrategias de inversión, teniendo en cuenta las preferencias de riesgo y el horizonte de inversión del Gobierno.
4. Seguir reforzando la gestión del riesgo fiscal, por ejemplo, desarrollando un marco integrado de gestión de activos y pasivos soberanos.
5. Reconstruir los buffers fiscales a mediano plazo mediante esfuerzos fiscales graduales; ajustando el ritmo en función de la tolerancia al riesgo de la sociedad y de la naturaleza de los shocks; evitar acumular reservas de liquidez a través de endeudamiento.
6. Aplicar una gestión integrada de activos y pasivos, de manera que se considere en forma conjunta el nivel de deuda bruta y el tamaño del buffer de liquidez del FEES.
 - Mantener el actual límite de 45% del PIB de la deuda bruta. Evitar establecer en la Ley de Responsabilidad Fiscal un anclaje doble sobre el techo de deuda y sobre el tamaño mínimo del FEES.
 - Teniendo en cuenta el nivel actual de deuda y los ajustes fiscales previstos, se considera prudente mantener entre un 5% y un 7% del PIB invertido, en el mediano plazo, en reservas líquidas en el FEES para poder responder a shocks adversos.

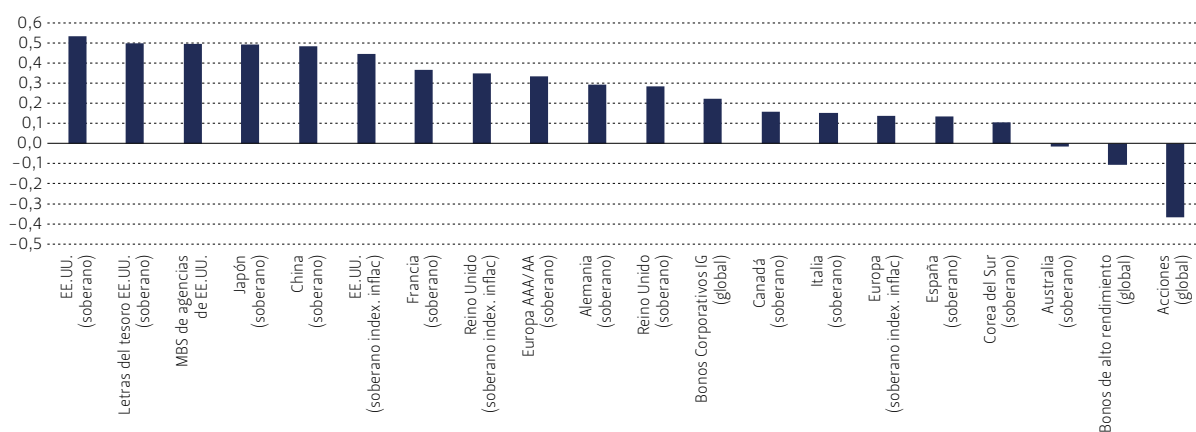
El Comité Financiero recomendó que, mientras el tamaño del fondo sea de hasta 5% del PIB se invierta en un portafolio defensivo cuyo principal objetivo sea maximizar su valor de mercado en pesos en eventos poco frecuentes y de alto impacto que pueden causar un estrés financiero, momento en que la probabilidad de uso del FEES aumenta, con respecto a otros eventos en que, aun siendo menos severos, se cumplen las condiciones para realizar retiros. Cabe destacar que la sugerencia de construir un portafolio defensivo por hasta 5% del PIB, es un poco menos protectora que lo planteado en la asistencia técnica del FMI, que sugería un tamaño del fondo entre 5% y 7% del PIB, pues se tuvo en consideración el elevado costo alternativo de reservar demasiados recursos en este fondo defensivo.

Teniendo en cuenta que el tamaño del FEES al cierre de diciembre de 2023 era aproximadamente equivalente a 1,9% del PIB, y lo indicado en el párrafo anterior, el Comité analizó la asignación estratégica de activos del fondo considerando que era un portafolio defensivo. Se sugirió que si el tamaño del fondo sobrepasa el 5% del PIB, se revise nuevamente la política de inversión con el objetivo de obtener mayores retornos, fundamentalmente en lo que se refiere a los recursos que excedan ese límite.

El análisis de la asignación estratégica de activos se llevó a cabo en varias etapas. En la primera, se seleccionaron distintos índices de mercado que representan a bonos emitidos por los principales países, o por un grupo de ellos, o por empresas, y acciones con el fin de analizar su comportamiento en momentos en que Chile enfrenta estrés financiero. Para lo anterior, se analizó la correlación de sus retornos reales en peso con los *Credit Default Swaps* (en adelante, CDS) de los bonos soberanos chilenos a 5 años seleccionando aquellos índices que tenían la correlación más alta (véase *Figura 25*). También se excluyeron aquellos con la liquidez más baja (véase *Recuadro 7*), ya que, puede verse significativamente afectada en momentos de estrés de los mercados globales, situación en que es más probable utilizar el fondo (véase *Figura 26*). En la segunda etapa, se estimó el retorno esperado en pesos reales, volatilidades y covarianzas de los instrumentos escogidos. En la tercera, a través de un proceso de optimización, se obtuvieron asignaciones de cartera eficientes que maximizan el retorno esperado para distintos niveles de riesgo³⁰. En la cuarta etapa, el Comité realizó pruebas de tensión para analizar el comportamiento de las distintas carteras de la frontera eficiente y las contrastó con la que tenía el FEES en ese momento. Finalmente, teniendo en cuenta lo anterior, seleccionó una que tenía un nivel de volatilidad parecido al de la asignación estratégica de activos anterior del FEES, aumentaba su retorno esperado en aproximadamente 30 puntos base, y tenía un buen comportamiento en las crisis (véase *Figura 27 y 28*). La asignación estratégica de activos seleccionada fue recomendada al Ministro de Hacienda en abril de 2023 (véase *Figura 29*).

FIGURA 25

Correlaciones de retorno de índices de mercado seleccionados en relación a los CDS de Chile a 5 años³¹ (entre -1 y 1)



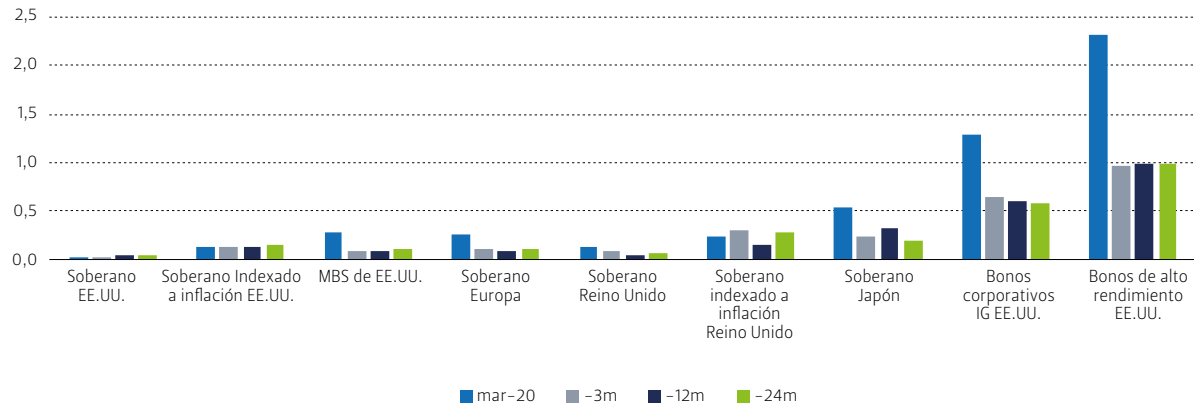
FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

30 Para obtener las fronteras eficientes se impusieron restricciones que tuvieron en cuenta la importancia relativa de los distintos países y tipos de instrumentos en el índice global de renta fija soberana y de MBS de agencias de EE.UU.

31 Corresponde a las correlaciones entre la variación mensual de las paridades en relación al CLP y la variación de los CDS mensuales (febrero de 2003 y diciembre de 2022). Una correlación positiva significa que el dólar se apreció en relación con el peso cuando aumentaron los CDS.

FIGURA 26

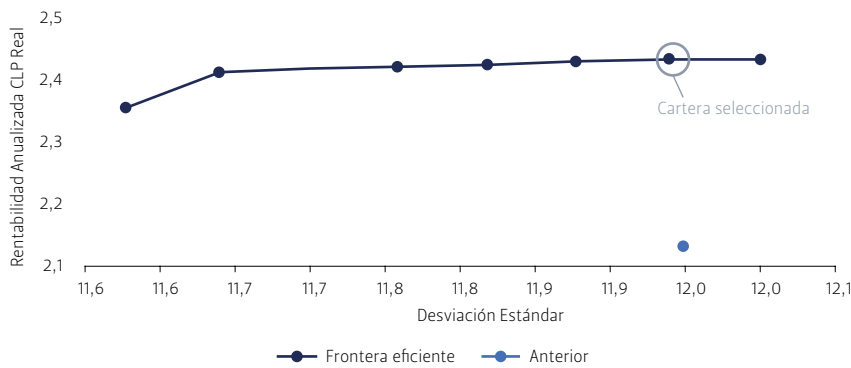
Bid-Ask spread de instrumentos seleccionados - marzo 2020, 3, 12 y 24 meses antes³²
(en porcentaje)



FUENTE: Barclays

FIGURA 27

Frontera eficiente y asignación estratégica de activos anterior del FEES
(en porcentaje)

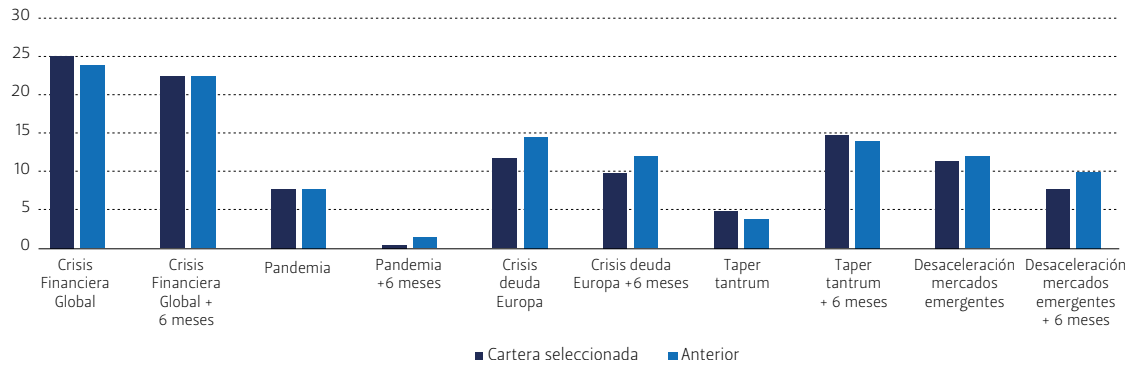


FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

32 "Market Liquidity Snapshot March 2020", Quantitative Portfolio Strategy, Barclays. La figura corresponde a la serie de tiempo del Liquidity Cost Score (LCS) que representa el costo de comprar y vender un instrumento inmediatamente y se calcula como % del precio del bono. En la figura se compara como la liquidez de los distintos instrumentos se comportó cuando la pandemia Covid-19 afectó de peor forma los mercados financieros en marzo de 2020 con 3, 12 y 24 meses antes.

FIGURA 28

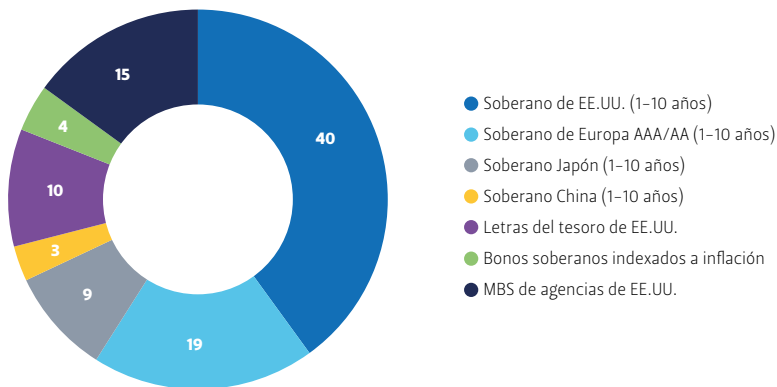
Backtesting de asignación estratégica de activos nueva y anterior en crisis³³
(retorno real en CLP en período)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 29

Asignación estratégica de activos recomendada al Ministro de Hacienda
(en porcentaje del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

33 Las crisis de la figura están asociadas a los períodos en que cayeron las bolsas bursátiles a nivel mundial. Teniendo en cuenta que los retiros del FEES no necesariamente coinciden con lo anterior, también se analizó el comportamiento seis meses después de ellas.

RECUADRO 7: Bid/Ask Spread y costo de transacción

El Bid/Ask Spread representa el diferencial que existe entre el precio de compra (Ask) y venta (Bid) de un instrumento financiero.

El Bid/Ask Spread se calcula de la siguiente forma y, por lo general, se expresa en puntos base:

$$\text{Bid/Ask Spread}_t = \frac{\text{Ask}_t - \text{Bid}_t}{\text{mid - point}_t} \times 10.000, \text{ donde } \text{mid - point}_t = \frac{\text{Ask}_t + \text{Bid}_t}{2}$$

En la medida que este diferencial es menor se entiende que el instrumento es más líquido.

Por otra parte, para instrumentos de renta fija no existen costos explícitos de transacción (por ejemplo, comisiones). La convención de mercado es que el costo de transacción se calcula a partir del Bid/Ask Spread. Se asume que el precio justo del instrumento se encuentra entre el precio Ask y Bid. Así, un inversionista que compra el instrumento al precio Ask está pagando un poco más del precio justo, y el que lo vende al precio Bid, está recibiendo un poco menos. Desde este punto de vista, el costo de transacción usualmente se calcula en relación al promedio del Bid/Ask Spread (mid-point).

B. Modificaciones a las pautas de inversión del FEES

Para implementar la nueva asignación estratégica de activos del FEES, el Comité modificó algunos aspectos de las pautas de inversión que estuvieron vigentes hasta mediados de 2023. A continuación se describen las principales modificaciones:

Portafolio gestionado por el BCCh

- Se redujo el presupuesto de riesgo de *tracking error ex-ante* desde 50 puntos base a 25 puntos base lo que es más coherente con un mandato pasivo.
- Se eliminó la posibilidad de invertir en instrumentos emitidos por entidades supranacionales, agencias y entidades con garantía estatal explícita, ya que, no formaban parte de los instrumentos que fueron incluidos en el análisis para definir la asignación estratégica de activos, y la inversión en ellos se alejaría de un mandato pasivo.
- Se modificaron los *benchmarks* para los distintos países para que fuese coherente con los índices de mercado utilizados en el análisis de la asignación estratégica de activos (véase Cuadro 2).

MBS de agencias de EE.UU.

- Se incorporó a los MBS de agencias de EE.UU. como una nueva clase de activo utilizando pautas de inversión idénticas a las que se utilizan en el FRP.

C. Análisis del FRP

El Comité analizó la situación actual y futura del FRP teniendo en cuenta las modificaciones legales que ha experimentado como resultado de la creación de la PGU (véanse Cuadro 6 y Recuadro 1) y de la disminución de su tamaño debido a la pandemia.

CUADRO 6

Reglas de aporte, retiro y de extinción del FRP vigentes e indicaciones presentadas en 2022

Reglas	Situación vigente	Indicaciones presentadas en agosto 2022*
Aportes	Mínimo de 0,2% del PIB año anterior Si hay superávit, se aporta hasta 0,5% del PIB del año anterior	Si hay déficit no se aporta Si hay superávit, se aporta hasta 0,5% del PIB del año anterior
Retiros	Hasta 0,1% del PIB año anterior	Hasta 0,1% del PIB año anterior
Extinción	Si monto retirado es menor al 5% del gasto anual de la PGU y PSI	Si FRP es menor al 0,5% del PIB del año anterior

*Estas indicaciones todavía no son discutidas en el Congreso Nacional.

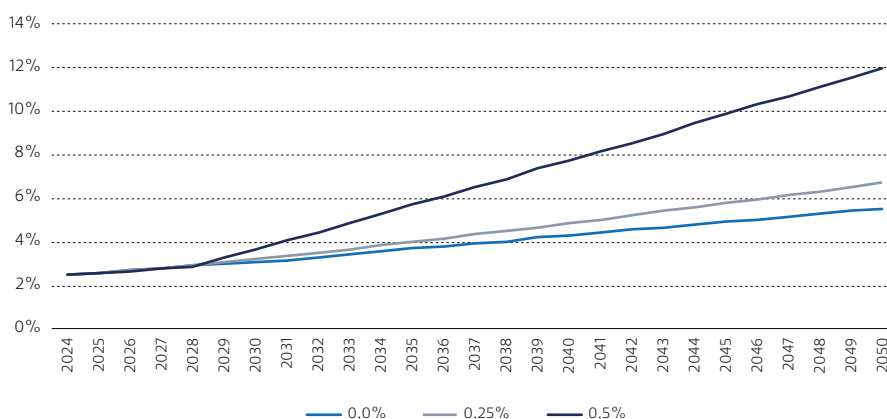
FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Situación actual

En el escenario actual, el FRP debe recibir un aporte mínimo de 0,2% del PIB del año anterior, incluso con déficit fiscales, y puede recibir aportes equivalentes a los superávits fiscales que se experimenten hasta un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. En este contexto, el fondo acumula recursos siempre debido a que todos los años los aportes son mayores que los retiros que pueden alcanzar hasta 0,1% del PIB (véase *Figura 30*). Vale la pena destacar que el monto actual de los retiros, equivalente a 0,1% del PIB, es menor al 5% del gasto anual de la PGU y PSI, y, en consecuencia, se gatillarían la regla de extinción del fondo bajo las normas vigentes. Como solución a aquello, para los años 2023 y 2024, la Ley de Presupuestos de 2024, promulgada a mediados de diciembre de 2023, extendió la vigencia del fondo hasta el 31 de diciembre de 2024.

FIGURA 30

Tamaño del FRP para distintos escenarios de balance fiscal – situación vigente (en porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile y Dirección de Presupuestos

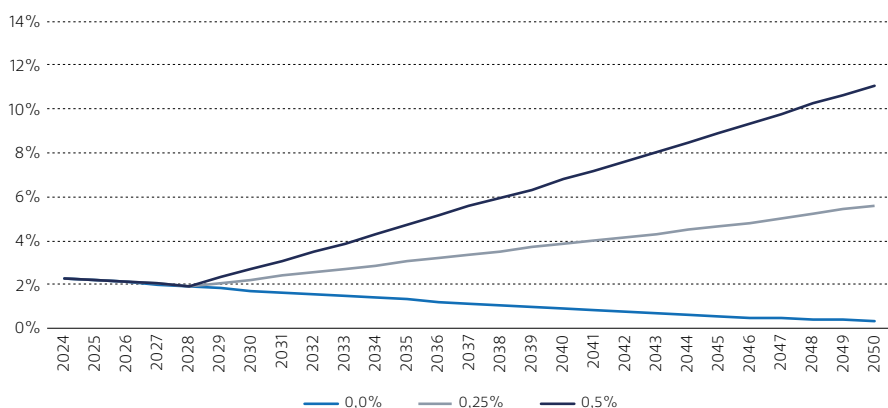
Situación de las indicaciones presentadas al Congreso Nacional en 2022

Las indicaciones presentadas al Congreso Nacional en agosto de 2022 tienen como principal objetivo evitar tener que aportar al FRP durante periodos en que se incurren déficits fiscales. Lo anterior, evita que el Fisco se endeude para financiar dicho aporte o que se financie desde el FEES. A su vez modifican la regla de extinción del fondo para que esta dependa de su tamaño y no de la importancia relativa de los retiros en relación a la PGU y PSI.

La Figura 31 muestra el comportamiento del FRP en distintos escenarios de balance fiscal, asumiendo que las indicaciones son aprobadas. En el caso en que siempre se experimentaran superávits fiscales superiores al 0,2% del PIB, se encuentra que el comportamiento del FRP sería idéntico al estimado bajo las reglas vigentes. Sin embargo, en el escenario que solo se experimentaran déficits fiscales en el futuro, el fondo disminuiría paulatinamente su tamaño hasta que se gatille la cláusula de extinción a mediados de la década del 2040.

FIGURA 31

Tamaño del FRP para distintos escenarios de balance fiscal – situación indicaciones aprobadas (en porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile y Dirección de Presupuestos

Situación *endowment*

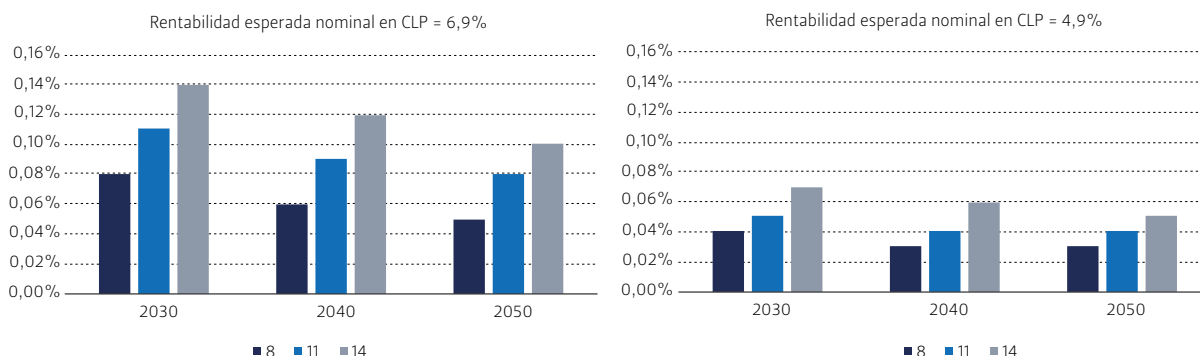
Alternativamente, el Comité analizó la posibilidad de que el FRP opere bajo un modelo tipo *endowment*, esto es, que retire una parte de la rentabilidad obtenida, de forma de mantener el valor real del fondo constante. Lo anterior, con el objetivo de explorar dicho modelo a fin de hacer el FRP sostenible en el tiempo.

La principal conclusión del Comité es que el tamaño actual no es suficiente para financiar una cantidad superior al 0,1% del PIB en el horizonte analizado (hasta 2050), manteniendo constante el valor real del capital del fondo. Esto incluso es válido para escenarios con rentabilidades altas. Si el FRP se capitalizara y aumentara su tamaño hasta US\$14 mil millones, se podría lograr el objetivo anterior para rentabilidades cercanas a 7% en pesos; sin embargo, los retiros expresados como porcentaje del PIB son decrecientes debido a que el capital del fondo crecería menos que la economía.

En este escenario, un modelo tipo *endowment* no permitiría financiar una parte relevante de los gastos anuales asociados a la PGU y PSI que representan aproximadamente 2,4% del PIB.

FIGURA 32

Retiros esperados del FRP (*endowment*) para distintos tamaños del fondo (US\$ 8, 11 y 14 mil millones) y escenarios de rentabilidad nominal en pesos (en porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

D. Gestión de impuestos en los fondos soberanos

El Comité Financiero en su sesión de octubre analizó en profundidad cómo se realiza la gestión de los impuestos en los fondos soberanos y cuantificó su impacto en su rentabilidad. Se concluyó que las entidades más relevantes en su gestión son el BCCh, en su calidad de Agente Fiscal, y el Banco custodio; sin embargo, se observó que ocasionalmente es necesario utilizar los servicios de un Asesor Tributario. A continuación se describen las principales funciones de cada uno de ellos.

BCCh: prepara y gestiona la documentación impositiva, paga y controla los impuestos, realiza las gestiones para la devolución de impuestos, y solicita servicios de un Asesor Tributario si lo estima necesario.

Banco custodio (y red de sub custodios): efectúa la retención y pago de impuestos ante la autoridad tributaria del país correspondiente (en el caso de instrumentos no custodiables puede ser la contraparte)³⁴; completa los reclamos tributarios para la recuperación de impuestos³⁵ y los presenta ante la autoridad tributaria correspondiente; e informa al BCCh acerca de las tasas impositivas vigentes para cada mercado y cambios tributarios.

Asesor Tributario: evalúa nuevos mercados e inversiones, paga los impuestos cuando no exista un agente retenedor, resuelve diferencias entre lo pagado por el Banco custodio y lo que el BCCh cree que se debería pagar. Adicionalmente, se utiliza cuando el regulador requiere el uso de un asesor tributario y cuando el Banco custodio no puede realizar ciertas tareas.

Vale la pena destacar que el BCCh informó que en 2022 los fondos soberanos pagaron, después de las recuperaciones, un equivalente de 2,4 puntos base de su valor en impuestos.

34 En ciertos casos esta tarea la realiza el asesor tributario.

35 En forma directa o a través de la red de sub custodios o agente en cada mercado.

E. Inversión Responsable

En la última sesión del año del Comité Financiero, el Ministerio de Hacienda presentó para información del Comité, una serie de planteamientos generales en asuntos Ambientales, Sociales y de Gobernanza (en adelante, ASG) que representan la opinión del Ministerio en dichas materias en relación a los fondos soberanos chilenos. Estos planteamientos cubren aspectos generales como la importancia de considerar todos los tipos de riesgo en la gestión de los fondos, incluso los asociados a factores de ASG, la relevancia de la propiedad activa, la flexibilidad ofrecida por la gestión activa para incorporar consideraciones de ASG, el impacto que el cambio climático puede tener en los rendimientos ajustados por riesgo en el largo plazo, y el compromiso del Ministerio de divulgar en forma transparente cómo se incorporarán este tipo de consideraciones en los fondos soberanos. El Comité tomó nota de lo anterior manifestando que utilizará dichos planteamientos como guía para el trabajo que debe realizar respecto a la solicitud del Ministro de Hacienda de evaluar la incorporación de Inversión Responsable en los fondos.

En este escenario, la firma consultora Mercer, contratada por el Ministerio de Hacienda para ayudarlo a analizar cómo incorporar Inversión Responsable en los fondos soberanos chilenos, presentó al Comité evidencia acerca de la mayor importancia que este tipo de consideraciones está teniendo para los propietarios de activos y para los reguladores, que están comenzando a exigir que se consideren sus riesgos asociados. También presentó cómo típicamente inversionistas incorporan el cambio climático en la forma de gestionar sus portafolios. Entre sus recomendaciones, se destaca el enfocarse inicialmente en la incorporación de consideraciones asociadas al cambio climático en una pequeña parte del portafolio accionario del FRP. Dicha recomendación se basó en las prioridades definidas en el marco de las creencias ASG del Ministerio de Hacienda. En principio, el Comité manifestó su acuerdo con lo anterior, pero solicitó a la Secretaría Técnica que evalúe, junto a la firma consultora, propuestas más específicas para entender su impacto en el retorno del portafolio y riesgos involucrados.

F. Política de rebalanceo del FEES

Durante el año el Comité Financiero analizó y recomendó una política de rebalanceo para el FEES. Esto debido a que en su ausencia las clases de activos más volátiles podrían causar un portafolio con una composición y riesgo muy diferentes a lo establecido en su política de inversión.

La política de rebalanceo recomendada por el Comité establece que se debe converger a la asignación estratégica de activos en caso de aporte/retiro o si se sobrepasa el rango de $\pm 2\%$ permitido para cada clase de activo durante treinta días consecutivos:

FIGURA 33

Política de rebalanceo para el FEES
(en porcentaje del portafolio)

Clase de Activo	Asignación Estratégica de Activos	Rango de Desviación Permitido
Renta Fija Soberana	85	83 - 87
MBS de agencias de EE.UU.	15	13 - 17

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

G. Monitoreo de los administradores externos

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, BNP Paribas, Mellon y UBS, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité Financiero y del Ministerio de Hacienda sobre la gestión de sus portafolios. En estas presentaciones cada administrador detalla los resultados de su gestión, explicando las razones que explican su desempeño, sus metodologías de inversión y principales posicionamientos, así como también la situación de los mercados. Todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

Miembros	Cargo	Fecha Incorporación	Fecha Salida
Juan Andrés Fontaine Talavera	Presidente	agosto 2021	-
Macarena Pérez Ojeda	VicePresidenta	agosto 2021	-
Pablo Castañeda Navarrete	Consejero	agosto 2022	-
Nicolás Eyzaguirre Guzmán	Consejero	agosto 2021	-
Jennifer Soto Urrea	Consejera	agosto 2022	-
Marcela Valenzuela Bravo	Consejera	agosto 2022	-
Mauricio Villena Chamorro	Consejero	agosto 2021	agosto 2022
Ricardo Budinich Diez	Consejero	agosto 2016	agosto 2022
Martín Costabal Llona	Consejero	agosto 2007	agosto 2022
José De Gregorio Rebeco	Presidente	septiembre 2014	agosto 2021
Cristián Eyzaguirre Johnston	Consejero VicePresidente	marzo 2010 septiembre 2011	agosto 2021
Jaime Casassus Vargas	Consejero	septiembre 2014	agosto 2021
Paulina Yazigi Salamanca	Consejera	septiembre 2018	agosto 2021
Igal Magendzo Weinberger	Consejero	septiembre 2014	septiembre 2018
Eduardo Walker Hitschfeld	Consejero	agosto 2007	agosto 2016
Arturo Cifuentes Ovalle	Presidente Consejero	enero 2014 agosto 2011	agosto 2014
Rodrigo Valdés Pulido	Consejero	febrero 2014	abril 2014
Eric Parrado Herrera	Consejero	agosto 2011	marzo 2014
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Presidente Consejero	agosto 2011 septiembre 2009	enero 2014
Andrés Bianchi Larre	Presidente	agosto 2007	agosto 2011
Ana María Jul Lagomarsino	Vicepresidenta	agosto 2007	agosto 2011
Andrés Sanfuentes Vergara	Consejero	agosto 2007	marzo 2010
Oscar Landerretche Moreno	Consejero	agosto 2007	junio 2009

ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2023

REUNIÓN 1 | 23 DE ENERO DE 2023

En la primera sesión del año, el Comité analizó nuevos antecedentes en relación al FEES para poder realizar una recomendación al Ministro de Hacienda respecto a su asignación estratégica de activos. En particular, recomendó que el FEES, dado su tamaño actual, se invierta de acuerdo a un portafolio defensivo que debería aumentar su valor cuando aumentan los CDS de los bonos emitidos por el Estado de Chile. Recomendó que la selección de los instrumentos que se consideren en el estudio de asignación estratégica se haga a partir de sus correlaciones con dichos CDS. Además, sugirió que el FEES mantenga un 10% en letras del tesoro de EE.UU. Además, se solicitó a la Secretaría Técnica que las restricciones que se incorporen en la optimización para obtener la frontera eficiente tengan en cuenta las participaciones relativas de cada país en el índice global de renta fija. Por otra parte, el Comité fue informado que se le encargó al FMI una asistencia técnica para que evalúe el tamaño del FEES en el contexto de los objetivos definidos para el fondo. Finalmente, se acordaron las siguientes etapas de la confección del informe anual del Comité Financiero.

REUNIÓN 2 | 23 DE MARZO DE 2023

En su segunda sesión, el Comité evaluó distintas alternativas de carteras de inversión para el FEES teniendo en cuenta el objetivo del fondo y los análisis presentados por la Secretaría Técnica. Después de un intercambio de opiniones, y en forma unánime, se acordó la asignación estratégica de activos que sería recomendada al Ministro de Hacienda. Se decidió entregar la propuesta al Ministro durante el mes de abril para su aprobación. Por otra parte, un representante del FMI presentó el análisis y conclusiones de la asistencia técnica que realizó acerca del FEES. Teniendo en cuenta lo anterior, el Comité recomendó que mientras el tamaño del fondo sea menor o igual a 5% del PIB se invierta en forma defensiva. Finalmente, representantes del BCCh, institución responsable de invertir los mandatos soberanos en el FEES y el FRP, expusieron sobre los resultados de su gestión en el año 2022.

REUNIÓN 3 | 27 DE ABRIL DE 2023

En la tercera reunión, el Presidente del Comité transmitió a los Consejeros los principales mensajes recogidos durante su reunión con el Ministro de Hacienda, Mario Marcel, el día 20 de abril de 2023. Se informó que, en dicha reunión se le hizo entrega del informe anual del Comité Financiero y se le presentaron las recomendaciones de la nueva asignación estratégica de activos para el FEES que habían sido acordadas en la última reunión. Se comunicó que el Ministro aceptó todas las propuestas del Comité. A su vez, se informó que el Ministro manifestó nuevamente su intención de que el FRP siga manteniendo un horizonte largo de inversión, consistente con las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que fueron presentadas en agosto de 2022. A continuación, se analizaron los principales elementos de las pautas de inversión de la nueva asignación estratégica de activos del FEES, destacándose el énfasis pasivo en sus inversiones y de invertir principalmente en los emisores e instrumentos que fueron considerados en el estudio de asignación de activos realizado por la Secretaría Técnica. Adicionalmente, se recomendó utilizar los mismos administradores que actualmente gestionan el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. en el FRP: BNP Paribas y Western Asset. Posteriormente, se analizó el alcance de las principales actividades que deberá realizar el consultor que reemplazará a la firma consultora RVK, Inc., cuyo contrato fue terminado el 2022. Por otra parte, se recomendó contratar a un nuevo administrador de bonos corporativos para el FRP, teniendo en cuenta que UBS gestiona la totalidad de dicha clase de activo, luego del término de contrato con Credit Suisse en 2022. Finalmente, se analizaron los principales resultados de los fondos soberanos y su posicionamiento en relación con sus respectivos comparadores referenciales

REUNIÓN 4 | 13 DE JULIO DE 2023

El Comité, en su cuarta sesión, se reunió con el equipo de Mellon, responsable de invertir parte del portafolio de acciones del FRP. En esta oportunidad la firma expuso sobre su gestión y presentó acerca de la situación de los mercados internacionales. A continuación, se informó al Comité acerca del estado de implementación de la nueva asignación estratégica de activos del FEES y que su puesta en marcha se espera para el último trimestre del año. Enseguida, se discutió y acordó una política de rebalanceo para dicho fondo. En relación al FRP, se recomendó que en el futuro se hagan coincidir las fechas de los aportes con las de los retiros con el fin de mitigar el riesgo cambiario asociado a estos últimos, y que se analicen otras alternativas para cubrir dicho riesgo por si en algún momento se elimina el aporte mínimo que debe ser realizado al fondo cada año. En otro punto, un representante del Ministerio de Hacienda informó que, a partir de un proceso de selección realizado por la Unidad de Fondos Soberanos del Ministerio, se seleccionó a la firma consultora Mercer para asumir la funciones que realizaba RVK. El Comité manifestó que no tenía objeciones con el proceso de selección realizado ni con la firma seleccionada. Finalmente, se analizó el estado de los fondos soberanos.

REUNIÓN 5 | 24 DE AGOSTO DE 2023

En su quinta sesión del año, el Comité se reunió con una delegación de UBS, firma encargada de gestionar el portafolio de bonos corporativos y la mitad del portafolio de acciones en el FRP, quienes expusieron sobre su gestión en ambas carteras y proporcionó un análisis de la situación actual de los mercados internacionales. A continuación, se discutió sobre la importancia de que quede establecida la frecuencia con la que deben ser revisadas las asignaciones estratégicas de activos en cada fondo y se solicitó a la Secretaría Técnica que haga una propuesta en una próxima reunión. Finalmente, se informó al Comité acerca del grado de avance de la implementación de los cambios a la política de inversión del FEES y se revisó el estado de los fondos soberanos.

REUNIÓN 6 | 12 DE OCTUBRE DE 2023

En su sexta sesión del año, el Comité se reunió con representantes del BCCCh, quienes expusieron sobre la gestión de los impuestos en los fondos soberanos. Asimismo, dicha entidad informó sobre el proceso de implementación de la nueva asignación estratégica de activos del FEES indicando que su puesta en marcha se espera para comienzos de noviembre de 2023. Enseguida, una delegación de BNP Paribas, encargada de gestionar parte del portafolio de MBS de agencias de EE.UU. presentó los resultados de su gestión e informó acerca de la situación actual de los mercados internacionales. A continuación, se analizó la situación actual del FRP en el contexto de las obligaciones fiscales asociadas a la PGU y PSI, y se discutió acerca de su objetivo y del alcance que debería tener un estudio de asignación estratégica de activos que se espera realizar durante 2024 para dicho fondo. Por otra parte, se revisó el procedimiento que establece la frecuencia con que deben ser revisadas las composiciones estratégicas de activos de los fondos soberanos y se proporcionaron comentarios finales a dicho procedimiento. Finalmente, se revisó el estado de los fondos soberanos.

En su última reunión del año, el Ministerio de Hacienda presentó, para información del Comité, una serie de planteamientos generales en asuntos de ASG que representan su opinión de cómo dichas materias son relevantes para la inversión de los fondos soberanos chilenos. A continuación, Mercer presentó al Comité sobre las tendencias internacionales de Inversión Responsable y cómo se podría comenzar a implementar en los fondos. En este contexto, recomendó inicialmente incorporar consideraciones asociadas al cambio climático en una pequeña parte del portafolio accionario del FRP. El Comité manifestó su acuerdo con lo anterior, pero solicitó a la Secretaría Técnica que evalúe, junto a la firma consultora, propuestas más específicas para entender su impacto en el retorno del portafolio y riesgos involucrados. Por otra parte, se analizó la conveniencia de realizar un estudio de asignación de activos para el FRP teniendo en cuenta las indicaciones presentadas a la Ley de Responsabilidad Fiscal en agosto de 2022, que podrían modificar sus reglas de aportes y retiros vigentes. En relación a lo anterior, se revisaron las proyecciones de largo plazo del fondo bajo diferentes escenarios económicos y normativos. En conclusión, se recomendó esperar hasta tener más claridad acerca de las modificaciones a las reglas de aportes y retiros antes de realizar un estudio de asignación estratégica de activos para el fondo. Luego, se informó que la nueva asignación estratégica de activos del FEES fue implementada satisfactoriamente a comienzos de noviembre. Finalmente, se analizó el estado actual de los fondos soberanos.

Referencias bibliográficas

- > Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Medina J. (2020). "Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones", Publicación de Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011). "Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > García M., García P. y Piedrabuena B. (2005). "Fiscal and Monetary Policy Rules: The Recent Chilean Experience", Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- > González L., J. Rivera (2020). "Nota de Investigación: Proyección de la Sostenibilidad Fiscal del Fondo de Reserva de Pensiones 2020-2050, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). "Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile", Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022). "Indicador del Balance Cíclicamente Ajustado Metodología y Resultados", Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Marcel M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001). "Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000", Serie de Estudios de Finanzas Públicas N°1, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile", Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Schmidt-Hebbel K. (2012). "Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway", documento preparado para la conferencia "Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World", Kuwait.
- > Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009", Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Velasco A. y E. Parrado (2012). "The Political Economy of Fiscal Policy: The Experience of Chile (95-133)", Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.
- > Walker E. (2011). "Un asset allocation para el FEES", Estudio realizado a petición del Ministerio de Hacienda.

Glosario

Acciones — instrumentos representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compran estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por lo tanto, participan de las ganancias o pérdidas de la empresa.

Administración pasiva — estrategia de inversión que tiene por objetivo replicar la rentabilidad de un índice representativo de alguna clase de activo o de una combinación de ellos.

Administración activa — estrategia de inversión que tienen por objetivo obtener un retorno superior al de un índice de referencia.

American Depositary Receipts (ADRs) — título físico negociable en EE.UU., emitido por un banco estadounidense representando un número específico de acciones de una compañía cuya sociedad fue constituida fuera de aquel país.

Apalancamiento (*leverage*) — compra de activos mediante deuda.

Bonos — obligaciones financieras contraídas por un emisor (por ejemplo, una empresa o un gobierno) con inversionistas. En dicha operación el emisor se compromete a devolverle el capital prestado a los inversionistas y a pagar una tasa de interés pactada en una o varias fechas pre acordadas.

Bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. (MBS de agencias de EE.UU.) — Son instrumentos creados a partir de la securitización de hipotecas relacionadas a la compra de propiedades hipotecarias. Estos instrumentos son emitidos por Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac.

Bonos corporativos — bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas y tienen grado de inversión.

Bonos de alto rendimiento — bonos de empresas o estados que no tienen grado de inversión.

Bonos de reconocimiento — instrumentos emitidos por el Instituto de Normalización Previsional que representan las cotizaciones que efectuaron los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de incorporarse al nuevo sistema de AFP.

Bonos indexados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan Treasury Inflation Protected Securities (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

Credit Default Swaps (CDS) — instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

Clase de activo — categoría específica de inversión tal como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos e instrumentos del mercado monetario, entre otros. Los activos de una misma clase tienen en general ciertos atributos que los hacen semejantes desde un punto de vista impositivo, legal y estructural, pero esto no significa que todos respondan de la misma forma a ciertos eventos en el mercado.

Clasificación de riesgo — grado de solvencia del emisor de un instrumento financiero (empresa o país), definido por alguna institución clasificadora de riesgo.

Derechos especiales de giro (Special Drawing Right o SDR) — son activos de reserva internacional creados por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros, los cuales se pueden intercambiar por monedas de libre uso.

Duración — parámetro que mide la sensibilidad de un bono a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor será la caída del precio a la que está expuesto el bono ante un alza de las tasas de interés.

Efectivo — caja y depósitos bancarios a la vista.

Exchange Traded Funds (ETF) — instrumento financiero transado en bolsa que típicamente replica a algún índice de mercado. Tradicionalmente se han utilizado para obtener exposiciones pasivas a índices accionarios, pero su uso se ha ido expandiendo a renta fija y *commodities*, incluso hacia estrategias activas.

Fondos mutuos (FFMM) — vehículo de inversión administrado por una entidad que permite agrupar el capital de distintos inversionistas y lograr exposición a distintas clases de activo. A diferencia de un ETF no se transa en bolsa.

Global Depositary Receipts (GDRs) — título físico transado en más de un país emitido por un banco representando un número específico de acciones de una compañía cuya sociedad fue constituida fuera de los países en que se negocia el mismo.

Instrumentos del mercado monetario — instrumentos de corto plazo con una madurez menor a un año que son fácilmente convertibles a efectivo y que tienen menores niveles de volatilidad respecto a otras clases de activo.

Inversiones alternativas — inversiones que no son las tradicionalmente utilizadas (acciones y renta fija). Las inversiones alternativas incluyen principalmente capital privado (private equity), capital de riesgo (venture capital), fondos de cobertura (hedge funds), productos básicos (*commodities*) y sector inmobiliario (real estate).

Ley de Responsabilidad Fiscal — Ley N° 20.128, publicada en el Diario Oficial de la República de Chile con fecha 30 de septiembre de 2006.

Liquidez — facilidad (o rapidez) con la que se puede vender una inversión o instrumento para transformarlo en efectivo.

MBS de agencias de EE.UU. — Ver bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU.

Política de inversión — conjunto de criterios, lineamientos y directrices que regulan el monto, estructura y dinámica de las inversiones de un portafolio.

Portafolio — combinación de instrumentos de inversión adquiridos por un individuo o inversionista institucional.

Punto base — una centésima de un punto porcentual. 1 punto base = (1/100) de 1%.

Quantitative Easing — herramienta no convencional de política monetaria utilizada por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno.

Rentabilidad en moneda de origen — retorno obtenido por un instrumento financiero en su moneda de denominación. Corresponde al componente de la rentabilidad asociado al nivel y a las variaciones de las tasas de interés, calidad crediticia y otros factores.

Rentabilidad generada por movimientos de paridades cambiarias — componente de la rentabilidad que se origina por la variación en la paridad cambiaria del dólar con respecto a las otras monedas en que se realizan las inversiones.

Rentabilidad total — combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.

Renta fija — instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Los bonos soberanos, bonos corporativos y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.

Renta variable — acciones.

Riesgo — la posibilidad de sufrir pérdidas financieras; la variabilidad del retorno de una inversión.

Riesgo reputacional (o headline risk) — se refiere al riesgo de que exista una percepción adversa por parte del público acerca de la gestión de una entidad.

Spread — diferencia entre las tasas de rendimiento a madurez de dos instrumentos de renta fija; se utiliza para medir su nivel de riesgo relativo.

SWIFT — Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

Tasa LIBOR — London interbank offered rate, tasa cobrada en los préstamos interbancarios.

Tasa LIBID — London interbank bid rate, tasa pagada por los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa LIBOR menos 0,125%.

Tasa Interna de Retorno — tasa efectiva de rendimiento de las inversiones. Se calcula igualando el valor presente de todos los flujos netos de caja a cero.

Tasa de Retorno ponderada por el Tiempo (Time-weighted Rate of Return o TWR) — medida de rentabilidad que se obtiene componiendo o multiplicando los retornos diarios sin considerar aportes y retiros. En contraste con la TIR, elimina así la incidencia de los flujos netos de caja.

TED Spread — corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa de las letras del tesoro de EE.UU. Un mayor TED Spread está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

TBA — “To be Announced” es el término utilizado para describir el mercado *forward* en el que se transan los MBS pass-through emitidos por Freddie Mac, Fannie Mae o Ginnie Mae. Se utiliza el término TBA por el hecho de que no se entrega información de los instrumentos que serán transados en el tiempo en que se realiza la transacción.

Tracking error ex ante — métrica que refleja la diferencia entre el retorno de un fondo de inversión y el de su comparador referencial (*benchmark*).

VIX (Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index)

— índice de volatilidad que refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad en los próximos 30 días. Se mide en base a un índice de opciones del S&P500.

Volatilidad — medida de riesgo de un activo financiero. Representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un período de tiempo.

