

Informe Anual Comité Financiero

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

2009



Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité
Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2009.

La versión electrónica de este documento se encuentra
disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:

www.hacienda.cl/fondos

Registro de Propiedad Intelectual N° 190.506

ISSN: 0718-5790

Edición de 800 ejemplares

Diseño y Diagramación | Zet Arts & Facts - www.zet.cl

Imágenes en portada | CODELCO y Banco de imágenes Ministerio de Hacienda

Impresión | World Color Chile S.A.

Abril de 2010, Santiago de Chile

Todos los derechos reservados

Informe Anual **Comité Financiero**

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

2009

Contenidos

Prefacio	7
Integrantes del Comité Financiero	8
01_ Política Fiscal y Objetivos de los Fondos	10
A_ Política Fiscal	11
B_ Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos	11
02_ Mandato y Rol del Comité Financiero	14
A_ Funciones	15
B_ Reuniones	17
03_ Principales Recomendaciones en 2009	22
A_ Política de Inversión	23
B_ Ampliación de los Instrumentos de Inversión Elegibles de los Fondos	25
04_ Estado de los Fondos Soberanos	27
A_ Valor de Mercado	28
B_ Rentabilidad	29
Anexo	35
Evolución de los Principales Indicadores Financieros Internacionales durante 2009	
Referencias Bibliográficas	40
Glosario	41

Cuadros

Cuadro 1	31
Factores determinantes de la Rentabilidad (TWR) de los Fondos Soberanos en 2009	
Cuadro 2	33
Composición estratégica de activos y retornos en dólares de fondos soberanos seleccionados	

Gráficos

Gráfico 1	12
Regla de acumulación de los fondos y aportes de capital al BCCh	
Gráfico 2	23
Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el CF	
Gráfico 3	28
Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 2007–diciembre 2009	
Gráfico 4	32
Evolución del índice que representa al FEES y al FRP, abril 2007–diciembre 2009	
Gráfico 5	36
Evolución del <i>TED spread</i> , 2006–2009	

Gráfico 6	37
Evolución de la volatilidad en el mercado accionario (<i>VIX</i>) y <i>spread</i> de bonos corporativos, 2006–2009	
Gráfico 7	38
Evolución del mercado accionario en 2009	
Gráfico 8	38
Evolución del mercado de bonos corporativos en 2009	
Gráfico 9	39
Evolución del mercado de bonos soberanos nominales en 2009	
Gráfico 10	40
Evolución del mercado de bonos soberanos indizados a inflación en 2009	

Recuadros

Recuadro 1	25
Enfermedad Holandesa	
Recuadro 2	30
Tasas de rentabilidad: <i>Time Weighted Rate of Return</i> (TWR) y Tasa Interna de Retorno (TIR)	

Prefacio

El Comité Financiero fue creado 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 (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).

El presente informe, el tercero preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2009, y es parte del esfuerzo sistemático por difundir y hacer públicas tanto sus deliberaciones y recomendaciones como el estado de los Fondos Soberanos. De este modo 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 y a la Comisión Especial de Presupuestos.

Integrantes del Comité Financiero



De izquierda a derecha:

Presidente Andrés Bianchi Larre

Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile y Master en Economía de la Universidad de Yale. Presidente del Banco Central de Chile (1989–1991) y Embajador de Chile en Estados Unidos (2000–2006). Ha sido Presidente del Banco Credit Lyonnais, del Dresdner Banque Nationale de París, y Secretario Ejecutivo Adjunto de la CEPAL. Además ha trabajado como asesor para el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y los Bancos Centrales de Bolivia, Colombia, México y Venezuela. Actualmente es director de empresas.

Vicepresidenta Ana María Jul Lagomarsino

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Ph.D. en Economía de la Universidad de Pennsylvania. Trabajó en el Fondo Monetario Internacional (FMI) por 27 años, donde alcanzó la posición de Directora Adjunta, y también representó a Chile y a otros cinco países del Cono Sur como Directora Ejecutiva en el Directorio del FMI. Además ha trabajado como consultora en temas fiscales para los Ministerios de Economía y Finanzas del Perú y de Panamá, el Banco Interamericano de Desarrollo y una consultora privada en Chile.

Consejero Martín Costabal Llona

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y MBA de la Universidad de Chicago. Ha sido Director de Presupuestos y Ministro de Hacienda, ejecutivo de Pizarreño e Infraestructura Dos Mil, y Gerente General de AFP Habitat. Actualmente es director de empresas y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional.



Consejero **Andrés Sanfuentes Vergara***

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Master en Economía de la Universidad de Chicago. Ha sido Presidente de BancoEstado (1990–2000), consultor y profesor en la Universidad de Chile y en el programa Ilades–Georgetown.

Consejero **Klaus Schmidt-Hebbel Dunker**

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology (M.I.T.). Actualmente es profesor titular de la Pontificia Universidad Católica de Chile, profesor asociado de la Universidad de Chile y consultor internacional. Ha sido Economista Jefe de la OCDE en París y Director de su Departamento Económico. Anteriormente se desempeñó como Gerente de Investigación Económica del Banco Central de Chile y Economista Principal del Departamento de Investigación del Banco Mundial en Washington. Ha sido Presidente de la Sociedad de Economía de Chile.

Consejero **Eduardo Walker Hitschfeld**

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Ph.D. en Administración de Empresas especializado en Finanzas de la Universidad de California en Berkeley. Actualmente es profesor titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, consultor internacional y miembro del Consejo Técnico de Inversiones. Ha sido profesor asociado visitante en el departamento de finanzas de McCombs School of Business, en la Universidad de Texas, Austin, Gerente de Estudios de AFP Habitat, miembro del Comité del Mercado de Capitales y de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

**A la fecha de publicación de este informe, Andrés Sanfuentes ya no es miembro del Comité Financiero después de haber presentado su renuncia en marzo de 2010.*

CAPÍTULO

01

Política Fiscal y Objetivos de los Fondos

A Política Fiscal

La política fiscal del Gobierno de Chile tiene por objeto contribuir a la estabilidad macroeconómica y proveer bienes públicos que incrementen las oportunidades y la protección social de los chilenos. Para cumplir con estos objetivos, se ha puesto énfasis en el uso eficiente de los recursos públicos y en la transparencia de su gestión.

Desde el año 2001, la política fiscal se ha guiado por la regla de balance estructural. Este concepto refleja la situación financiera de tendencia del Gobierno Central y busca atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas, principalmente de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios. Para ello, se desvincula el gasto público de la evolución cíclica efectiva de los ingresos fiscales, relacionándolo con la trayectoria estimada de los ingresos fiscales más permanentes o estructurales. Ello ayuda a evitar cambios drásticos en el nivel del gasto público ante eventos económicos cíclicos, ahorrando en tiempos de bonanza, cuando el Fisco obtiene ingresos transitorios, y utilizando esos ahorros en períodos de crecimiento económico más lento y/o precio del cobre relativamente bajo¹.

A fin de implementar una política fiscal que asegure la sostenibilidad del gasto público en el tiempo y que contribuya a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal. Ésta creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y facultó al Presidente de la República para crear el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007 a través del Decreto con Fuerza de Ley N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

B Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos

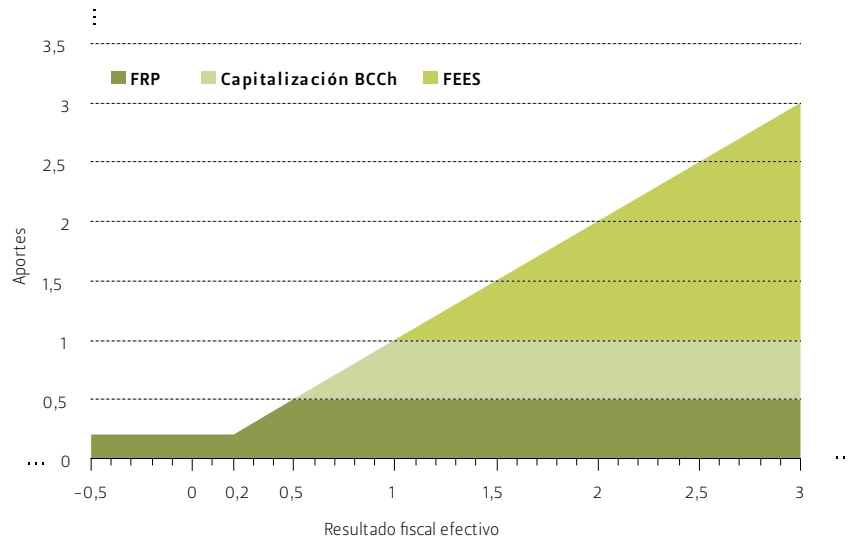
Objetivos

Los fondos creados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los “Fondos Soberanos” o “Fondos”) tienen objetivos definidos y diferentes entre sí. En el caso del FRP, el objetivo es complementar el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones mientras que los objetivos principales del FEES son financiar eventuales déficit fiscales y realizar amortizaciones de deuda pública. De este modo, el FEES contribuye a que el gasto fiscal no sea afectado mayormente por la volatilidad de los ingresos del gobierno.

¹ Para una discusión más amplia acerca de la aplicación de la regla del balance estructural y sus resultados véase Marcel et al. (2001) y Rodríguez et al. (2006).

Gráfico 1 Regla de acumulación de los fondos y aportes de capital al BCCh

(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Reglas de Acumulación

La Ley de Responsabilidad Fiscal define las reglas de constitución y acumulación de los Fondos y la posibilidad de capitalizar al Banco Central de Chile (BCCh) durante cinco años. El *gráfico 1* ilustra las reglas de acumulación de los Fondos y el aporte al BCCh a distintos niveles de resultado fiscal.

Conforme a la ley, el FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del producto interno bruto (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% del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen una cantidad equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF).

La Ley de Responsabilidad Fiscal dispone, asimismo, que el Fisco puede efectuar aportes de capital al BCCh por un monto anual equivalente al saldo resultante de restar al superávit efectivo el aporte al FRP, siempre que este saldo sea positivo. Con todo, la contribución anual no podrá exceder del 0,5% del PIB del año anterior. La facultad de efectuar dichos aportes rige por un plazo de cinco años, contado desde septiembre de 2006.

Por último, al FEES ingresa el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP y al BCCh, descontando, cuando corresponda, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados al FEES durante el año anterior².

Reglas de uso

Los aportes de recursos al FRP tienen por objeto exclusivo complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez. Sin embargo, hasta el año 2016 se pueden realizar giros anuales desde el FRP por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior. A partir de 2016, el monto de los recursos del FRP que podrá ser utilizado anualmente no debe ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales y el gasto previsional en 2008. Esta última cifra deberá ajustarse anualmente por la inflación acumulada desde ese año, medida por el Índice de Precios al Consumidor.

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar de septiembre de 2006, los giros a efectuarse en un año calendario no superan el cinco por ciento de la suma del gasto para financiar la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez y los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez considerados en la Ley de Presupuestos de dicho año. Una vez extinguido el FRP, cualquier excedente que resulte deberá transferirse al FEES.

Por su parte, el FEES proveerá los recursos necesarios para financiar las operaciones del Fisco si existe déficit fiscal y/o la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo los Bonos de Reconocimiento).

Políticas de administración

Para llevar a cabo la política de inversión de los Fondos, el Ministerio de Hacienda, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (“Decreto de Agencia”), designó al BCCh como Agente Fiscal para que actúe en nombre y por cuenta del Fisco en la administración e inversión de los recursos de los Fondos. Al realizar estas labores, el BCCh debe sujetarse a instrucciones específicas impartidas por el Ministro de Hacienda (“Directrices de Inversión”). Éstas establecen los requisitos y condiciones aplicables para la debida ejecución de las funciones que se le encomienda al BCCh en su rol de Agente Fiscal.

2 La legislación vigente permite disponer de los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban enterarse al FEES en el año siguiente para realizar amortización de deuda pública y aportes a dicho fondo.

CAPÍTULO **02**

Mandato y Rol del Comité Financiero

A Funciones

La Ley de Responsabilidad Fiscal estableció que el Ministro de Hacienda contaría con la asesoría de un Comité Financiero para efectos de decidir la inversión de los recursos de los Fondos y definir las directrices necesarias para su implementación.

En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los Fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento de un comité asesor externo –el Comité Financiero– integrado por profesionales de amplia trayectoria en los ámbitos económicos y financieros.

Dicho comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 11 de agosto de 2007. Tal decreto oficializó la designación de sus primeros integrantes: Andrés Bianchi Larre, Martín Costabal Llona, Ana María Jul Lagomarsino, Oscar Landerretche Moreno, Andrés Sanfuentes Vergara y Eduardo Walker Hitschfeld, la mitad de ellos por un período de un año y los otros tres por dos años. El Ministro de Hacienda designó a Andrés Bianchi como presidente del Comité Financiero y sus integrantes eligieron a Ana María Jul como vice-presidente. En agosto de 2008, el Ministerio de Hacienda renovó oficialmente la designación de los consejeros Martín Costabal, Oscar Landerretche y Eduardo Walker, esta vez por un período de dos años³. En junio de 2009, el consejero Oscar Landerretche presentó su renuncia por razones personales. En su reemplazo, en julio de 2009 el Ministro de Hacienda designó a Klaus Schmidt-Hebbel Dunker como nuevo integrante del comité por el período restante. En agosto de 2009, se renovó la designación de los consejeros Andrés Bianchi, Ana María Jul y Andrés Sanfuentes por dos años.

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 fundamentales para una política de inversión de largo plazo que les sean consultados por el Ministro de Hacienda, tales como la distribución de las inversiones por clases de activos, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los Fondos, la definición de los límites a las desviaciones permitidas a las participaciones de los activos en el portafolio de los Fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los Fondos.

3 El Decreto N° 621 estableció que el Comité se renovarían parcialmente, a razón de tres miembros cada año por un período de dos años. En consecuencia, los tres consejeros mencionados fueron nombrados inicialmente por un año.

- > 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 de Hacienda 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.
- > Emitir opinión sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los Fondos que prepara trimestralmente el Ministerio de Hacienda.
- > Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los Fondos que éste le encomiende.

Asimismo, el Comité puede expresar sus puntos de vista sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de largo plazo de los Fondos. Tanto aquéllos como sus recomendaciones deben considerar los principios, objetivos y reglas que rigen los Fondos, descritos en la sección anterior.

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 de Hacienda, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias⁴.

4 <http://www.hacienda.cl/fondos>

B Reuniones

Durante 2009 el Comité Financiero se reunió en ocho ocasiones. Estas reuniones representan la instancia principal en que se acuerdan las recomendaciones que el Comité entrega al Ministro de Hacienda respecto a la política de inversión de los Fondos. En los periodos entre las reuniones, los miembros del Comité intercambian información y análisis por medio de correos electrónicos.

A pesar que, conforme al decreto que lo estableció, el Comité debe reunirse a lo menos una vez por semestre, sus miembros, al igual que en años anteriores, consideraron indispensable realizar un mayor número de reuniones.

Para facilitar su funcionamiento, el Comité Financiero cuenta con el apoyo de un equipo de personal especializado del Ministerio de Hacienda. Este está encabezado por el Coordinador de Finanzas Internacionales, Eric Parrado, quien actúa como representante del Ministro ante el Comité. El equipo del Ministerio de Hacienda incluye además a dos economistas senior, dos economistas y dos abogados del área de Finanzas Internacionales, así como al Jefe del Área de Programación Financiera de la División de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos y analistas de esa área.

En general, las reuniones del Comité Financiero se estructuran en cuatro partes. En la primera, los funcionarios del Ministerio de Hacienda presentan, entre otras materias, un informe detallado acerca del estado de los Fondos, incluyendo la evolución de los recursos acumulados y su rentabilidad, y proporcionan antecedentes, estudios y comparaciones internacionales relacionados con la política de inversión y resultados de otros fondos soberanos. En la segunda parte, el Comité analiza y evalúa el desempeño de los Fondos y su conformidad con la política de inversión establecida. En la tercera, si lo estiman pertinente, los miembros del Comité discuten y formulan recomendaciones específicas al Ministro de Hacienda. Por último, el Comité aprueba el comunicado que informa al público acerca de sus deliberaciones y las recomendaciones acordadas.

A continuación se detallan los principales temas analizados en las reuniones del año 2009 y un resumen de los acuerdos adoptados.

Reunión 1:

9 DE ENERO

La primera reunión del Comité estuvo dedicada a analizar la posibilidad de ampliar los emisores elegibles de instrumentos del mercado monetario para la inversión de los Fondos. Concluyendo el análisis efectuado durante la última sesión de 2008, el Comité acordó recomendar al Ministro de Hacienda la incorporación de bancos nacionales a la lista de emisores elegibles de depósitos a plazo en moneda extranjera. Esta recomendación tuvo por objetivo permitir el acceso a tasas de interés más atractivas a niveles similares de riesgo, y beneficiarse de los menores costos de administración asociados al análisis del riesgo crediticio de los bancos locales en comparación con los costos de dicho análisis en el caso de bancos extranjeros. El Comité propuso que los bancos locales elegibles fuesen aquellos con al menos dos clasificaciones de riesgo de corto plazo N1+ y sugirió, asimismo, que el monto máximo a depositar por institución bancaria fuese la cifra menor entre US\$ 150 millones y el 15% del capital básico del banco. Además, el Comité revisó en detalle el estado y desempeño de los Fondos durante 2008, y examinó los análisis más recientes sobre la evolución y perspectivas de la crisis financiera mundial.

Reunión 2:

18 DE MARZO

La segunda reunión se centró en el análisis del contenido del informe que el Comité debe preparar anualmente sobre sus actividades. Al respecto, los miembros del Comité concordaron con la recomendación del Ministerio de Hacienda de publicarlo en conjunto con el nuevo informe anual de los Fondos Soberanos que elaboraría el Ministerio⁵. En relación a la política de inversiones, el Comité estuvo de acuerdo con el cambio de los índices referenciales (*benchmarks*)⁶ sugerido por el Ministerio de Hacienda, el que permitiría mejorar el control del riesgo operativo. Adicionalmente, revisó en detalle el estado y desempeño de los Fondos, la evolución de la crisis económica mundial y su impacto en la estabilidad y liquidez del sistema financiero internacional. Finalmente, constató que los fondos chilenos no tenían exposiciones en entidades cuyas condiciones de solvencia y/o liquidez se hubiesen visto afectadas significativamente por la crisis económica.

- 5 En conformidad a las disposiciones legales, el Comité entregó su informe a fines de abril al Ministro de Hacienda y se enviaron copias a las Comisiones de Hacienda de la Cámara de Diputados y del Senado, así como a la Comisión Especial de Presupuestos. Además, se distribuyeron 800 copias entre diversas instituciones, medios de comunicación y personalidades de los sectores público y privado.
- 6 Un comparador referencial (o *benchmark*) corresponde a un índice de mercado que representa a una clase de activos y que se utiliza como referencia para medir el desempeño del administrador de las inversiones.

Reunión 3:

19 DE JUNIO

En su tercera sesión, el Comité examinó el índice “Linaburg-Maduell” elaborado por el Sovereign Wealth Fund Institute, que mide la transparencia de los principales fondos soberanos del mundo y observó que, al primer trimestre de 2009, los fondos chilenos obtuvieron una calificación de 9 puntos de un máximo de 10, ocupando el sexto lugar entre los 45 fondos evaluados⁷. El Comité expresó su satisfacción con este resultado y señaló que éste constituía un reconocimiento al esfuerzo institucional que Chile ha realizado tanto para contar con fondos soberanos bien gestionados como para divulgar sistemáticamente toda la información relevante asociada a su desempeño y política de inversión. Además, el Comité examinó el estado de los Fondos y los retornos logrados hasta mayo de 2009. Asimismo, constató el impacto positivo que la mayor estabilidad y liquidez del sistema financiero mundial estaba teniendo sobre los mercados internacionales. Por último, el Comité tomó nota de la renuncia de Oscar Landerretche Moreno a su cargo de consejero del Comité Financiero.

7 Para mayor información acerca del SWF Institute y su índice de transparencia ver <http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php>.

Reunión 4:

24 DE JULIO

El Comité dedicó su cuarta reunión a evaluar las etapas y los plazos que serán requeridos si el Ministro de Hacienda, por recomendación del Comité, estimara oportuno retomar el proceso de implementación de la política de inversión propuesta por el Comité a fines de 2007 y cuya implementación había sido postergada a fines de 2008 a raíz de la profundización de la crisis financiera internacional⁸. Para ello, representantes del BCCh expusieron los principales elementos a ser considerados en tal caso y que involucran, entre otros, la selección de administradores externos para gestionar las inversiones en acciones y bonos corporativos. Además, el Comité revisó el estado de los Fondos, el desempeño de sus inversiones y la situación de los mercados financieros internacionales. En esta oportunidad también examinó la rentabilidad obtenida por otros fondos soberanos.

8 Para mayores detalles de la política recomendada por el Comité a fines de 2007, ver la Sección 3.A. Política de Inversión de este informe.

Reunión 5:

7 DE AGOSTO

En la quinta sesión el Ministro de Hacienda, Andrés Velasco, dio la bienvenida al economista Klaus Schmidt-Hebbel como nuevo integrante del Comité Financiero y agradeció la disposición de los consejeros Andrés Bianchi, Ana María Jul y Andrés Sanfuentes para seguir integrando el Comité por los siguientes dos años, al cumplirse el periodo para el cual habían sido inicialmente designados. En esta reunión, el Comité continuó analizando la factibilidad de incluir gradualmente nuevas clases de activos en la política de inversión de los Fondos, especialmente en el FRP, considerando el mayor horizonte temporal de las obligaciones que éste debe financiar. Además, examinó la composición de los portafolios y el retorno de las inversiones de los Fondos en comparación al *benchmark*.

Reunión 6:

28 DE AGOSTO

En la sexta reunión, el Comité decidió recomendar al Ministro de Hacienda reiniciar, en el caso del FRP, la implementación de la política de diversificación de las inversiones que había propuesto a fines de 2007. Para ello tuvo en cuenta la mejoría en las expectativas en las principales economías del mundo, la disminución marcada de la volatilidad de los mercados financieros internacionales y la evolución de diversos indicadores de riesgo. Asimismo, recomendó que la gestión de las nuevas clases de activos fuera realizada por administradores externos elegidos entre el grupo de finalistas del proceso de selección realizado en 2008⁹. Respecto del FEES, el Comité propuso no innovar en relación a su política actual de inversión, considerando que su horizonte de inversión es menor que el del FRP y que, por su propia naturaleza y objetivos, sus recursos pueden ser utilizados para financiar déficit fiscales. Asimismo, analizó el reciente desempeño y el estado de los Fondos.

9 Este proceso se describe detalladamente en la Sección 3.B del Informe Anual del Comité Financiero de 2008.

Reunión 7:

13 DE OCTUBRE

La séptima reunión se enfocó en el análisis de las principales conclusiones del Foro Internacional de Fondos Soberanos realizado durante los días 8 y 9 de octubre de 2009 en Azerbaiyán. El Coordinador del Área de Finanzas Internacionales del Ministerio participó en dicho foro e informó al Comité los principales acuerdos adoptados. Éstos incluyeron: fomentar un entorno de inversiones favorable para los fondos soberanos en los países que reciben estas inversiones; evaluar sistemáticamente la aplicación de los “Principios de Santiago”¹⁰; mantener el énfasis en la adecuada administración de riesgos y promover el perfeccionamiento de las capacidades técnicas de las entidades encargadas de gestionar los fondos. El Comité manifestó su concordancia con estos objetivos. Asimismo, constató la coherencia de las políticas de transparencia de los Fondos Soberanos de Chile con los “Principios de Santiago” y destacó la importancia internacional que éstos han adquirido. Por otra parte, revisó la composición actual de las carteras de inversión de los Fondos, su desempeño y la situación de los mercados internacionales, constatando una mejoría continua de los principales indicadores financieros. No obstante, se destacó que aún persistía cierta incertidumbre en la economía mundial, la cual podría incidir en la velocidad de la recuperación de la actividad económica en algunos países desarrollados.

10 Los Principios de Santiago son una serie de principios y prácticas acordados por los principales fondos soberanos internacionales en la reunión que tuvieron en Santiago de Chile en septiembre de 2008. Para mayor información sobre los Principios de Santiago véase International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), “Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices”.

Reunión 8:

5 DE NOVIEMBRE

En la octava reunión, el Comité tomó nota de la decisión del Ministro de Hacienda de dejar en manos de las futuras autoridades económicas la decisión de implementar o no la nueva política de inversión recomendada por el Comité Financiero para el FRP. Asimismo, el Comité sugirió adelantar, en lo posible, las labores necesarias para que éstas cuenten oportunamente con los antecedentes requeridos para definir dicha política. Por otra parte, el Coordinador de Finanzas Internacionales informó que los fondos chilenos habían logrado el máximo puntaje en el índice de transparencia “Linaburg-Maduell” publicado por el Sovereign Wealth Fund Institute en el tercer trimestre de 2009. Informó también que en 2008 los dos fondos chilenos obtuvieron los retornos más altos entre trece fondos soberanos del mundo¹¹. Los miembros del Comité expresaron su satisfacción por ambos resultados. El Comité examinó además en detalle el desempeño de los Fondos, la composición de sus carteras de inversión, la situación de los mercados internacionales y los principales indicadores financieros.

11 La comparación se efectuó sobre la base de los retornos publicados por los fondos soberanos de: Alaska (EE.UU.), Australia, Azerbaiyán, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Irlanda, Noruega, Nueva Zelanda, Singapur, Timor Oriental y Trinidad y Tobago.

CAPÍTULO **03**

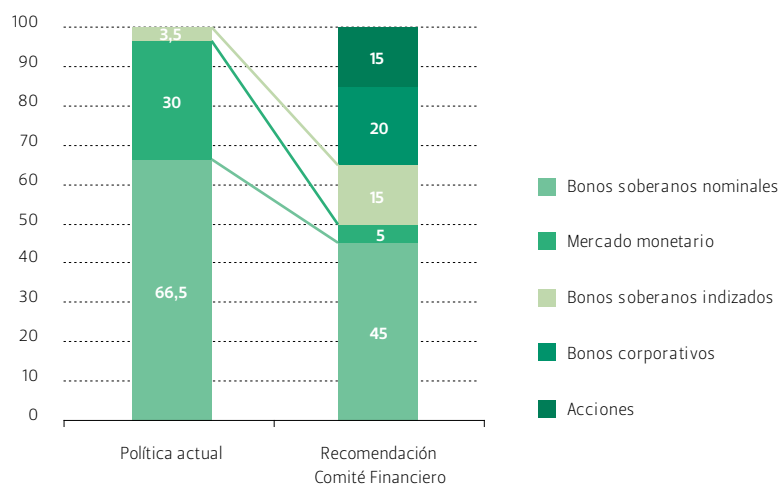
Principales
Recomendaciones
en 2009

A Política de Inversión

Desde marzo de 2007, la política de los Fondos ha consistido en invertir los recursos en clases de activos similares a los del portafolio de inversiones de las reservas internacionales administradas por el BCCh. Por ello, la cartera inicial de los Fondos incluía únicamente instrumentos financieros de bajo riesgo, de corto y mediano plazo. Se decidió que el 30% del portafolio se invirtiera en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos nominales y 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación. Entre otras restricciones, se fijaron límites para la exposición de monedas, estableciéndose las siguientes proporciones referenciales: 50% en dólares de EE.UU., 40% en euros y 10% en yenes.

No obstante, tomando en cuenta la diferente naturaleza y los distintos objetivos de los Fondos respecto a los de las reservas internacionales, el Comité acordó en su sesión de octubre de 2007 recomendar al Ministro de Hacienda cambiar gradualmente la política de inversión de ambos Fondos para lograr una cartera más diversificada. En particular, recomendó que hacia fines de 2008 la nueva estructura de inversión incluyera 15% en acciones, 20% en bonos corporativos, 45% en bonos soberanos nominales, 15% en bonos indizados a inflación y 5% en instrumentos del mercado monetario (*gráfico 2*).

Gráfico 2 Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el CF
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

A juicio del Comité, esta composición de activos ofrecería una rentabilidad mayor en el mediano y largo plazo que la política inicial, asumiendo un nivel aceptable de riesgo. La nueva política de inversión propuesta –pese a ser conservadora en comparación a las seguidas por otros fondos soberanos– involucraba mayores niveles de riesgo que la política inicial. Ello se vería reflejado principalmente en la mayor volatilidad de los retornos (pérdidas o ganancias), especialmente en el corto plazo, originada por la incorporación de acciones y bonos corporativos a la cartera de los Fondos.

La recomendación del Comité fue acogida por el Ministro de Hacienda y para iniciar su implementación, en febrero de 2008, se dio un mandato al BCCCh para seleccionar administradores externos que gestionarían los nuevos componentes de los portafolios de los Fondos.

Pese a los avances realizados durante el 2008 en la selección de administradores externos el Comité acordó en su reunión de noviembre del mismo año proponer al Ministro de Hacienda postergar la implementación de la nueva política de inversión. Esta recomendación se fundamentó en la intensidad casi sin precedentes de la crisis económica y en la extraordinaria volatilidad e incertidumbre prevalecientes en los mercados financieros internacionales. A este respecto, el Comité se comprometió a continuar monitoreando la evolución de los mercados de modo de proponer al Ministro de Hacienda la estrategia más adecuada para materializar la diversificación de las inversiones de los Fondos en el futuro.

A partir de mediados de marzo de 2009 hubo una mejoría gradual pero sostenida en los mercados financieros internacionales, que revirtió en parte la fuerte caída en el valor de mercado de las principales clases de activos registrada desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008¹².

Tomando en cuenta esta mejoría de las condiciones económicas mundiales y de los principales indicadores de riesgo financiero, en agosto de 2009 el Comité recomendó al Ministro de Hacienda retomar la política de diversificación propuesta a fines de 2007. Sin embargo, propuso limitar su implementación al FRP, considerando, en especial, el plazo relativamente largo de las obligaciones que éste debe financiar. En cambio, el Comité estimó que por la propia naturaleza y objetivos del FEES, así como por la importante disminución de su monto registrada en 2009 como resultado de los retiros efectuados por el Gobierno para financiar el plan de estímulo y el déficit fiscal, se justificaba mantener la política de inversiones vigente para este fondo.

12 En el Anexo se describe la evolución de los indicadores de los principales mercados financieros internacionales.

El Comité propuso también que la gestión de las nuevas clases de activos fuese realizada por administradores externos y que ellos fuesen elegidos entre el grupo de finalistas pre-clasificados en 2008.

Como ya se señaló, en su última reunión de 2009, el Comité Financiero fue informado de la decisión del Ministro de Hacienda de dejar en manos de las futuras autoridades la determinación de acoger o no la nueva política de inversión propuesta por el Comité. El Comité tomó nota de dicha decisión y recomendó adelantar las labores necesarias para que las futuras autoridades contaran oportunamente con los antecedentes requeridos para definir la política de inversión del FRP.

B Ampliación de los Instrumentos de Inversión Elegibles de los Fondos

Desde la creación de los Fondos, la política de inversión ha contemplado sólo la compra de instrumentos financieros internacionales. Las inversiones en activos en pesos en el mercado local fueron descartadas, con el fin de mantener los recursos de los fondos en el exterior, esperando reducir así las presiones hacia la apreciación del peso y la consiguiente pérdida de competitividad externa.

Recuadro 1_ Enfermedad Holandesa¹

La denominación “enfermedad holandesa” se originó por los efectos que tuvo el descubrimiento y explotación de grandes yacimientos de gas en Holanda en la década de los cincuenta, cuya exportación apreció considerablemente el florín y afectó negativamente al resto de los sectores exportadores y a las actividades que compiten con las importaciones.

En términos más generales, la expresión se refiere a procesos económicos que reducen significativamente la competitividad de la mayoría de las actividades exportadoras y de las que compiten con importaciones a raíz de un aumento marcado y repentino del ingreso de divisas. Esta mayor entrada está por lo general asociada a la fuerte expansión de un sector exportador de la economía,

causada, por ejemplo, por el descubrimiento de recursos naturales o por el alza en sus precios. La abundancia de moneda extranjera así generada perjudica a las demás actividades exportadoras, cuya competitividad disminuye como consecuencia de la apreciación de la moneda local.

En el caso de Chile, la minería del cobre es la principal fuente de ingresos en moneda extranjera, particularmente cuando el precio del metal alcanza niveles altos. La política de mantener en el exterior una fracción importante de los mayores recursos generados por el alza temporal en el precio del cobre tiene por objetivo minimizar las distorsiones que, de no hacerlo, afectarían al resto de los sectores económicos. Esto es especialmente importante en una economía tan abierta como la de Chile.

¹ Para mayor información sobre la enfermedad holandesa véase Álvarez y Fuentes (2006).

No obstante, a comienzos de 2009, considerando la incertidumbre existente acerca de la situación financiera de los bancos internacionales, y a petición del Ministro de Hacienda, el Comité evaluó, para el FEES, la inclusión de bancos locales en la lista de instituciones elegibles para realizar depósitos a plazo en moneda extranjera. Los integrantes del Comité concluyeron que, teniendo en cuenta la información detallada y oportuna que publican el Banco Central y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, las operaciones con bancos locales implicarían menores costos de administración asociados al análisis del riesgo crediticio que operaciones similares realizadas con bancos extranjeros. Además, el Comité estimó que los depósitos locales permitirían acceder a tasas de interés más atractivas que en el exterior a niveles similares de riesgo.

El Comité recomendó que los bancos elegibles fuesen aquellos con al menos dos clasificaciones de riesgo de corto plazo N1+. Asimismo, propuso que el monto máximo a depositar por banco fuese el mínimo entre US\$150 millones y 15% de su capital básico.

Este análisis y conclusiones fueron aceptados por el Ministro de Hacienda. De esta forma, los depósitos a plazo en bancos locales fueron incluidos en las directrices de inversión relativas al FEES. Cabe señalar, empero, que durante el año 2009 no se efectuaron operaciones de este tipo.

CAPÍTULO

04

Estado de los Fondos Soberanos

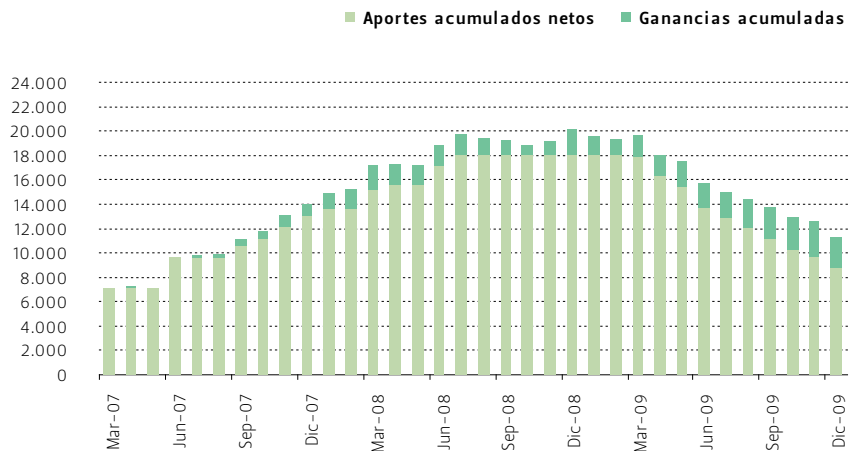
A Valor de Mercado

A fines de 2009 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 11.285 millones y US\$ 3.421 millones, respectivamente, comparado con US\$ 20.211 millones en el FEES y US\$ 2.507 millones en el FRP al término de 2008. La disminución en el valor del FEES se debió a retiros por US\$ 9.278 millones, compensados parcialmente por ganancias netas de la inversión por US\$ 352 millones. Por su parte, el aumento en el FRP fue el resultado de ganancias netas por US\$ 77 millones y de nuevos aportes por US\$ 837 millones (gráfico 3).

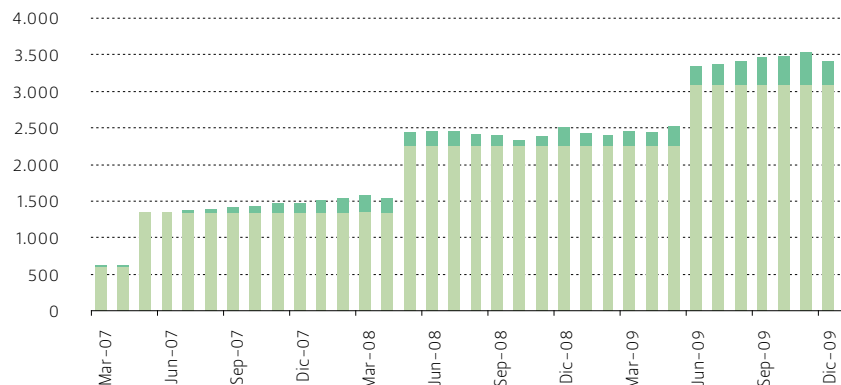
Gráfico 3 Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 2007-diciembre 2009

(en millones de dólares)

FEES



FRP



Las aportes netos equivalen a los aportes realizados menos los retiros.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

B Rentabilidad

Aspectos Conceptuales

La rentabilidad de las inversiones de los Fondos depende de varios factores que inciden positiva o negativamente en el valor del portafolio. Los más importantes son el nivel y variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias.

La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés y tiende a ser estable. A su vez, la rentabilidad de los instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo depende principalmente del nivel y de los movimientos de las tasas de interés en el país donde se invierte. Por ejemplo, si las tasas de interés en un país son bajas, los depósitos bancarios y los bonos emitidos por el gobierno ofrecen un retorno menor al alcanzable en otros países donde el nivel de las tasas de interés es mayor. Además, los movimientos de las tasas inciden en el valor de mercado de los activos de renta fija, en especial de los bonos de mayor plazo que se mantengan en el portafolio. Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado de los bonos mientras que una disminución lo incrementa. La rentabilidad que resulta producto de estos factores se denomina “rentabilidad en moneda de origen”.

La rentabilidad de los fondos también depende de los movimientos de las paridades cambiarias de la moneda elegida para medir su desempeño con respecto a las demás monedas en que se encuentran invertidos sus recursos. Por ejemplo, para un fondo que mide su retorno en dólares, el valor en dicha moneda de las inversiones denominadas en euros (o yenes) aumenta como consecuencia de una apreciación del euro (yen) respecto al dólar y lo inverso ocurrirá si estas monedas se deprecian con respecto al dólar.

Así, la rentabilidad total del fondo refleja la combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.

Recuadro 2_Tasas de rentabilidad: *Time Weighted Rate of Return* (TWR) y Tasa Interna de Retorno (TIR)

Existen dos métodos utilizados típicamente para calcular el retorno de un portafolio de inversiones: la *Time Weighted Rate of Return* (TWR) y la Tasa Interna de Retorno (TIR).

La TWR es utilizada para medir el retorno de las inversiones que depende directamente de las decisiones de inversión del administrador del portafolio. Para ello, este método elimina el efecto de los aportes y retiros de capital, que por lo general no dependen del administrador. Su cálculo se realiza obteniendo diariamente el retorno que se origina producto de la variación en el valor de mercado de las inversiones. De esta manera, si en un día particular existen aportes (retiros) de capital, el valor final se ajusta descontando (sumando) los aportes (retiros). Así, la TWR mide el desempeño de un inversionista que hubiese realizado todos los aportes de capital al comienzo y todos los retiros al final del período de inversión.

Por ejemplo, la TWR es el método que se usa para medir la rentabilidad de los fondos de pensiones y fondos mutuos en Chile y en numerosos otros países.

Por su parte, la TIR tiene como finalidad medir la rentabilidad efectiva del inversionista, tomando en cuenta el momento y el tamaño de los aportes y retiros de capital. La TIR es la tasa de descuento que iguala el valor final del portafolio al valor presente de todos los aportes y retiros. Aunque en la mayoría de los casos se recomienda la utilización de la TWR para medir el desempeño del administrador, en ciertos casos es preferible la utilización de la TIR. Por ejemplo, este método es preferible en el caso de fondos de capital privado donde el administrador define el momento en que se deben realizar los aportes y retiros de capital.

Rentabilidad en 2009 y en el periodo 2007–2009

En el año 2009, la rentabilidad neta en dólares de los Fondos medida por la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (o *Time Weighted Rate of Return*, TWR) fue de 2,47% para el FEES y 2,28% para el FRP. Medida por la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de 2,17% para el FEES y 2,65% para el FRP.

Dichas rentabilidades se explican, principalmente, por el rendimiento positivo (1,28%) generado por las variaciones en las paridades cambiarias del euro y el yen con respecto al dólar. En menor medida, la rentabilidad se originó por las ganancias —de 1,19% y 1,00% en el FEES y FRP, respectivamente— generadas por los intereses devengados y por los cambios en las tasas de interés de los instrumentos financieros incluidos en los portafolios de ambos Fondos (*cuadro 1*).

Cuadro 1 Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) de los Fondos Soberanos en 2009

(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2009
		I	II	III	IV	
FRP	Monedas de origen	0,58	-0,69	1,04	0,05	1,00
	Cambio en paridades cambiarias	-2,52	2,52	2,47	-1,09	1,28
	Retorno total (USD)	-1,94	1,83	3,51	-1,04	2,28
FEES	Monedas de origen	0,58	-0,57	1,03	0,13	1,19
	Cambio en paridades cambiarias	-2,52	2,52	2,47	-1,09	1,28
	Retorno total (USD)	-1,94	1,95	3,50	-0,96	2,47

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

La rentabilidad en las monedas de origen registrada durante el 2009 fue positiva. No obstante, ella fue relativamente baja por el nivel reducido que alcanzaron las tasas de interés en los mercados internacionales que se situaron cerca de sus mínimos históricos.

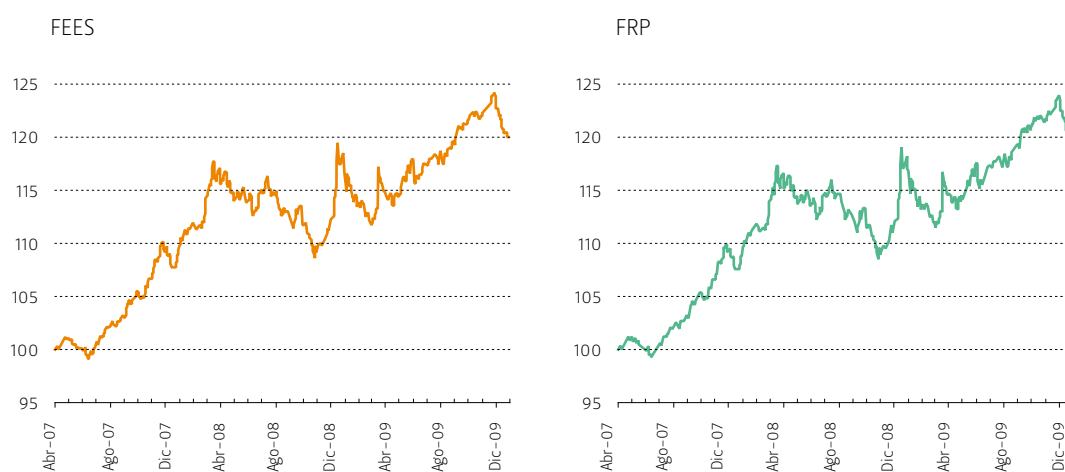
El impacto final de las variaciones de las paridades cambiarias en el retorno de los Fondos también fue positivo. Ello se originó principalmente por la apreciación del euro, que elevó el valor en dólares de los instrumentos denominados en dicha moneda mantenidos por los Fondos.

A pesar de que la rentabilidad de los Fondos se monitorea y comunica en dólares, también se puede expresar en pesos chilenos. En tal caso, además de los factores antes señalados, la rentabilidad depende de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, en períodos de depreciación del peso, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta, mientras que en períodos de apreciación del peso, ese valor disminuye. Así, durante 2009, año en el cual el peso se apreció fuertemente con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de -17,5% y -17,7% para el FEES y FRP, respectivamente.

La rentabilidad media anual en dólares (medida como TWR) de los Fondos desde el 31 de marzo de 2007 alcanzó 6,88% para el FEES y 6,78% para el FRP¹³. El gráfico 4 presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES el índice aumentó de 100 al 31 de marzo de 2007 a 120,1 a fines de 2009, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 119,8 durante el mismo período. A su vez, la TIR anualizada desde los inicios de los Fondos fue de 6,16% para el FEES y 5,70% para el FRP¹⁴.

Gráfico 4 Evolución del índice que representa al FEES y FRP, abril 2007-diciembre 2009

(31 de marzo 2007 = 100)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

13 A pesar que el FRP recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006 y el FEES el 6 de marzo de 2007, la TWR se mide a partir del 31 de marzo de 2007 cuando se comenzó a medir el desempeño del BCCCh.

14 La TIR se calcula desde las fechas en que los Fondos recibieron sus respectivos aportes iniciales.

En 2009 las rentabilidades obtenidas por el FEES y el FRP estuvieron por debajo de sus *benchmarks*¹⁵ en 16 puntos base y 36 puntos base, respectivamente. Desde el 31 de marzo de 2007, las diferencias entre los retornos anualizados del FEES y FRP y sus *benchmarks* fueron de -18 puntos base y -28 puntos base, respectivamente.

Rentabilidad en 2007-2009: Una comparación internacional

La rentabilidad media anual de los Fondos Soberanos de Chile desde sus inicios (6,9%), se compara favorablemente con las obtenidas en el mismo periodo por los fondos soberanos de otros países. Por ejemplo, el retorno en dólares obtenido por el fondo de Irlanda desde comienzos de 2007 fue -2,7%; el de Nueva Zelanda -1,6%; Alaska -0,9%; Noruega 1,8%; Canadá 2,0%; y Australia 2,8% (*cuadro 2*).

Cuadro 2 Composición estratégica de activos y retornos en dólares de fondos soberanos seleccionados
(en porcentajes)

Fondo	Composición de activos				Retorno en dólares ^(b)			
	Instru- mentos del mercado monetario	Renta fija	Acciones	Inversiones alternativas ^(a)	2007	2008	2009	2007-2009 (promedio anualizado)
Irlanda	13	9	72	6	14,2	-33,3	22,0	-2,7
Nueva Zelanda	—	18	53	29	15,1	-44,2	48,4	-1,6
Alaska	—	21	54	25	8,8	-24,7	18,9	-0,9
Noruega	—	38	62	—	10,2	-27,2	30,8	1,8
Canadá	1	26	50	23	20,7	-31,7	28,8	2,0
Australia	16	25	40	19	—	-26,3	43,5	2,8
Chile	30	70	—	—	8,9	7,6	2,4	6,9

(a) Las inversiones alternativas incluyen principalmente capital privado (*private equity*), fondos de cobertura (*hedge funds*), productos básicos (*commodities*), y sector inmobiliario (*real estate*).

(b) En el caso de Irlanda se considera la última información disponible (septiembre de 2009). La rentabilidad de Australia se estima con la información para 2008 y 2009. Metodológicamente, se utiliza el retorno publicado por los fondos y se transforma a dólares utilizando la variación de la paridad del dólar con respecto a la moneda utilizada para calcular la rentabilidad publicada.

FUENTE: Informes fondos soberanos respectivos.

15 Esto significa que los instrumentos comprados por parte del administrador generaron en promedio menores rentabilidades que los incluidos en el *benchmark*.

La alta rentabilidad de los fondos chilenos en este período se explica principalmente por una política de inversión conservadora que los favoreció durante la crisis, en contraste con las cuantiosas pérdidas sufridas por los fondos de todos los otros países en 2008, las cuales fueron compensadas sólo parcialmente por las fuertes recuperaciones que lograron en 2009. Por ejemplo, en Canadá, Irlanda y Alaska los retornos en dólares en 2009 (29%, 22% y 19%, respectivamente) fueron menores que las pérdidas experimentadas en 2008 (32%, 33% y 25%, respectivamente). Aunque los retornos en dólares del fondo neozelandés y noruego fueron ligeramente superiores en términos porcentuales en 2009 (48% y 31%, respectivamente) con respecto a sus pérdidas en 2008 (44% y 27%, respectivamente), el retorno promedio de los últimos dos años siguió siendo negativo en ambos fondos¹⁶. Por su parte, el fondo de Australia obtuvo un retorno en dólares positivo en 2009 (44%) que eliminó las pérdidas de 2008 (26%). En cambio, los fondos chilenos alcanzaron retornos positivos en ambos años.

La volatilidad de los retornos de los fondos soberanos depende principalmente de la política de inversión escogida. Estas políticas —más agresivas o más conservadoras— son adoptadas por cada fondo de acuerdo a sus objetivos, tolerancia al riesgo y horizonte de inversión, entre otros factores.

Por ejemplo, el fondo soberano de Noruega invierte una proporción significativa de su cartera en acciones (62%). Otros fondos —como los de Irlanda, Nueva Zelanda, Alaska, Canadá y, en menor medida, el de Australia— también han seguido políticas que incluyen participaciones importantes en acciones e inversiones alternativas. Por el contrario, fondos más conservadores, como los de Chile, asignan gran parte de sus recursos a clases de activos menos volátiles como renta fija e instrumentos del mercado monetario.

Los resultados analizados están en línea con la evidencia empírica, que sugiere que estrategias más conservadoras obtienen mejores retornos en momentos de crisis y resultados más modestos en períodos de recuperación.

16 Esto se explica porque para compensar una rentabilidad negativa de, por ejemplo 50% en un año, se requiere de una rentabilidad de 100% el año siguiente.

Anexo

Evolución de los Principales
Indicadores Financieros
Internacionales durante 2009

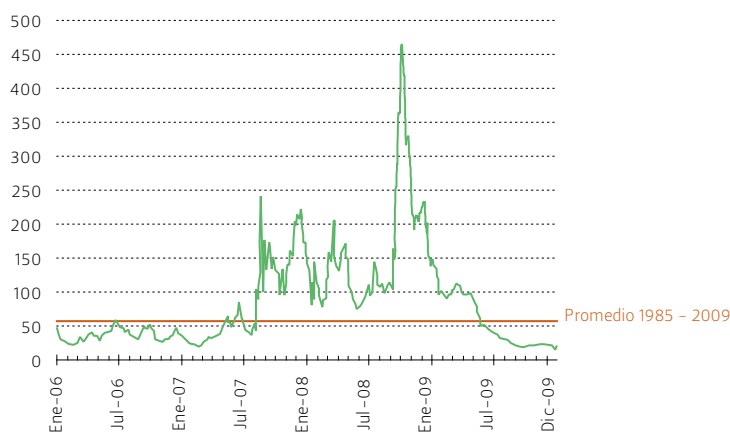
A partir de mediados de marzo de 2009 se recuperaron parcialmente las pérdidas registradas en los principales mercados financieros internacionales en los doce meses anteriores. Este avance estuvo en parte determinado por el retorno de la liquidez, la cual se había visto seriamente afectada en los peores momentos de la crisis.

Este retorno se produjo gracias a las políticas monetarias expansivas, a la recompra masiva de activos financieros por parte de bancos centrales, y a la disponibilidad de mayor información sobre la situación de los mercados hipotecarios mundiales, lo que permitió dimensionar en forma más precisa la magnitud de las posibles pérdidas que éstos podrían sufrir. En conjunto, estos factores contribuyeron a reducir la incertidumbre en los mercados financieros y permitieron evaluar en mejor forma la solvencia de los bancos y de otros agentes económicos.

La mayor liquidez se reflejó en la marcada disminución de la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (*Libor*) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de los Estados Unidos). Dicha diferencia, conocida como *TED spread*, se situó en niveles cercanos a los 20 puntos base (o 0,2 puntos porcentuales) a fines de 2009, siendo inferior al promedio de 58 puntos base registrado desde 1985, y muchísimo más baja que el nivel de 450 puntos base alcanzado en el peor momento de la crisis (*gráfico 5*).

Gráfico 5 Evolución del *TED spread*, 2006–2009

(en puntos base)

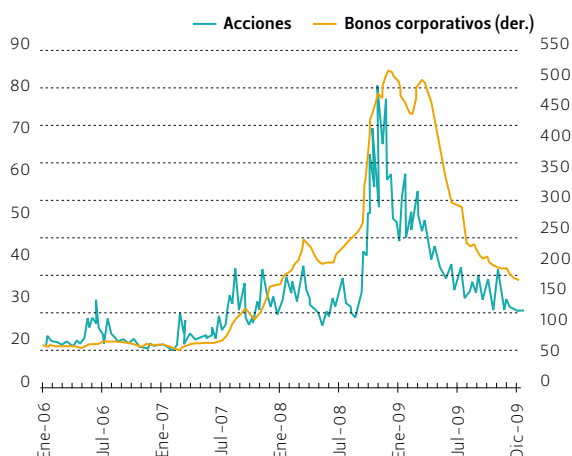


FUENTE: Bloomberg.

A su vez, la menor incertidumbre disminuyó los premios por riesgo y la volatilidad de las acciones y los bonos corporativos hacia niveles más “normales” o de largo plazo. Como puede verse en el gráfico 6, la volatilidad del mercado accionario, representada por la evolución del *CBOE Volatility Index (VIX)*¹⁷ alcanzó niveles similares a los observados antes del colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Por su parte, el *spread* de los bonos corporativos por sobre los papeles soberanos de EE.UU. bajó considerablemente, terminando el año en aproximadamente 175 puntos base¹⁸.

Gráfico 6 Evolución de la volatilidad en el mercado accionario (*VIX*) y *spread* de bonos corporativos, 2006–2009

(eje izquierdo en porcentajes; eje derecho en puntos base)



FUENTE: Ministerio de Hacienda,
Bloomberg, Barclays Capital.

Como consecuencia de la disminución de la incertidumbre y de los premios por riesgo, las acciones se recuperaron fuertemente en la mayoría de las bolsas del mundo. Así, en el curso del año el índice accionario *Standard & Poor's 500 (S&P500)* subió casi 24%, mientras que el *Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI)* registró un aumento de 26% (gráfico 7)¹⁹.

17 Representa la volatilidad del índice *S&P500* esperada por el mercado en los siguientes treinta días.

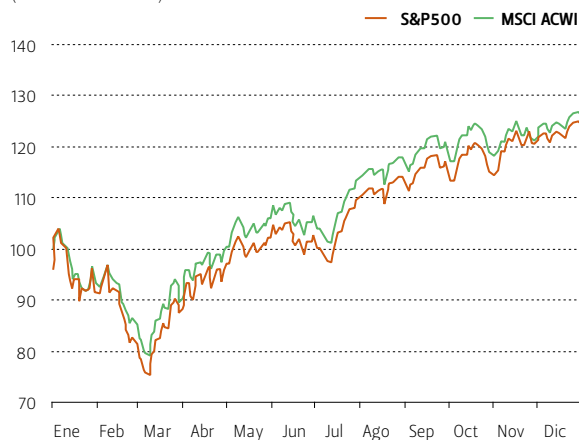
18 Calculado a partir del *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index*.

19 El índice *S&P500* mide el desempeño bursátil de las 500 empresas más grandes de EE.UU. A su vez, el *MSCI ACWI* mide el desempeño del mercado accionario en economías desarrolladas y emergentes. El retorno que se muestra en este informe corresponde a la rentabilidad en moneda de origen, es decir, mide los retornos que generaron los títulos accionarios sin incluir los efectos de la apreciación o depreciación de las monedas en que se denominan tales instrumentos.

Gráfico 7 Evolución del mercado accionario en 2009

S&P500 y MSCI ACWI (en moneda de origen)

(Enero 2009 = 100)



FUENTE: Bloomberg.

Los bonos corporativos también se vieron favorecidos por la recuperación de los mercados. De esta forma, el *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (hedged)* se elevó 17% durante 2009 (gráfico 8)²⁰.

Gráfico 8 Evolución del mercado de bonos corporativos en 2009

Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (hedged)

(Enero 2009 = 100)

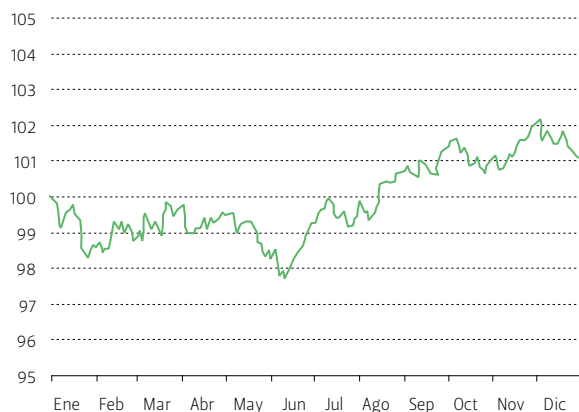


FUENTE: Barclays Capital.

20 El *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index* representa el valor de un portafolio compuesto por instrumentos de renta fija emitidos por empresas de distintos países y sectores económicos. El índice se presenta con cobertura cambiaria (*hedged*) con el fin de eliminar el efecto de las paridades cambiarias y así representar de mejor forma el efecto de los cambios en las tasas de interés y *spreads* en el precio de los bonos corporativos.

Gráfico 9 Evolución del mercado de bonos soberanos nominales en 2009

Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)
(Enero 2009 = 100)



FUENTE: Barclays Capital.

Por el contrario, en 2009 los bonos soberanos nominales tuvieron retornos muy inferiores a los de otras clases de activos. Esto se explica principalmente porque ya a comienzos del año las tasas de interés se encontraban en niveles históricamente bajos, debido a las políticas monetarias muy expansivas aplicadas por los bancos centrales. Así, el *Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)* cerró el año con una rentabilidad de sólo 1% (*gráfico 9*)²¹.

En contraste, los precios de los bonos indizados a inflación experimentaron un importante incremento fruto de la reducción en los premios por riesgo y en los premios por liquidez. Como resultado de ello, la rentabilidad del *Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (hedged)* fue 9% en el año (*gráfico 10*)²².

21 El *Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index* es utilizado para medir el desempeño de los instrumentos de renta fija soberana de la mayoría de países clasificados con grado de inversión.

22 El *Barclays Capital Global Inflation-Linked Index* es utilizado para medir el desempeño de los bonos indizados a la inflación en los principales mercados.

Gráfico 10 Evolución del mercado de bonos soberanos indizados a inflación en 2009

Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (hedged)

(Enero 2009 = 100)



FUENTE: *Barclays Capital*.

Referencias Bibliográficas

- > Álvarez, Roberto y Fuentes, Rodrigo (2006). "El 'síndrome holandés': Teoría y revisión de la experiencia internacional". *Revista Economía Chilena*, Volumen 9 N° 3. Banco Central de Chile.
- > International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices".
- > Marcel, Mario; Tokman, Marcelo; Valdés, Rodrigo y Benavides, Paula (2001). "Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000". *Estudios de Finanzas Públicas*. Dirección de Presupuestos. Ministerio de Hacienda.
- > Rodríguez, Jorge; Tokman, Carla y Vega, Alejandra (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile". *Estudios de Finanzas Públicas*. Dirección de Presupuestos. Ministerio de Hacienda.

Glosario

de Conceptos Financieros

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.

Agencias financieras de EE.UU. —instituciones de financiamiento hipotecario de los EE.UU. que tienen el respaldo explícito o implícito del gobierno.

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 preacordadas.

Bonos corporativos —bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

Bonos indizados a inflación —bonos cuyos cupones 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.

Clases de activo —categorías específicas de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos e instrumentos del mercado monetario, entre otros. Los activos de una misma clase generalmente exhiben características similares de riesgo, reaccionan de manera similar en el mercado y están sujetos a las mismas regulaciones.

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

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

Efectivo —caja y depósitos bancarios a la vista.

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 activos.

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 con la que se puede vender una inversión o instrumento sin incurrir en una pérdida significativa de valor.

Principios de Santiago —conjunto de principios y prácticas voluntarias para los fondos soberanos que fueron preparados y acordados por el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) en Santiago de Chile en septiembre de 2008.

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.

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.

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 y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.

Renta variable —Ver acciones.

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

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

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.

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

MINISTERIO DE HACIENDA

TEATINOS 120 - PISO 12

SANTIAGO DE CHILE

CÓDIGO POSTAL_8340487

TELÉFONO_[56.2] 473 2000

www.hacienda.cl

