

INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

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



2012

Esta publicación corresponde al **Informe Anual del Comité Financiero** del Ministerio de Hacienda para el año 2012.

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

<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/comite-financiero/informe-anual.html>

Registro de Propiedad Intelectual N° 227.074

Imagen Portada: Material fotográfico de Chile Travel, cedido a la Fundación Imagen de Chile para su difusión.

ISSN: 0718-5790

Edición de 250 ejemplares

Abril de 2013, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

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

2012

Contenido

| | |
|--|-----------|
| Prefacio | 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 | 13 |
| D. Política de inversión | 16 |
| CAPÍTULO 2: Estado de los fondos soberanos | 22 |
| A. Análisis de mercado | 23 |
| B. Valor de mercado | 28 |
| C. Rentabilidad | 28 |
| CAPÍTULO 3: Actividades y recomendaciones del Comité Financiero | 32 |
| A. Política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social | 33 |
| B. Revisión de la política de rebalanceo del Fondo de Reserva de Pensiones | 36 |
| C. Revisión de los límites bancarios del Fondo de Estabilización Económica y Social | 37 |
| Anexo: Resumen de reuniones 2012 | 38 |
| Referencias bibliográficas | 40 |
| Glosario | 41 |

Cuadros

| | |
|---|----|
| 1. Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2012 | 30 |
| 2. Nueva composición estratégica de activos del Fondo de Estabilización Económica y Social y sus comparadores referenciales | 35 |
| 3. Rangos de desviación de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones | 36 |
| 4. Límites de exposición bancaria por clasificación de riesgo | 37 |

Gráficos

| | |
|---|----|
| 1. Regla de acumulación de los fondos | 12 |
| 2. Política de inversión anterior y nueva del Fondo de Estabilización Económica y Social | 19 |
| 3. Composición de monedas de la política de inversión anterior y nueva del Fondo de Estabilización Económica y Social | 19 |
| 4. Composición estratégica de activos vigente del Fondo de Reserva de Pensiones | 20 |
| 5. <i>Credit Default Swaps (CDS) spreads</i> a 5 años de algunos países europeos y Chile, 2010 – 2012 | 23 |
| 6. <i>TED spread</i> , 2007 - 2012 | 24 |
| 7. Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2012 | 25 |
| 8. Índice de paridades cambiarias en 2012 | 26 |
| 9. Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 – 2012 | 26 |
| 10. Evolución del índice <i>Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index</i> , 2012 | 27 |
| 11. Evolución del índice MSCI ACWI, 2012 | 27 |
| 12. Evolución del valor de mercado de los fondos soberanos, marzo 2007 - diciembre 2012 | 28 |
| 13. Índice de rentabilidad acumulada de los fondos soberanos, abril 2007 - diciembre 2012 | 31 |

Diagramas

| | |
|---|----|
| 1. Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos | 13 |
|---|----|

Recuadros

| | |
|--|----|
| 1. Proceso de selección de administradores externos en 2011 | 14 |
| 2. Retornos y riesgos de los fondos soberanos | 17 |
| 3. Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones | 20 |
| 4. Comparador referencial o <i>benchmark</i> | 31 |

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, 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). Este Comité, de carácter externo, es integrado por profesionales con experiencia en los ámbitos económicos y financieros y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el sexto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2012.

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

Integrantes del Comité Financiero



PRESIDENTE

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, consultor internacional y director de empresas. 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. Se incorporó al Comité en agosto de 2009.



VICEPRESIDENTE

Cristián Eyzaguirre Johnston

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Máster en Economía de la Universidad de California, Berkeley. Fue Gerente General del Banco Bice y Gerente de Finanzas de Empresas CMPC. Ha sido Subdirector del Servicio de Impuestos Internos (SII), asesor de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) y profesor titular en la Universidad de Chile. Actualmente es director de empresas y miembro del Comité de Inversiones del Hogar de Cristo. Se incorporó al Comité en marzo de 2010.



CONSEJERO

Arturo Cifuentes Ovalle

Ingeniero Civil de la Universidad de Chile, Ph.D. en Mecánica Aplicada del California Institute of Technology (Caltech) y MBA en Finanzas de la New York University. Actualmente es miembro del Comité Académico del Centro de Regulación y Estabilidad Macro-Financiera de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile y miembro del directorio de la Facultad de Humanidades y Ciencias Sociales del California Institute of Technology (Caltech). Anteriormente se desempeñó como investigador en el IBM T.J. Watson Research Center en Nueva York y como ejecutivo en diferentes empresas de Wall Street (Triton Partners, Wachovia Securities, Ambac Assurance Corporation y R.W. Pressprich). Ha sido consultor de empresas del sector privado y organismos gubernamentales en Estados Unidos, Chile y Australia, y profesor en la Universidad de Chile, la Universidad del Estado de California y la University of Southern California. Se incorporó al Comité en agosto de 2011.



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. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



CONSEJERO

Eric Parrado Herrera

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Máster en Economía y Ph.D. de la New York University. Actualmente es profesor de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez y consultor internacional. Ha sido Coordinador de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda de Chile, Economista Senior y Gerente de Estabilidad Financiera del Banco Central de Chile y Economista del Fondo Monetario Internacional (FMI). Se incorporó al Comité en agosto de 2011.



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, 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 de Mercado de Capitales y de la Comisión Clasificadora de Riesgo. Se incorporó al Comité en enero de 2007.

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 chilenos¹.

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o, en forma más precisa, una regla de balance cíclicamente ajustado², que busca atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios. Ello ayuda a evitar cambios drásticos en el nivel del gasto público ante eventos económicos cíclicos o inesperados, ahorrando en tiempos de bonanza y utilizando esos ahorros en períodos de debilidad cíclica del producto interno bruto y/o del precio internacional del cobre³.

A fin de asegurar la sustentabilidad 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 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. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los fondos soberanos) tienen objetivos definidos: acumular recursos para financiar eventuales déficit fiscales, amortizar deuda pública y financiar el FRP si fuera necesario (en caso del FEES) y complementar el financiamiento de futuras contingencias fiscales derivadas de la garantía estatal por pagos de pensiones (en caso del FRP).

Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en el *gráfico 1*, están establecidas por ley⁴.

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 un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF).

¹ Schmidt-Hebbel (2012), y Velasco y Parrado (2012).

² Ver nota de pie N°1 en Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011).

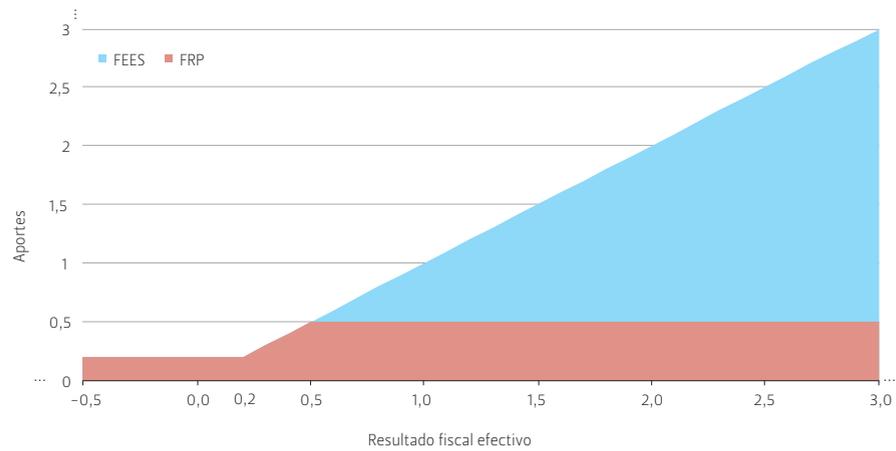
³ La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación y resultados véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); y Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011).

⁴ Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar el aporte al FRP del superávit fiscal efectivo, descontando las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁵.

GRÁFICO 1

Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Reglas de uso

A partir de 2016 los recursos del FRP podrán utilizarse para 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. 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 ajustado por inflación. Adicionalmente, hasta 2016 se puede girar desde el FRP el equivalente a la rentabilidad que haya generado el año anterior.

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superan el cinco por ciento del gasto fiscal previsional considerado en la Ley de Presupuestos de dicho año. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

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.

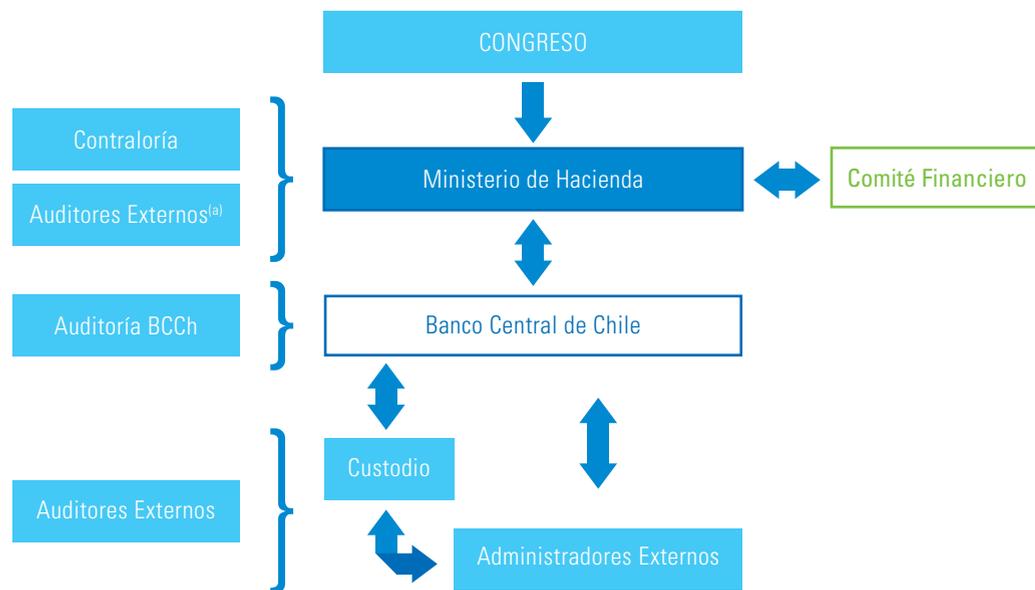
⁵ La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

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 *diagrama 1*).

DIAGRAMA 1

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



(a) Los auditores externos se encargan de examinar/comprobar la veracidad y coherencia de los estados financieros que elabora la Tesorería General.

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 es el titular de los recursos. A su vez, designa en el Ministro de Hacienda la responsabilidad de decidir acerca de cómo los fondos son administrados y de sus políticas de inversión. Para lo anterior, el Ministerio elabora directrices de inversión que definen los instrumentos de inversión y los emisores admisibles, los límites de inversión y el uso de derivados, entre otras directrices, que deben ser respetadas por los agentes autorizados para invertir los recursos de los fondos. Al mismo tiempo, el Ministerio de Hacienda monitorea el cumplimiento de las directrices de inversión y elabora los reportes mensuales, trimestrales y anuales que dan cuenta del estado de los fondos al público.

La Tesorería General es responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros auditados. La Dirección de Presupuestos es responsable de los aspectos presupuestarios que tengan relación con los fondos.

Banco Central de Chile

El Ministerio de Hacienda, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (“Decreto de Agencia”), designó al Banco Central de Chile (BCCh) como agente fiscal para la administración e inversión de los recursos de los fondos. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices de inversión impartidas por el Ministro de Hacienda. El BCCh tiene la facultad de delegar parte de la administración de los recursos de los fondos soberanos a administradores externos.

A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh eligió a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión del 35% de la cartera del FRP a partir de enero de 2012 (véase *recuadro 1*).

Recuadro 1:

Proceso de selección de administradores externos en 2011

En 2011 el BCCh realizó un proceso de selección de administradores externos para la diversificación de la cartera del FRP hacia acciones y bonos corporativos, que fue implementada a comienzos de 2012.

La selección de los administradores externos tuvo cinco etapas:

1. Contratación del consultor. El Ministerio de Hacienda, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, autorizó al BCCh para comenzar la selección de administradores externos con la solicitud de propuestas o *Request for Proposal* (RFP) a las empresas que llegaron a esta etapa en el proceso iniciado en 2008 y contratar un consultor para apoyarlo en la selección, de acuerdo con el estándar del BCCh en este tipo de procesos. Así, en la evaluación de los potenciales administradores externos, se contaría con apoyo técnico especializado y se tendría acceso a las amplias bases de datos del consultor elegido. El BCCh contactó a varias empresas lo que culminó en la selección de Strategic Investment Solutions (SIS) como consultor.
2. Solicitud de propuestas. A mediados de agosto de 2011, y siguiendo las instrucciones del Ministerio de Hacienda, el BCCh invitó a participar en el nuevo proceso a las cuarenta y seis empresas que habían participado en la solicitud de propuestas del proceso de selección llevado a cabo en 2008¹. De las empresas invitadas, quince presentaron propuestas para la inversión en acciones y doce para la inversión en bonos corporativos. Se conformó una lista corta de cinco empresas para cada mandato (acciones y bonos corporativos globales) después de evaluar aspectos cualitativos y cuantitativos de las propuestas recibidas.
3. Entrevistas en San Francisco, EE.UU. Las cinco empresas seleccionadas para cada mandato fueron invitadas a participar en una ronda de entrevistas a comienzos de octubre en San Francisco. En estas entrevistas participaron miembros del BCCh, del Ministerio de Hacienda y de SIS. En esta etapa se preseleccionó a tres empresas para cada mandato.

¹ Este listado fue actualizado de acuerdo a los eventos corporativos sucedidos desde 2008, tales como fusiones y adquisiciones.

4. Entrevistas en Santiago y presentación al Comité Financiero. Posteriormente, las empresas finalistas fueron entrevistadas en Santiago por el BCCh, el Ministerio de Hacienda, miembros del Comité Financiero y SIS. A partir de estas entrevistas, y teniendo en cuenta la opinión de SIS, el BCCh realizó una propuesta al Comité Financiero respecto a las empresas a contratar.
5. Selección Final. Teniendo en cuenta el proceso de selección llevado a cabo por el BCCh y las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda autorizó la contratación de dos empresas para cada mandato. El proceso se dio por terminado con la aprobación por el Consejo del BCCh y la comunicación formal por parte de dicha entidad a las empresas seleccionadas. Éstas son BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Mellon Capital Management Corporation para el portafolio de acciones, y BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Rogge Global Partners Plc para el portafolio de bonos corporativos. Estas empresas iniciaron la gestión del nuevo mandato del FRP a partir de enero de 2012.

Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un Comité Asesor del Ministerio de Hacienda para los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y aconseja al Ministro sobre la definición de 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 del Comité Financiero. Dicho comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda. Según dicho decreto, el Comité 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. 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 7 veces al año.

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 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, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos, 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 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.
- Opinar 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.
- 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 rigen los fondos.

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 materias⁶.

D. Política de inversión

Con el propósito de contribuir a la competitividad de la economía, los recursos mantenidos en ambos fondos soberanos son invertidos en instrumentos denominados en moneda extranjera, de acuerdo a su política de inversión que se describe a continuación.

Fondo de Estabilización Económica y Social

De acuerdo con los objetivos descritos anteriormente, el objetivo principal de la política de inversión del FEES es maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de forma oportuna de los recursos para financiar déficit fiscales y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

⁶ Véase www.hacienda.cl/fondos-soberanos.htm

La política de inversión vigente ha sido coherente con estos objetivos. Hasta el cierre de 2012 ésta ha considerado solamente la inversión en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, que típicamente se ven favorecidas en momentos de crisis. Ello no sólo permite maximizar el valor acumulado de estos recursos medido en moneda extranjera, sino que también su conversión a pesos (moneda en la cual se realiza la mayor parte del gasto fiscal) cuando el uso de estos recursos es más necesario. A modo de ejemplo, durante la crisis de 2008, la rentabilidad de los fondos no se vio mermada. Por el contrario, su desempeño en pesos fue muy favorable. Esto contrasta con la rentabilidad obtenida por otros fondos del mundo cuyo perfil más riesgoso los hizo sufrir importantes pérdidas de corto plazo (véase *recuadro 2*). La actual composición estratégica de activos del FEES es 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indizados a la inflación, con una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros, y 10% en yenes.

Sin perjuicio de lo anterior, a petición del Ministro de Hacienda, y con el fin de evaluar si la política de inversión del FEES cumplía con el objetivo para el cual fue creado, el Comité revisó durante 2011 y 2012 la política antes descrita. Después de revisar y analizar distintos antecedentes, entre los que destacan el estudio de composición de cartera encargado por el Ministerio de Hacienda al Profesor Eduardo Walker; los comentarios realizados por parte de tres evaluadores externos a dicho estudio; y las simulaciones adicionales con información de mercado en los últimos 20 años realizadas por el equipo de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero recomendó modificar la política de inversión del fondo (véase *capítulo 3.A*). A partir de estas recomendaciones, el Ministro de Hacienda decidió una nueva política (véanse los *gráficos 2 y 3*), que será implementada durante 2013.

Recuadro 2:**Retornos y riesgos de los fondos soberanos**

Los resultados obtenidos por los fondos soberanos dependen principalmente de las políticas de inversión definidas para cada uno de ellos, que reflejan los objetivos para los cuales fueron creados. Estos objetivos orientan la tolerancia al riesgo y el horizonte de inversión, entre otras características. Por ejemplo, las políticas de inversión de los fondos soberanos cuyos objetivos están relacionados al financiamiento de pensiones –como el fondo australiano, el neozelandés o el FRP– o al ahorro de los recursos para futuras generaciones –como el noruego– tienen políticas de inversión más riesgosas, coherentes con sus horizontes de inversión más largos y, por lo tanto, su mayor tolerancia al riesgo. Otros fondos más conservadores, como son los de estabilización económica, dentro de los cuales se encuentran, por ejemplo, el FEES y el fondo de Timor Oriental, incluyen fundamentalmente activos de renta fija, coherente con sus objetivos principales, orientados al financiamiento del gasto público cuando disminuyen los ingresos fiscales, lo cual puede ocurrir en un horizonte de tiempo más corto.

El *cuadro 2.1* presenta una comparación de las principales características de fondos soberanos de diversos países. Esta comparación incluye el tamaño de los fondos, el tipo de fondo, la composición de activos, los retornos anuales en dólares (medida por Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo o *Time-Weighted Rate of Return*, TWR) para el periodo 2007 a 2012, el retorno promedio anualizado en dicho periodo y la desviación estándar de sus retornos anuales.

Dicho cuadro muestra que la rentabilidad media anual en dólares desde comienzos de 2007 fue de 1,0% en el fondo de Irlanda; 3,5% en Alaska; 3,9% en Noruega; 4,2% en Timor Oriental; 4,3% en el FEES y 5,0% en el FRP (ambos de Chile); 6,5% en Canadá; 7,2% en Nueva Zelanda; y 9,0% en Australia. A diferencia de 2011, año en que se beneficiaron los fondos con mayores porcentajes en renta fija, los mayores retornos en 2012 se obtuvieron en aquellos fondos con políticas de inversión más agresivas, es decir, con participaciones más importantes de acciones e inversiones alternativas. Así, la rentabilidad del fondo neozelandés en 2012 fue de 27%, la del canadiense 16,7%, la del australiano 14,8%, la del noruego 14,6%, la del fondo de Alaska de 12,6%, y la del irlandés de 9,2%. Todos estos fondos tenían participaciones de renta fija menores al 40% en sus portafolios. En el caso de los fondos chilenos y el de Timor Oriental, sus rentabilidades fueron menores a 5%, coherente con sus políticas de inversión más conservadoras. Cabe señalar que la volatilidad experimentada por estos últimos fondos en el periodo 2007-2012 también fue mucho menor que la experimentada por el resto.

CUADRO 2.1

Retornos y riesgos de los fondos soberanos ^(a)
(en porcentajes a menos que se indique algo distinto)

| Fondo | Tamaño (US\$ miles de millones) | Tipo de fondo ^(b) | Composición de activos | | | Retorno en dólares | | | | | | 2007-2012 (anuali- zado) (d) | Desviación estándar (anuali- zada) (e) |
|------------------------|--|---------------------------------|------------------------|----------|------------------------------------|--------------------|-------|------|------|------|------|---------------------------------------|--|
| | | | Renta fija | Acciones | Inversiones alternativas (c) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | | |
| Australia | 86 | P | 29 | 35 | 36 | | -26,3 | 44,0 | 24,8 | 1,4 | 14,8 | 9,0 | 26 |
| Nueva Zelanda | 17 | P | 9 | 66 | 25 | 15,1 | -44,2 | 48,4 | 24,3 | 0,8 | 27,0 | 7,2 | 32 |
| Canadá | 17 | A | 21 | 53 | 26 | 20,7 | -31,7 | 28,7 | 15,7 | 1,8 | 16,7 | 6,5 | 22 |
| Chile (FRP) | 6 | P | 84 | 16 | 0 | 8,9 | 7,6 | 2,3 | 1,8 | 3,4 | 4,9 | 5,0 | 3 |
| Chile (FEES) | 15 | E | 100 | 0 | 0 | 8,9 | 7,6 | 2,5 | 1,8 | 3,4 | 1,0 | 4,3 | 3 |
| Timor Oriental | 12 | E | 74 | 26 | 0 | 7,4 | 6,9 | 0,6 | 3,8 | 2,8 | 3,7 | 4,2 | 3 |
| Noruega ^(f) | 686 | A | 38 | 61 | 1 | 10,2 | -27,2 | 30,8 | 8,8 | -4,0 | 14,6 | 3,9 | 20 |
| Alaska | 44 | A | 21 | 45 | 34 | 8,8 | -24,7 | 18,9 | 11,9 | 0,3 | 12,6 | 3,5 | 16 |
| Irlanda | 15 | P | 22 | 41 | 37 | 14,2 | -33,3 | 23,6 | 4,4 | -1,1 | 9,2 | 1,0 | 20 |

Fuente: Elaboración del Ministerio de Hacienda en base a los informes anuales de fondos soberanos respectivos.

(a) La información en el cuadro fue obtenida de los informes publicados por los fondos y corresponde al cierre de 2012.

(b) "A" equivale a ahorro, "P" a pensiones y "E" a estabilización.

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

(d) La rentabilidad de Australia se estima con la información desde 2008 hasta 2012. 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.

(e) Se calcula a partir de los retornos anuales.

(f) Government Pension Fund Global.

GRÁFICO 2

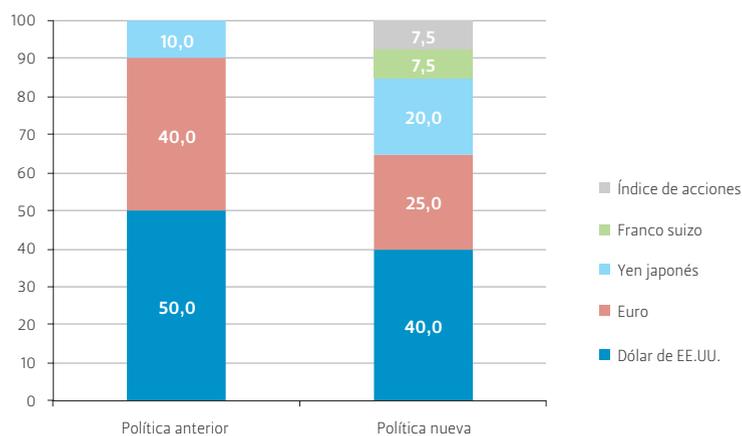
Política de inversión anterior y nueva del Fondo de Estabilización Económica y Social⁷ (porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

GRÁFICO 3

Composición de monedas de la política de inversión anterior y nueva del Fondo de Estabilización Económica y Social (porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

⁷ La nueva política de inversión del FEES será implementada durante el año 2013.

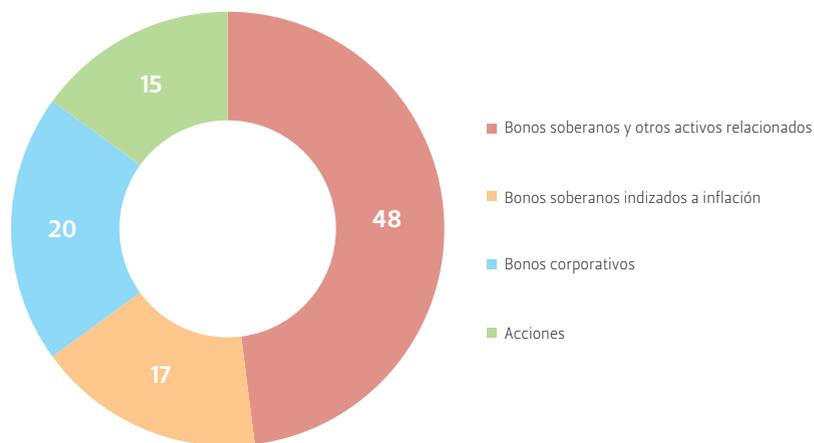
Fondo de Reserva de Pensiones

El principal objetivo de inversión del FRP es generar recursos que permitan financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones. Para esto se ha definido el objetivo específico de maximizar el retorno esperado, sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, considerando el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

Desde su creación y hasta el cierre de 2011, la política de inversión del FRP era similar a la del FEES. Sin embargo, a comienzos del 2012, se implementó una nueva política de inversión (véase *recuadro 3*), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase *gráfico 4*). La nueva política fue recomendada por el Comité Financiero a fines de 2010, con el apoyo de un estudio elaborado por la consultora Mercer, que utilizó los parámetros de riesgo y retorno antes definidos.

GRÁFICO 4

Composición estratégica de activos vigente del Fondo de Reserva de Pensiones (porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Recuadro 3

Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones

Objetivos de inversión: el principal objetivo de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones es generar recursos que permitan financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones. Para esto, se ha definido el objetivo específico de maximizar el retorno esperado, sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, considerando el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

Composición estratégica de activos: la actual política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones, implementada a partir de enero de 2012, define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indexados a inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos. Con anterioridad, la política de inversión del fondo era idéntica a la del Fondo de Estabilización Económica y Social.

Comparadores referenciales (o *benchmarks*): para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial o *benchmark*, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo:

| Clase de Activos | Porcentaje del portafolio | Comparadores referenciales |
|---|---------------------------|---|
| Bonos soberanos y otros activos relacionados ^(a) | 48 | Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged) Barclays Capital Global Aggregate: Government-Related (unhedged) |
| Bonos soberanos indexados a inflación | 17 | Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged) |
| Bonos corporativos | 20 | Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged) |
| Acciones | 15 | MSCI All Country World Index (unhedged con dividendos reinvertidos) |

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

Administración: los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indexados a inflación son gestionados directamente por el Banco Central de Chile, en calidad de agente fiscal. Los portafolios de acciones y bonos corporativos son gestionados por administradores externos contratados por el Banco Central de Chile, seleccionados mediante procesos de licitación.

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 soberanos indexados a inflación, de 30 puntos base para el de acciones y 50 puntos base para el de bonos corporativos.

Monedas y emisores admisibles: para cada clase de activo son admisibles sólo las monedas y los emisores que forman parte del comparador referencial correspondiente.

Apalancamiento y uso de derivados: No se permite el apalancamiento. Los derivados se pueden utilizar solamente para fines de cobertura con el fin de minimizar diferencias con respecto al comparador referencial aplicable.

- *Forwards*: el Banco Central de Chile y cada administrador externo podrán contratar *forwards* para minimizar las diferencias con respecto a la composición de monedas de su respectivo comparador referencial. El valor nominal total de los *forwards* contratados por cada administrador externo no podrá ser superior al 2% del valor de mercado de la cartera que administre cada uno de ellos. En el caso del portafolio gestionado por el Banco Central de Chile, dicho límite será de 4%.
- Futuros: los administradores externos podrán contratar futuros cuyos montos nominales agregados no podrán superar el 2% del portafolio que cada uno administre.

Pautas de inversión: en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en <http://www.hacienda.cl/fondos-sobranos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion.html>, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones como, por ejemplo, la política de rebalanceo, rangos de desviación, instrumentos admisibles, y otros límites relevantes, entre otros aspectos asociados a su gestión.

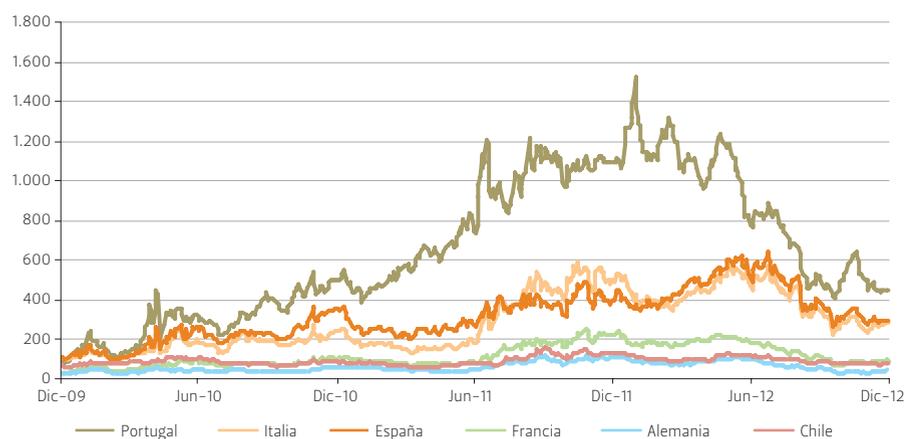
A. Análisis de mercado

El año 2012 se caracterizó por la continuación de la crisis europea y la ocurrencia de una serie de eventos que afectaron las principales variables financieras que impactan directamente el desempeño de los portafolios de inversión de los fondos soberanos.

En Europa, los miedos asociados a un *default* de Grecia, exacerbados por la incertidumbre política del país, y por el temor a su eventual salida desordenada de la eurozona, generaron bastante tensión en los mercados financieros internacionales en la primera parte del año. Estos factores afectaron negativamente a otros países de la región, que tuvieron que enfrentar aumentos de sus costos de financiamiento. De hecho, los *spreads* de sus *Credit Default Swaps* (CDS⁸) alcanzaron niveles máximos a fines de mayo (véase gráfico 5). Sin embargo, esta situación se revertió en parte durante el segundo semestre, después que la situación política en Grecia mejoró y de la implementación de una serie de medidas extraordinarias por parte del Banco Central Europeo, entre las que destacan la reducción de la tasa de política monetaria a un nuevo mínimo histórico, situándola en 75 puntos base, y la implementación de las Transacciones Monetarias Abiertas (*Outright Monetary Transactions*)⁹, cuyo objetivo era apoyar a los países que estaban enfrentando altos costos de financiamiento. Por otra parte, la situación económica de los países de la eurozona se mantuvo muy frágil, ya que muchos de ellos no pudieron experimentar crecimientos reales positivos en 2012.

GRÁFICO 5

Credit Default Swaps (CDS) *spreads* a 5 años de algunos países europeos y de Chile, 2010 - 2012 (puntos base)



Fuente: Bloomberg.

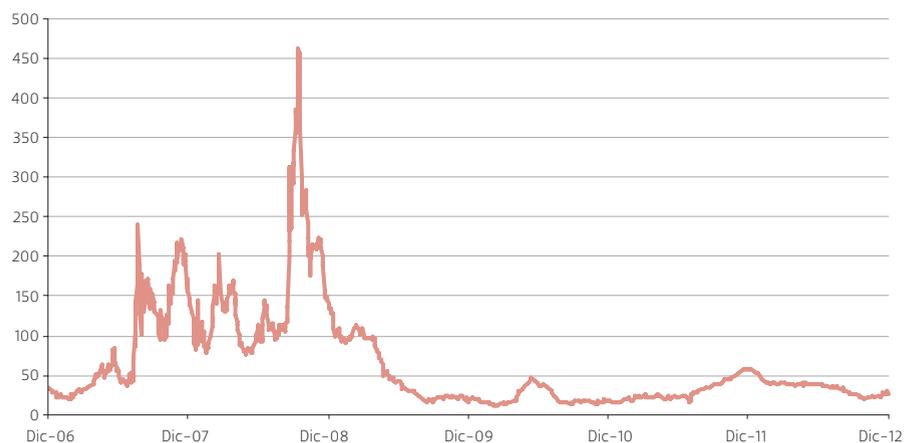
⁸ Representa el costo de los instrumentos financieros para protegerse de un *default* por parte del emisor.

⁹ Programa de compra de bonos soberanos de corto plazo en el mercado secundario.

En el caso de EE.UU., su economía ha mostrado algunos signos de recuperación, sin embargo, todavía no ha podido lograr el ritmo de expansión previo a la crisis, alcanzando un crecimiento de 2,2% en el año. Esto en parte le ha impedido reducir su nivel de desempleo, que era 7,8% al cierre de 2012. Además, durante el año, persistieron las dificultades políticas que imposibilitaron al Congreso de EE.UU. lograr acuerdos para reducir su déficit fiscal y que evitarían una serie de ajustes automáticos (precipicio fiscal) que entrarían en efecto durante 2013¹⁰. Por su parte, la Reserva Federal anunció en septiembre de 2012 un programa de compras de instrumentos financieros (*Quantitative Easing III*), cuyo objetivo es apoyar el mercado hipotecario y mantener bajas las tasas de interés de largo plazo, junto con comprometerse públicamente a mantener baja la tasa de política monetaria al menos hasta mediados del año 2015¹¹. Esta medida, en conjunto con las implementadas por el Banco Central Europeo, provocaron durante el segundo semestre de 2012 una disminución de la incertidumbre financiera (de los bancos), que se reflejó en caídas del *TED spread* (véase gráfico 6).

GRÁFICO 6

*TED Spread*¹², 2007-2012
(puntos base)



Fuente: Bloomberg.

10 El precipicio fiscal corresponde a una serie de ajustes automáticos (aumentos de impuestos y reducciones del gasto fiscal) que se implementarían a partir de 2013 si el Congreso de EE.UU. no acordaba medidas para reducir el déficit fiscal por US\$ 1,2 billones (millones de millones) en un periodo de diez años. A la fecha de publicación de este informe, el Congreso ya había acordado una serie de alzas de impuestos como parte de las medidas para reducir el déficit fiscal (el acuerdo se logró a inicios de enero de 2013). Sin embargo, no se logró definir medidas que permitirían reducir el gasto fiscal. En consecuencia, el 1° de marzo de 2013 se activaron las reducciones automáticas de gasto fiscal que entrarían en efecto el 27 de marzo.

11 En diciembre de 2012, la Reserva Federal anunció medidas adicionales explicitando, por primera vez, que mantendría una política monetaria expansiva mientras la tasa de desempleo siga sobre el 6,5% y las expectativas de inflación a dos años se encuentren bajo 2,5%.

12 El *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 Estados Unidos. Un mayor *TED Spread* está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

En relación a Asia, la economía japonesa experimentó un crecimiento de 2% en 2012. Sin embargo, entró en recesión en el tercer trimestre del año. Para estimular su economía y hacer frente a la apreciación del yen y a las presiones deflacionarias, el Banco de Japón expandió su programa de compras de activos hasta ¥ 120 billones (millones de millones), equivalente a US\$ 1,4 billones, y mantuvo la tasa de interés en el rango de 0-0,1%. Además, se espera que el nuevo Gobierno, elegido en diciembre de 2012, implemente una serie de medidas con el fin de estimular su economía¹³. En el caso de China, la segunda economía del mundo, creció 7,8% en el año, menos que en el 2011 (9,3%). Sin embargo, en el último trimestre de 2012, su crecimiento cambió la tendencia a la baja que venía experimentando en forma trimestral desde el cierre de 2010.

Dentro de este contexto, las tasas de interés de los bonos emitidos por EE.UU., Alemania y Japón en sus respectivas monedas se han mantenido en niveles históricamente bajos, incluso alcanzando valores puntualmente negativos en el caso de los bonos alemanes (véase *gráfico 7*).

GRÁFICO 7

Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2012 (porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

13 A comienzos de 2013 anunció un plan de estímulo fiscal por ¥ 10 billones (US\$ 116 mil millones).

En relación a las paridades cambiarias, destaca la depreciación del yen japonés, de 12,8% en el año 2012 para terminar en 86,8 JPY/USD, y la casi nula variación del euro, que se apreció en 2% durante el año, para finalizar en 1,319 USD/EUR (véase *gráfico 8*).

GRÁFICO 8

Índice de paridades cambiarias en 2012
(31 de diciembre 2011 = 100)

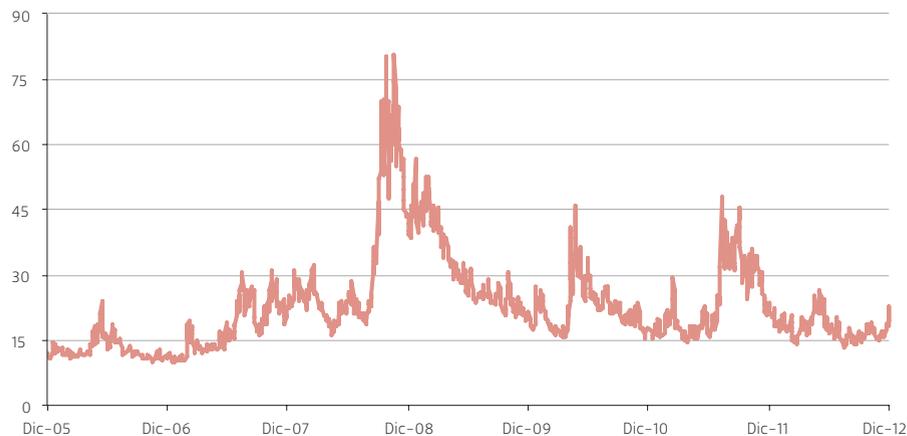


Fuente: Bloomberg.

La disminución en la volatilidad de los mercados se ve reflejada en la evolución del índice VIX, que representa la volatilidad esperada del índice accionario S&P 500. Los actuales niveles están lejos de los máximos alcanzados en plena crisis financiera y en la posterior crisis europea (véase *gráfico 9*).

GRÁFICO 9

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 - 2012
(en porcentajes)

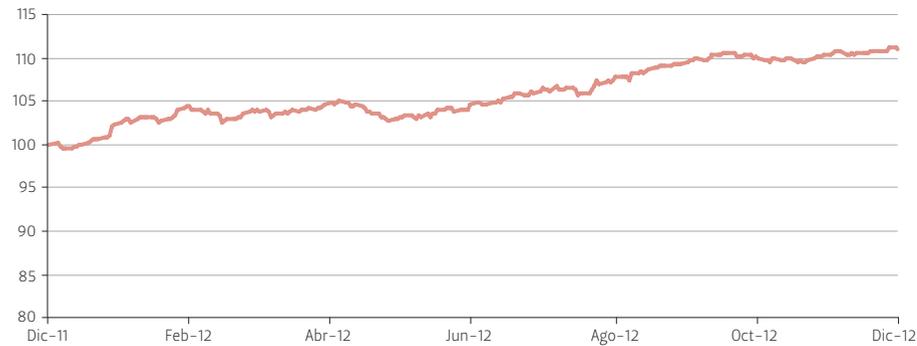


Fuente: Bloomberg.

El mercado de renta fija corporativa experimentó rentabilidades positivas durante el 2012. Esto se puede observar al analizar la evolución del índice *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index*¹⁴, cuyo retorno fue de 11% en el año (véase *gráfico 10*).

GRÁFICO 10

Evolución del índice *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index*, 2012
(31 diciembre 2011 = 100)



Fuente: Barclays Capital.

Por su parte, el índice MSCI ACWI¹⁵, que representa el comportamiento del mercado accionario mundial, cerró el año con una rentabilidad de 16,6% (véase *gráfico 11*). Por otra parte, su mínimo anual coincidió con el peor momento de la crisis en Europa.

GRÁFICO 11

Evolución del índice MSCI ACWI, 2012
(31 de diciembre 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg.

¹⁴ 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 con grado de inversión.

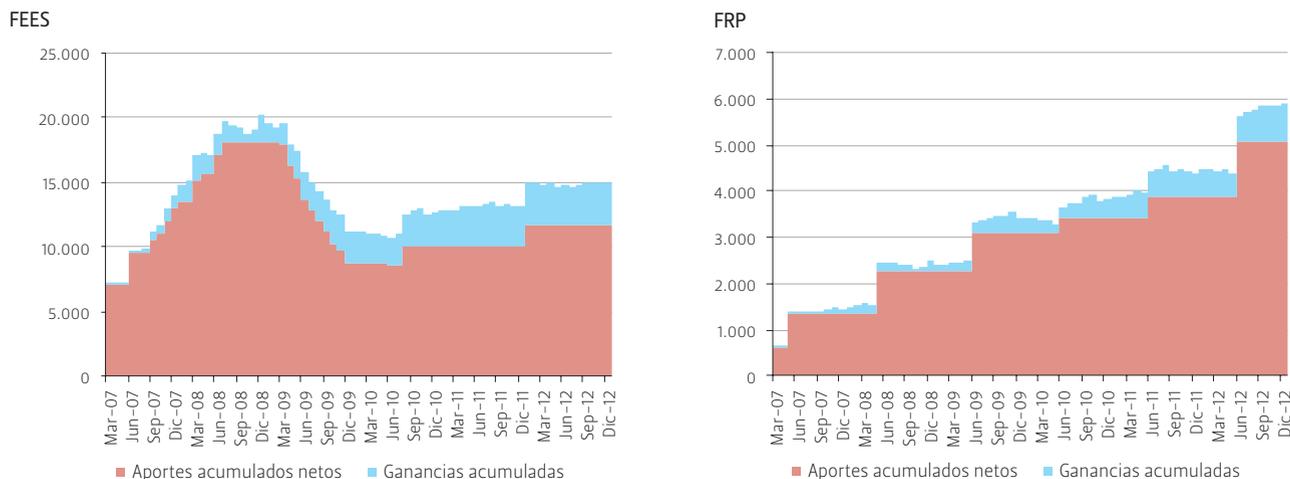
¹⁵ Este índice representa acciones de 45 países, 24 desarrollados y 21 emergentes.

B. Valor de mercado

A fines de 2012 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 14.998 millones y US\$ 5.883 millones, respectivamente, comparado con US\$ 13.157 millones del FEES y US\$ 4.406 millones del FRP al término de 2011. El aumento en el valor del FEES se debió a un nuevo aporte por US\$ 1.700 millones y de ganancias netas de las inversiones por US\$ 141 millones. Por su parte, el aumento en el FRP fue el resultado de un nuevo aporte por US\$ 1.197 millones y de ganancias netas por US\$ 280 millones (véase gráfico 12).

GRÁFICO 12

Evolución del valor de mercado de los fondos soberanos, marzo 2007 – diciembre 2012 (en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

C. Rentabilidad

1. Aspectos Conceptuales

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 los fondos.

En el caso del FEES, debido a que su portafolio incluye solamente instrumentos soberanos de EE.UU., Alemania y Japón, y depósitos a plazo en bancos con clasificaciones de riesgo mayor o igual a A-, es decir, de una alta calidad crediticia, los factores más importantes son el nivel y las variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias¹⁶. La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés, que tiende a ser

¹⁶ El retorno de un bono también depende de la calidad crediticia del emisor y de su evolución en el tiempo. Sin embargo, en el caso del FEES esta variable no ha tenido mayor influencia debido a que se invierte principalmente en instrumentos de alta calidad crediticia.

estable en su moneda de origen. 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, un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado de los bonos mientras que una disminución de éstas lo incrementa. Por otro lado, la rentabilidad del fondo también depende de los movimientos de las paridades cambiarias con respecto a la moneda elegida para medir su desempeño. Por ejemplo, en ambos fondos se presenta su retorno en dólares, el valor en dicha moneda de las inversiones denominadas en euros o yenes, aumenta (o disminuye) como consecuencia de una apreciación (o depreciación) de cada una de esas monedas con respecto al dólar estadounidense.

En el FRP existen factores adicionales a los del FEES que afectan su rentabilidad. Esto se debe a que su portafolio es más complejo, debido a la inclusión de un mayor número de emisores, monedas y tipo de instrumentos financieros. Para la clase de activo “deuda soberana”, los factores son parecidos a los del FEES, pero para un conjunto mayor de países. Su rentabilidad depende en gran parte de las tasas de interés de los países en los cuales se invierte, y de las correspondientes paridades cambiarias. Sin embargo, dado que este fondo no solamente invierte en instrumentos estatales de los países con mínimo riesgo de crédito, está más expuesto a la evolución crediticia de la mayor cantidad de emisores soberanos del portafolio¹⁷. Por ejemplo, el aumento del riesgo crediticio de un instrumento soberano, por lo general, va a estar asociado a una mayor tasa de interés exigida por los inversionistas y una disminución del valor de mercado del instrumento. Por otra parte, en el caso de los instrumentos que forman parte de la clase de activo “bonos corporativos” se agrega un componente adicional. Además de las de tasas de interés soberanas y paridades cambiarias, sus precios dependen de la evolución del *spread* o diferencia entre la tasa interna de retorno del instrumento de deuda corporativo y el nivel de tasas de interés de los bonos soberanos de sus respectivos países. Así, un aumento (o disminución) del *spread* de un bono corporativo, está asociado a una disminución (o aumento) del valor del bono. En el caso de las acciones, su rentabilidad dependerá en gran parte de la percepción del mercado de su capacidad de generación de ingresos en las distintas industrias donde participan y del riesgo asociado a cada empresa.

2. Rentabilidad en 2012 y en el periodo 2007 - 2012

En el año 2012, la rentabilidad neta en dólares de los fondos, medida como la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (o *Time-Weighted Rate of Return*, TWR) fue de 1,02% en el FEES y de 4,87% para el FRP. Al medir la rentabilidad utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de 0,96% para el FEES y de 5,55% para el FRP.

En el caso del FEES, la rentabilidad se explica por el rendimiento de 1,44% generado por los intereses devengados y por los cambios en las tasas de interés de los instrumentos financieros incluidos en su portafolio. La rentabilidad se vio disminuida en 0,42% producto de las variaciones en las paridades cambiarias, principalmente por la depreciación del yen con respecto al dólar, lo cual fue compensado en parte por la apreciación del euro con respecto a la moneda estadounidense (véase *cuadro 1*).

En el caso del FRP, el retorno se explica principalmente por la rentabilidad de las acciones, de 13,15%, los bonos soberanos indexados a inflación, de 9,92%, y los bonos corporativos, de 9,41%. Los bonos soberanos y otros activos relacionados solamente

¹⁷ A diferencia del FEES, que incluye instrumentos de deuda soberana emitidos solamente por los gobiernos de EE.UU., Alemania y Japón, el portafolio soberano del FRP incluye instrumentos de deuda emitidos por un gran número de países, además de agencias públicas y semipúblicas, empresas estatales, municipalidades, instituciones financieras multilaterales, entre otros. La razón de esto es que el comparador referencial elegido para el fondo tiene por objetivo estar expuesto al mercado global de deuda soberana con grado de inversión (es decir, con clasificación de riesgo BBB- o mejor).

contribuyeron con un retorno de 1,51%. Estos retornos son consistentes con la mayor tranquilidad exhibida por los mercados financieros internacionales al cabo de las medidas adoptadas por las principales autoridades monetarias de regiones desarrolladas durante el 2012 para acelerar la recuperación y enfrentar la crisis europea.

CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2012
(en porcentajes)

| Fondo | Componente | Trimestre | | | | 2012 |
|-------|--|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | | I | II | III | IV | |
| FEES | Monedas de origen | 0,03 | 0,76 | 0,47 | 0,16 | 1,44 |
| | Cambio en paridades cambiarias | 0,38 | -1,57 | 0,84 | -0,05 | -0,42 |
| | Retorno total (USD) | 0,41 | -0,81 | 1,31 | 0,11 | 1,02 |
| FRP | Bonos soberanos y otros activos relacionados | -0,67 | 0,93 | 3,10 | -1,79 | 1,51 |
| | Bonos soberanos indizados a inflación | 3,53 | -0,44 | 3,51 | 3,03 | 9,92 |
| | Bonos corporativos | 2,46 | 0,00 | 4,86 | 1,83 | 9,41 |
| | Acciones | 8,59 | -5,40 | 6,87 | 3,07 | 13,15 |
| | Retorno total (USD) | 0,69 | -0,46 | 4,10 | 0,52 | 4,87 |

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

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 en períodos de depreciación del peso y viceversa. Así, durante 2012, año en el cual el peso registró una apreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de -7,20% para el FEES y -3,35% para el FRP.

En 2012, la rentabilidad obtenida por el FEES estuvo por debajo de la de su comparador referencial (véase *recuadro 4*) en 7 puntos base. Por su parte, la rentabilidad del FRP estuvo 89 puntos base por debajo de su comparador referencial. Sin embargo, si se excluye el primer trimestre, asociado a la implementación del nuevo mandato, su rentabilidad fue solamente 7 puntos base inferior a la de su comparador¹⁸. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -13 puntos base y -32 puntos base, respectivamente^{19, 20}.

El *gráfico 13* 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 127,8 a fines de 2012, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 132,3 durante el mismo período.

18 El período de transición correspondiente a la implementación del nuevo mandato se extendió desde el 1 de enero hasta el 15 de marzo de 2012.

19 Esto significa que la cartera del administrador generó en promedio menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el periodo completo 2007 – 2012.

20 En el caso del FRP se excluye el primer trimestre asociado a la implementación de la nueva política de inversión.

GRÁFICO 13

Índice de rentabilidad acumulada de los fondos soberanos, abril 2007 – diciembre 2012
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Recuadro 4:**Comparador referencial o *benchmark***

Los comparadores referenciales o *benchmarks* son índices representativos del mercado de distintas clases de activos. En principio representan el desempeño de la inversión pasiva en portafolios diversificados invertidos en ciertas clases de activos, 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.

Si el administrador obtiene un retorno mayor que el del comparador, significa que seleccionó instrumentos que, en promedio, tuvieron mayores rentabilidades que los incluidos en el comparador referencial, o bien, que hubo un comportamiento oportunista (*market timing*) que *ex post* dio frutos. Es importante notar que no es habitual que las rentabilidades de carteras administradas superen sistemáticamente a sus comparadores referenciales.

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

A. Política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social

Durante el segundo semestre de 2010, el Ministro de Hacienda decidió encargar un estudio para evaluar la política de inversión del FEES con el fin de asegurar que cumpla con el objetivo para el cual fue creado. El Ministerio de Hacienda encargó el estudio al Profesor Eduardo Walker, uno de los miembros del Comité Financiero.

La política de inversión del FEES debe considerar que su objetivo principal es maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Para lo anterior, en el estudio se analizaron posibles políticas de inversión, sin considerar otras alternativas de cobertura de los ingresos fiscales, tales como las ventas de cobre a futuro o las compras de opciones de venta de cobre.

Para ello, se desarrolló y calibró un modelo financiero que permitió derivar los principales parámetros a ser considerados en la política de inversión. Se buscó una composición estratégica de activos óptima (*strategic asset allocation*) que tuvo por objetivo maximizar un determinado nivel de bienestar (utilidad) esperado asociado al nivel de consumo promedio en un determinado horizonte. El consumo se definió como el ingreso fiscal (promedio) y el saldo del fondo más su rentabilidad acumulada en cada horizonte. En el estudio se evaluaron distintos horizontes²¹.

Las principales conclusiones del estudio fueron las siguientes:

- A mediano y largo plazo, la volatilidad de los ingresos fiscales totales está determinada en gran parte por la volatilidad de los ingresos mineros²², a pesar de que los ingresos mineros representan menos del 20% de los ingresos totales.
- Los resultados indican que, por sí solas, las carteras que ayudan a la cobertura del riesgo en los ingresos fiscales poseen altas volatilidades (medidas en UF), similares a las de invertir en renta variable. Esta volatilidad es necesaria al momento de cubrir un pasivo (el ingreso fiscal) cuyo valor es a su vez volátil. Por lo tanto, hay un compromiso (*trade-off*) entre la volatilidad de corto plazo (que implica posible riesgo de titulares o *headline risk*) y la capacidad de cobertura de sorpresas adversas en los ingresos fiscales.
- La inversión en instrumentos soberanos denominados en yenes, a corto y largo plazo y, en menor medida, la inversión en bonos de largo plazo denominados en francos suizos y bonos en euros de largo plazo, son las principales clases de activos que ayudan a cubrir el riesgo en los ingresos fiscales.
- Las recomendaciones prácticas que se derivan de este estudio apuntan a aumentar la importancia relativa del yen y de otras monedas y a reducir la importancia relativa del dólar norteamericano y del euro.

El Comité Financiero, siguiendo las mejores prácticas del ámbito académico, solicitó a tres evaluadores externos que revisaran el estudio realizado por el Profesor Eduardo Walker. El estudio se envió a los profesores Luis Viceira (Harvard University), Eduardo Schwartz (University of California), y Luis Reyna (Swiss Re Capital Markets Corporation).

²¹ El resumen del estudio se encuentra publicado en <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/estudios-relevantes.html>.

²² Los ingresos mineros provienen casi en su totalidad de la venta del cobre.

Los consejeros se mostraron conformes con las observaciones recibidas por parte de los evaluadores externos y con las respuestas a las mismas por parte del Profesor Eduardo Walker.

Por otra parte, el Comité Financiero solicitó al equipo técnico del Ministerio de Hacienda realizar simulaciones adicionales utilizando el mismo modelo del estudio. El objetivo de estas nuevas simulaciones fue complementar las conclusiones del estudio, con el fin de tener más elementos de juicio para poder hacer una recomendación para la política de inversión del FEES. A través de estas simulaciones, se evaluó el impacto de incorporar a bonos soberanos denominados en la corona noruega como una nueva clase de activo, restringir la máxima exposición a instrumentos soberanos denominados en yenes, establecer mínimos para los bonos soberanos en dólares y euros, y reducir el tamaño del FEES. El Comité concluyó que los bonos denominados en la corona noruega no mejoraban la capacidad de cobertura del portafolio de inversión y que para tolerancias al riesgo bajas y medias, las soluciones óptimas asignaban a los bonos soberanos en yenes participaciones similares al máximo permitido para esa moneda. En el caso de las asignaciones a dólares y euros, ellas se ajustaban a los mínimos establecidos. Estos resultados son coherentes con los resultados del estudio. Mientras más baja es la tolerancia al riesgo, el modelo le asignó al yen la mayor fracción posible porque, según los datos utilizados en el modelo, los instrumentos soberanos en esa moneda ofrecen la mayor cobertura de riesgo para los ingresos fiscales. En relación al impacto del menor tamaño del fondo, se concluyó que, de acuerdo a lo esperado, la optimización aumentó la asignación a yenes, en ausencia de las restricciones antes mencionadas. Esto es debido a que un menor tamaño del fondo equivale a que disminuya la tolerancia al riesgo, lo que aumenta la importancia de cubrir los ingresos fiscales. Por otra parte, no fue posible percibir ese impacto en aquellos casos en que se limitó la exposición máxima al yen.

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda definió una nueva política de inversión del FEES cuya composición estratégica de activos se presenta en el *cuadro 2*.

CUADRO 2

Nueva composición estratégica de activos del Fondo de Estabilización Económica y Social y sus comparadores referenciales (en porcentajes)

| Comparador referencial | Porcentaje |
|--|-------------------|
| 1. Depósitos Bancarios | 15,0 |
| Merrill Lynch Libid 3 Month Average USD | 5,0 |
| Merrill Lynch Libid 3 Month Average EUR | 6,0 |
| Merrill Lynch Libid 3 Month Average JPY | 4,0 |
| 2. Letras del tesoro y bonos soberanos | 74,0 |
| 2.1. Letras del tesoro | 19,0 |
| Merrill Lynch Treasury Bills Index USD | 6,0 |
| Merrill Lynch Treasury Bills Index EUR | 7,0 |
| Merrill Lynch Treasury Bills Index JPY | 6,0 |
| 2.2. Bonos soberanos | 55,0 |
| Barclays Capital Global Treasury: U.S. 7-10 Yrs | 26,5 |
| Barclays Capital Global Treasury: Germany 7-10 Yrs | 11,0 |
| Barclays Capital Global Treasury: Japan 7-10 Yrs | 10,0 |
| Barclays Capital Global Treasury: Switzerland 5-10 Yrs | 7,5 |
| 3. Bonos soberanos indizados a inflación | 3,5 |
| Barclays Capital Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs | 2,5 |
| Barclays Capital Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs | 1,0 |
| 4. Acciones | 7,5 |
| MSCI ACWI | 7,5 |
| 5. Total | 100,0 |

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

B. Revisión de la política de rebalanceo del Fondo de Reserva de Pensiones

Durante el segundo semestre de 2012, el Comité Financiero revisó la política de rebalanceo del FRP, como parte de un proceso que continuamente busca perfeccionar el marco en el que se desarrollan las inversiones de los fondos.

La política original que se revisó establece que si las desviaciones por clase de activo resultantes de variaciones en los precios o en las valorizaciones de mercado de los instrumentos exceden, al cierre de algún día, el rango de desviación de $\pm 5\%$ para cada clase de activo (véase *cuadro 3*), el agente fiscal debe efectuar o, en su caso, instruir la convergencia a la composición referencial. El agente fiscal dispone de 10 días hábiles bancarios para lograr dicha convergencia. Este plazo puede ser extendido a petición del agente fiscal al Ministerio de Hacienda, justificando las razones para dicha extensión. Adicionalmente, toda vez que se materialice un aporte, el agente fiscal debe converger a la composición referencial.

Después de analizar el comportamiento histórico de varias alternativas, los costos de transacción, y las experiencias de otros inversionistas institucionales e internacionales, el Comité recomendó reducir el rango de desviación desde $\pm 5\%$ a $\pm 3\%$. De esta forma, el Comité espera que el portafolio de inversión se mantenga más alineado con su composición estratégica de activos sin tener que incurrir en costos de transacción asociados a una política de rebalanceo más frecuente.

CUADRO 3

Rangos de desviación de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones
(en porcentajes)

| Clase de activos | Composición referencial (punto central) | Rango de desviación ($\pm 5\%$) | Recomendación del Comité ($\pm 3\%$) |
|--|--|--------------------------------------|---|
| Bonos soberanos y otros activos relacionados | 48 | 43 - 53 | 45 - 51 |
| Bonos soberanos indizados a inflación | 17 | 12 - 22 | 14 - 20 |
| Bonos corporativos | 20 | 15 - 25 | 17 - 23 |
| Acciones | 15 | 10 - 20 | 12 - 18 |

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

C. Revisión de los límites bancarios del Fondo de Estabilización Económica y Social

A fines de año el Comité Financiero decidió revisar los límites de exposición en depósitos por banco según su clasificación de riesgo. De acuerdo a las directrices vigentes a la fecha de la revisión, solamente se puede invertir en depósitos a plazo en bancos con clasificaciones de riesgo de largo plazo en categoría igual o superior a A- en a lo menos dos de las clasificadoras internacionales de riesgo Fitch, Moody's y Standard & Poor's. Los límites de inversión para las clasificaciones de riesgo admisibles son los que se especifican en el *cuadro 4* y se calculan en forma trimestral sobre la base del valor final del portafolio de inversión al cierre del trimestre anterior.

CUADRO 4

Límites de exposición bancaria por clasificación de riesgo
(en porcentajes del portafolio de inversión)

| Clasificación de riesgo | Límite máximo |
|-------------------------|---------------|
| AAA | 3,0 |
| AA+ | |
| AA | 2,0 |
| AA- | |
| A+ | |
| A | 1,5 |
| A- | |

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

Después de un análisis que consideró el impacto en los límites de distintos tamaños del fondo, la experiencia del BCCh y otros antecedentes analizados en septiembre de 2010, cuando se recomendó eliminar el requisito de patrimonio mínimo para los bancos, el Comité propuso no innovar respecto a estos límites y revisarlos si el tamaño del fondo supera los veinte mil millones de dólares.

ANEXO | Resumen de reuniones 2012

REUNIÓN 1 (24 DE ENERO)

En esta reunión, un representante del BCCh expuso sobre la gestión anual de la agencia fiscal en el año 2011 y la implementación del nuevo mandato del FRP. El Comité acogió algunas recomendaciones presentadas por el BCCh para facilitar la implementación del nuevo mandato del FRP. Se discutió preliminarmente la factibilidad de implementar las recomendaciones del estudio “Un *Asset Allocation* para el FEES”, encargado por el Ministerio de Hacienda al Profesor Eduardo Walker. Al respecto, se acordó solicitar la opinión de un grupo consensuado de terceros evaluadores. Asimismo, se encargó al personal del Ministerio de Hacienda analizar nuevos escenarios de simulación utilizando el modelo desarrollado en el estudio. En estos nuevos escenarios se limitaría la participación de algunas monedas y se analizaría la incorporación de la corona noruega como una nueva alternativa de inversión. Se discutió el primer borrador del Informe Anual del Comité Financiero 2011. Finalmente se analizó el estado de los fondos y la revisión de los mercados.

REUNIÓN 2 (6 DE MARZO)

A partir de los nuevos escenarios proporcionados por el Ministerio de Hacienda, se decidió no incluir a la corona noruega como una alternativa adicional de inversión en el FEES. Se solicitó al Ministerio realizar nuevas simulaciones excluyendo las libras esterlinas, los bonos *high yield* y los bonos corporativos, y analizar el impacto si ese fondo tuviese un tamaño de tres mil millones de dólares. Se discutió el estado de avance del Informe Anual del Comité Financiero 2011.

REUNIÓN 3 (20 DE ABRIL)

En esta reunión un representante de la Tesorería General de la República presentó los estados financieros de los fondos soberanos preparados de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y auditados por Deloitte. El Comité se mostró conforme con el esfuerzo realizado y por la auditoría efectuada. El Profesor Eduardo Walker presentó sus respuestas a los comentarios recibidos por parte de los expertos externos al estudio acerca de la política de inversión del FEES. El Comité concordó con el Profesor Eduardo Walker que los comentarios recibidos no modificaban sustancialmente las conclusiones del estudio. Se discutieron los resultados de los escenarios adicionales al estudio preparados por el Ministerio de Hacienda. A partir de todos los antecedentes analizados, el Comité consensuó una recomendación para la composición de las clases de activos del FEES y solicitó al Ministerio de Hacienda preparar una memorándum con su recomendación al Ministro de Hacienda.

REUNIÓN 4 (8 DE JUNIO)

Un representante del BCCh presentó los resultados de la gestión del FEES y del FRP desde enero a mayo de 2012, poniendo énfasis en la implementación de la nueva política de este último fondo. Se hizo entrega al Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, del memorándum que incluía la recomendación del Comité respecto a la política de inversión del FEES. El Ministro de Hacienda valoró el trabajo realizado e indicó que analizaría su implementación.

REUNIÓN 5 (31 DE JULIO)

El Comité fue informado por el Coordinador de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda de la decisión del Ministro de Hacienda acerca de la política de inversión del FEES, decisión que estuvo en línea con las recomendaciones del Comité. Por otra parte, se sugirió la incorporación de depósitos bancarios como parte del portafolio de corto plazo del FEES y solicitó mayor información al Ministerio de Hacienda para decidir sobre la incorporación de bonos soberanos indizados a inflación. Se analizó preliminarmente la política de rebalanceo del FRP y se solicitó al Ministerio de Hacienda realizar análisis adicionales para decidir si la política vigente es adecuada. Se analizaron dos minutas preparadas por el BCCh, una de operaciones de *crossing* realizadas durante la implementación del mandato del FRP y otra de notas estructuradas.

REUNIÓN 6 (1 DE OCTUBRE)

En esta sesión el Comité recomendó mantener para el FEES las participaciones vigentes en depósitos a plazo y bonos soberanos indizados a inflación en 15% y 3,5%, respectivamente. Se recomendó que la composición de monedas para los depósitos a plazo y los bonos soberanos indizados a inflación sea determinada manteniendo la coherencia con los parámetros generales que han sido definidos en la composición estratégica de activos. Respecto de acciones, se informó al Comité que el Ministerio de Hacienda, a partir de la sugerencia del BCCh, estaba evaluando el uso de *Exchange Traded Funds* (ETFs) como una alternativa al uso de administradores externos o simplificar el comparador referencial, principalmente eliminando algunos países donde sea difícil de operar, con el fin de aliviar la carga operativa del BCCh, sin sacrificar la exposición a un portafolio global de acciones. Solicitó profundizar el análisis de estas alternativas para una posterior decisión. Por otra parte, se recomendó reducir el rango de desviación de la política de rebalanceo del FRP desde 5% a 3%.

REUNIÓN 7 (7 DE NOVIEMBRE)

Después de analizar la experiencia del BCCh y del Custodio en la implementación del mandato de acciones del FRP, se recomendó no invertir en algunos países que pueden ser complejos desde la perspectiva operacional. El Ministerio de Hacienda presentará en el futuro una lista de países que podrían ser excluidos. Se solicitó información acerca del tratamiento tributario de las inversiones del FEES y del FRP. Por otra parte, se analizó la pertinencia de los límites por emisor bancario en el FEES y se concluyó a favor de mantener los límites vigentes. No obstante, se acordó revisarlos nuevamente cuando el tamaño del fondo exceda los veinte mil millones de dólares. Se analizó de forma preliminar la posibilidad de calcular un *tracking error ex post* para los nuevos portafolios del FRP.

Referencias bibliográficas

- 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”*.
- 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.
- 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”*, 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”*.

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 ellas.

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

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 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 indizados 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 — 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.

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 activos. A diferencia de un ETF no se transa en bolsa.

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.

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.

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%.

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.

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 Estados Unidos. Un mayor *TED Spread* está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

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

Diseño:
Luis E. Silva

Edición:
Departamento de Comunicaciones Ministerio de Hacienda

Impresión:
QuadGraphics

Edición de 250 ejemplares ©
Todos los derechos reservados



MINISTERIO DE HACIENDA
Teatinos 120 - Santiago de Chile
Código postal 8340487 - Teléfono (56-2) 2828 2000





WWW.HACIENDA.CL

<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/comite-financiero/informe-anual.html>