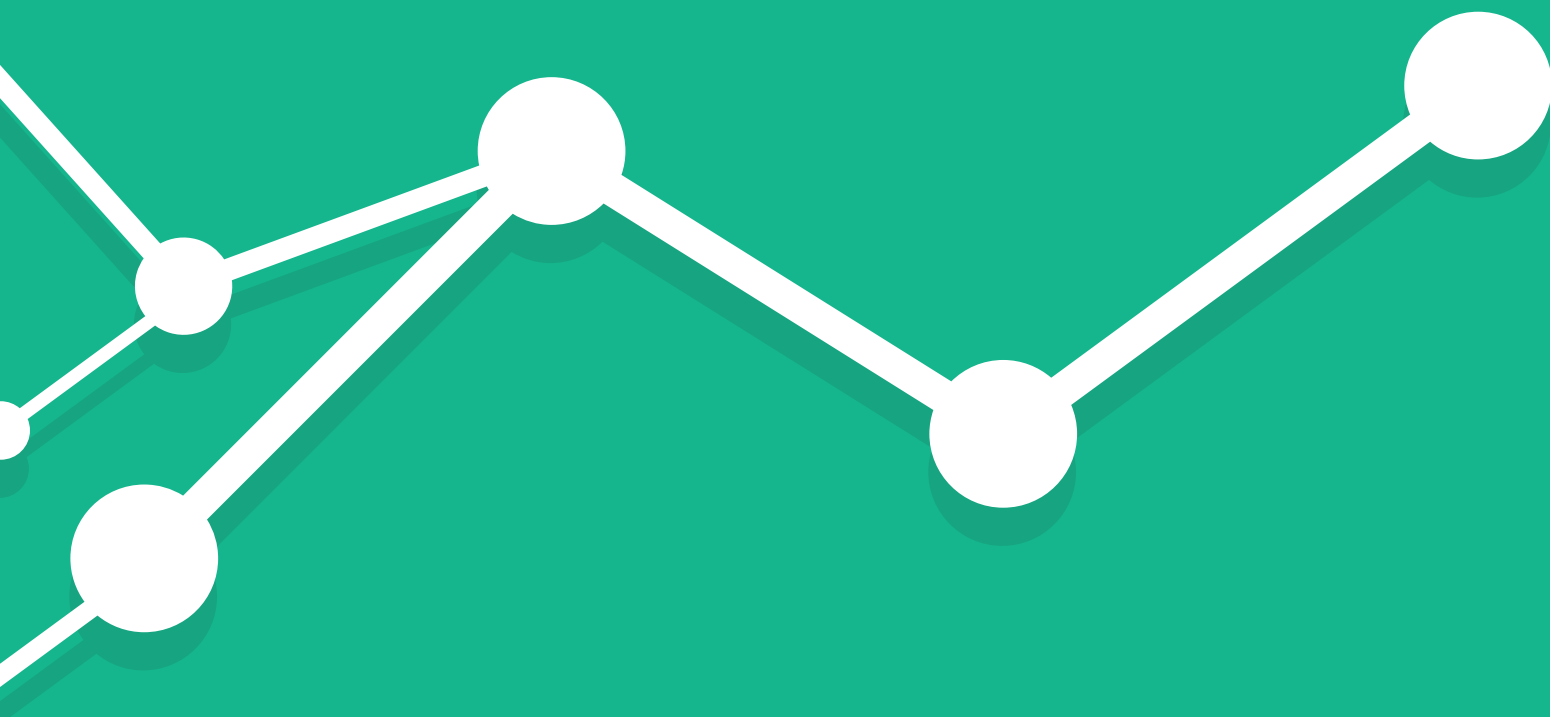


# INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

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

2014





Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2014.

La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:  
<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>

Registro de Propiedad Intelectual N° 252076

ISSN: 0718 - 5790

Edición de 250 ejemplares

Abril de 2015, Santiago, Chile

Todos los derechos reservados

# INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

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

2014

# Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
<b>Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos</b>	<b>10</b>
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	13
D. Política de inversión	16
<b>Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos</b>	<b>22</b>
A. Análisis de mercado	23
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	30
C. Rentabilidad	31
<b>Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero</b>	<b>36</b>
A. Revisión de las pautas de inversión del FEES y FRP	37
B. Monitoreo de los administradores de los fondos soberanos	37
C. Estudio política de inversión del FRP	38
Anexo: Resumen de reuniones en 2014	40
Referencias bibliográficas	42
Glosario	43

## 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 y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el octavo preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2014.

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

El Comité

## Resumen ejecutivo

Al cierre de 2014 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 22.633 millones, correspondiendo US\$ 14.689 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 7.944 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -1,67% para el FEES y de 1,75% para el FRP, mientras que en pesos fue de 14,30% y 17,72%, respectivamente. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 7,5% en acciones, en tanto que para el FRP era 48% en bonos soberanos, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos.



# Integrantes del Comité Financiero



**Presidente José De Gregorio Rebeco**

Ingeniero Civil Industrial y Máster en Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology. Actualmente se desempeña como Profesor Titular de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile y como Nonresident Senior Fellow del Peterson Institute for International Economics. Fue Presidente, Vicepresidente y Consejero del Banco Central de Chile, Ministro de Economía, Minería y Energía en Chile y Economista del Fondo Monetario Internacional. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.



**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 Jaime Casassus Vargas**

Ingeniero Civil Industrial de la Universidad Católica de Chile y Ph.D. en Finanzas de Carnegie Mellon University. Actualmente se desempeña como Profesor Asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile y es además Managing Editor para la revista Quantitative Finance, director adjunto del centro FinanceUC y director de la Sociedad de Economistas de Chile. Ha sido Profesor Visitante de la Universidad de California, Berkeley, y publicado sus investigaciones en el Journal of Finance, Review of Financial Studies y Journal of Banking & Finance. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.



**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, Gerente General de AFP Habitat y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Actualmente es director de empresas. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



**Consejero Igal Magendzo Weinberger**

Licenciado en Economía y Ciencias Políticas de la Universidad Hebrea de Jerusalén y Ph.D. en Economía de la Universidad de California, Los Ángeles. Actualmente se desempeña como Economista Jefe en Pacífico, Macroeconomía y Finanzas. Fue Economista Jefe para Hispanoamérica del Banco Itaú, Gerente de Análisis Macroeconómico del Banco Central de Chile, miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional y profesor en la Universidad Adolfo Ibáñez y en la Universidad de Chile. Ha publicado en revistas internacionales especializadas. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.



**Consejero Eduardo Walker Hitschfeld**

Ph.D. en Finanzas, Haas Business School, de la Universidad de California en Berkeley e Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es Profesor Titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, consultor internacional y director de empresas. 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, de la Comisión Clasificadora de Riesgo y del Consejo Técnico de Inversiones. Se incorporó al Comité en enero de 2007.

# CAPÍTULO 1

Política fiscal,  
objetivos,  
institucionalidad y  
política de inversión  
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<sup>1</sup>.

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado<sup>2</sup>, que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y utilizar esos ahorros en períodos de debilidad cíclica. Como consecuencia, la regla fiscal tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y a su vez mejora el acceso al financiamiento de los sectores público y privado.

## B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

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 FRP y facultó al Presidente de la República para crear el FEES, el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

### Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los fondos soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso de FEES, su objetivo es acumular recursos para financiar eventuales déficit fiscales y amortizar deuda pública, contribuyendo así a que el gasto fiscal no se vea mayormente afectado por los vaivenes de la economía mundial y la volatilidad de los ingresos que provienen de los impuestos, el cobre y otras fuentes. Adicionalmente, los recursos del FEES pueden ser utilizados para financiar el FRP si fuese necesario. En el caso del FRP, el objetivo es apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios considerados en la Reforma Previsional. De este modo, se complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

### Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en el *Gráfico 1*, están establecidas por ley<sup>3</sup>.

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

---

1 Decreto N° 892 de 2014, que establece las bases de la política fiscal, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1° de la ley N° 20.128.

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

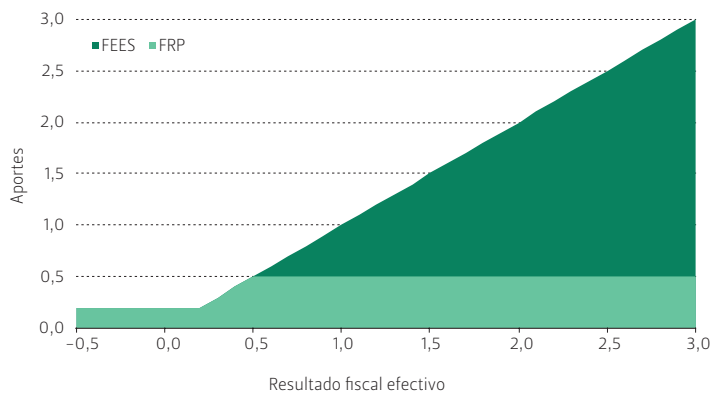
3 Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

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).

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 fondo<sup>4</sup>.

### 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 una cantidad equivalente a la rentabilidad que haya tenido 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.

<sup>4</sup> 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.

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.

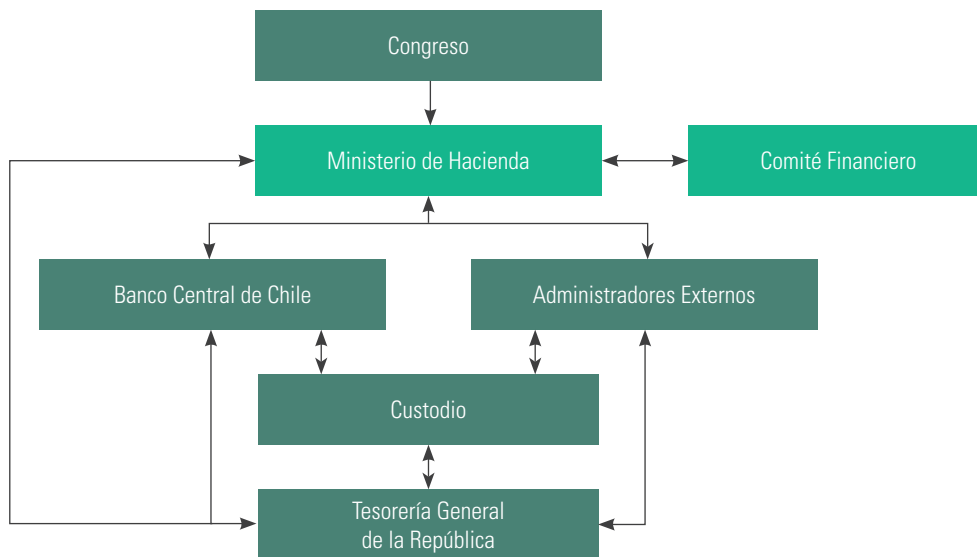
Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (Ministerio).

### 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



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

#### Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General de la República (TGR) es la titular de los recursos. A su vez, otorga al Ministro de Hacienda la responsabilidad sobre la administración de los fondos y sus políticas de inversión. Para lo anterior, el Ministerio elabora directrices de inversión, que definen los criterios que deben ser respetados por los administradores de los fondos. Al mismo

tiempo, el Ministerio es responsable de supervisar la gestión de los administradores encargados de invertir los recursos de los fondos y de elaborar los reportes mensuales, trimestrales y anuales que dan cuenta del estado de los fondos al público.

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

### **Banco Central de Chile**

El Ministerio, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (“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. Posteriormente, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio instruyó en 2013 al BCCh para que contratase a BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Mellon Capital Management Corporation para la administración del portafolio accionario del FEES equivalente al 7,5% del fondo, teniendo en cuenta que el mandato sería idéntico al del FRP y que recientemente se había realizado el proceso de selección de dichos administradores.

Por otra parte, mediante el decreto N° 1.618, de 2012, se modificó el Decreto de Agencia para separar del ámbito de administración del BCCh los portafolios de acciones y de renta fija corporativa del FEES y el FRP, cuya administración fue encargada por el BCCh en representación del Fisco a las empresas mencionadas. De acuerdo al referido decreto N° 1.618, de 2012, las tareas del BCCh relacionadas con los portafolios gestionados por administradores externos se redujeron significativamente desde el 1 de enero de 2014, limitándose principalmente a conciliar las posiciones diarias. De esta forma, la relación contractual con los administradores externos y otras tareas antes desempeñadas por el BCCh quedaron a cargo del Ministerio y de la TGR.

### **Comité Financiero**

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un comité asesor para la administración de los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este Comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y asesora al Ministro con el propósito de establecer pautas de inversión coherentes con los objetivos de los fondos. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de 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. 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 5 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 de la política de inversión que le sean consultados por el Ministro de Hacienda. Estos aspectos incorporan, por ejemplo, la distribución de las inversiones por clases de activo (*asset allocation*), la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos (véase *Recuadro 1*), la definición de límites de desviación permitidos a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Opinar sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.
- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que los rigen.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias<sup>5</sup>.

---

5 [www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html](http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html).



#### RECUADRO 1: 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.

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.

## D. Política de inversión

Con el propósito de no dañar la competitividad de la economía chilena, los recursos mantenidos en ambos fondos soberanos son invertidos en instrumentos denominados en moneda extranjera, de acuerdo a la política de inversión que se describe a continuación.

### Fondo de Estabilización Económica y Social

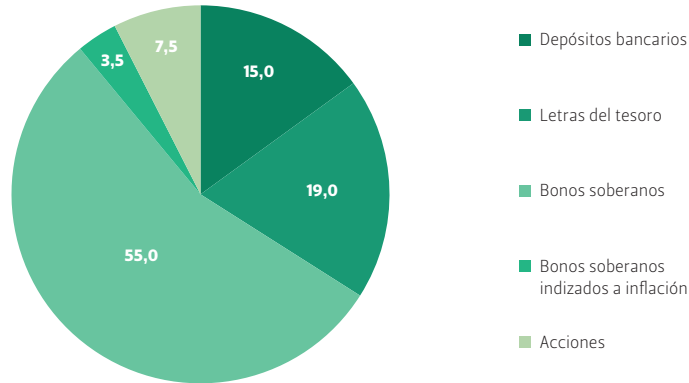
Según los objetivos descritos anteriormente, la política de inversión del FEES busca maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión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

Desde su creación y hasta fines de julio de 2013, la política de inversión del FEES se focalizaba principalmente en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, las que típicamente se aprecian en momentos de crisis. Sin embargo, en agosto de 2013 se inició la implementación de una nueva política de inversión que fue definida por el Ministro de Hacienda sobre la base de las recomendaciones del Comité Financiero en 2012<sup>6</sup>. Esta política de inversión considera una composición de cartera de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 7,5% en acciones (véase *Gráfico 2*). A su vez, para el portafolio de renta fija, se define como proporción del portafolio total una composición de monedas de 40% en dólares (USD), 25% en euros (EUR), 20% en yenes (JPY) y 7,5% en francos suizos (CHF). La cartera posee una duración de aproximadamente 4,8 años (véase *Recuadro 2*).

6 La recomendación del Comité Financiero se fundamentó en la revisión y análisis de distintos antecedentes, entre los que destacan el estudio de composición de cartera encargado por el Ministerio de Hacienda al profesor y miembro del Comité Sr. Eduardo Walker, comentarios realizados por parte de tres evaluadores externos a dicho estudio, y simulaciones adicionales con información de mercado de los últimos 20 años realizadas por el equipo de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda. Mayores antecedentes se encuentran disponibles en el Capítulo 3 del Informe Anual del Comité Financiero en 2012.

## GRÁFICO 2

Composición estratégica de activos del FEES  
(porcentaje del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

### RECUADRO 2: Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

**Objetivos de inversión:** en concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca 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 los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

**Composición estratégica de activos:** la política de inversión considera una composición estratégica de activos de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 7,5% en acciones. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total.

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

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Depósitos bancarios		5,0	Merrill Lynch Libid 3 Month Average USD
		6,0	Merrill Lynch Libid 3 Month Average EUR
		4,0	Merrill Lynch Libid 3 Month Average JPY
		<b>15,0</b>	<b>Subtotal depósitos bancarios</b>
2. Letras del tesoro y bonos soberanos	2.1. Letras del tesoro	6,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index USD
		7,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index EUR
		6,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index JPY
		<b>19,0</b>	<b>Subtotal letras del tesoro</b>
	2.2. Bonos soberanos	26,5	Barclays Capital Global Treasury: U.S. 7-10 Yrs
		11,0	Barclays Capital Global Treasury: Germany 7-10 Yrs
		10,0	Barclays Capital Global Treasury: Japan 7-10 Yrs
		7,5	Barclays Capital Global Treasury: Switzerland 5-10 Yrs
		<b>55,0</b>	<b>Subtotal bonos soberanos</b>
		<b>74,0</b>	<b>Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos</b>
3. Bonos soberanos indexados a inflación		2,5	Barclays Capital Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs
		1,0	Barclays Capital Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs
		<b>3,5</b>	<b>Subtotal bonos soberanos indexados a inflación</b>
4. Acciones		7,5	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

Es importante mencionar que, a partir de mayo de 2011, el fondo se invierte con un énfasis pasivo, permitiendo sólo desviaciones marginales respecto de la composición estratégica de activos.

**Administración:** el FEES es administrado mayoritariamente por el BCCh, quien en calidad de agente fiscal, gestiona el portafolio de renta fija (92,5% del total de los activos). El portafolio de acciones es gestionado por administradores externos contratados por el BCCh, previamente seleccionados para el FRP mediante licitación.

**Límite de tracking error ex ante<sup>1</sup>:** se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de renta fija y de 60 puntos base para el de acciones.

**Monedas y emisores elegibles:** solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de la exposición soberana y accionaria, solamente son elegibles los emisores incluidos en los comparadores referenciales correspondientes. En relación a la exposición bancaria, se permite invertir en bancos con al menos dos clasificaciones de riesgo mayor o igual a A-/A3 (las clasificadoras consideradas son Standard & Poor's, Moody's y Fitch) y de acuerdo a los límites establecidos en las pautas de inversión.

<sup>1</sup> El *tracking error ex ante* es una estimación de la desviación estándar de la diferencia entre los retornos del portafolio y del comparador referencial. Mientras menor es el *tracking error ex ante* más pasiva es la gestión del portafolio.

**Apalancamiento y uso de derivados:** en el fondo no se permite el apalancamiento<sup>2</sup>. Respecto al uso de derivados, se distingue según el tipo de portafolio:

- Portafolio de renta fija: se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. El monto nominal total no puede exceder al 4% del portafolio de renta fija.
- Portafolio accionario: se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. Adicionalmente, se permite el uso de futuros accionarios con fines de cobertura o que permitan ganar exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal agregado de los futuros, *forwards* y *swaps* no debe superar 10% del portafolio que cada administrador gestiona.

**Política de rebalanceo:** consiste en restaurar la composición estratégica una vez al año y cada vez que el porcentaje de las acciones sobrepase el rango de 5,5%-9,5% del portafolio total. El rebalanceo anual se coordina con los aportes al fondo, en la medida de lo posible.

**Pautas de inversión:** en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio<sup>3</sup>, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, las restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes y otros aspectos asociados a su gestión.

<sup>2</sup> Apalancamiento se refiere a la compra de activos mediante el endeudamiento.

<sup>3</sup> <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y/politica-de-inversion.html>.

## 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. Con este fin se ha definido el objetivo específico de maximizar el retorno esperado, sujeto a una tolerancia al riesgo definida como sigue: la probabilidad de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares debe ser mayor que un 95%. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, dado el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

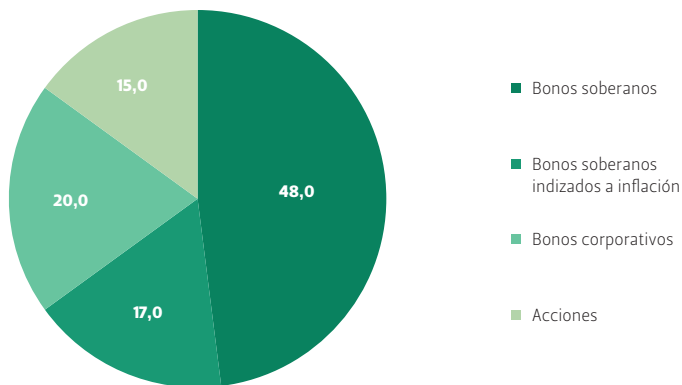
Desde su creación y hasta el cierre de 2011, las políticas de inversión del FRP y del FEES eran similares. Sin embargo, a comienzos del 2012, se implementó una nueva política de inversión para el FRP (véase *Recuadro 3*), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase *Gráfico 3*). La nueva política fue definida por el Ministro de Hacienda sobre la base de las recomendaciones del Comité Financiero a fines de 2010<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> La recomendación del Comité Financiero se fundamentó en un estudio elaborado por la consultora Mercer en 2008 (Strategic Asset Allocation Analysis) el cual se encuentra disponible en <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/estudios-relevantes.html>.

### GRÁFICO 3

Composición estratégica de activos vigente del FRP  
(porcentaje del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

### RECUADRO 3: Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)

**Objetivos de inversión:** 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 definida como sigue: la probabilidad de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares, debe ser mayor que un 95%. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, dado el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

**Composición estratégica de activos:** la actual política de inversión del FRP, implementada a partir de enero de 2012, define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos, 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 FEES.

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

Clase de activo	Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados <sup>(a)</sup>	48,0	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)
		Barclays Capital Global Aggregate: Government-Related (unhedged)
Bonos soberanos indexados a inflación	17,0	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos corporativos	20,0	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15,0	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

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

**Administración:** los portafolios de bonos soberanos e indizados a inflación son gestionados directamente por el BCCh, en calidad de agente fiscal. Los portafolios de acciones y bonos corporativos son gestionados por administradores externos contratados por el BCCh, 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 indizados a inflación, de 60 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:** en el fondo no se permite el apalancamiento. Respecto al uso de derivados se distingue por portafolio:

- Portafolio administrado por el BCCh: solo podrá contratar *forwards* o *swaps* para cobertura cambiaria. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio. Por otra parte, el monto nominal de los contratos *forwards* o *swaps* vigentes no debe exceder, en su conjunto, el 4% del portafolio administrado por el banco.
- Portafolio accionario y bonos corporativos: cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros —accionarios o de renta fija según corresponda— con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

**Política de rebalanceo:** ésta consiste en volver a la composición estratégica cada vez que se materialice un aporte al fondo y en caso de exceder alguno de los siguientes rangos sobre el portafolio total: 45%-51% para bonos soberanos y otros activos relacionados, 14%-20% para bonos soberanos indizados a inflación, 17%-23% para bonos corporativos y 12%-18% para acciones.

**Pautas de inversión:** en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio<sup>1</sup>, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, la política de rebalanceo, los rangos de desviación, los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

<sup>1</sup> <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion.html>

CAPÍTULO 2

Estado de los  
fondos soberanos

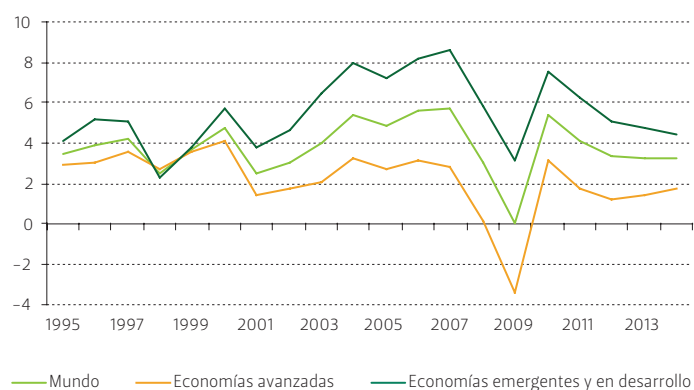
## A. Análisis de mercado

### Principales desarrollos

Durante 2014 se observó que el crecimiento mundial fue moderado luego de las crisis económicas experimentadas a partir de 2008 (véase *Gráfico 4*). No obstante, dicha mejora ha sido gradual y heterogénea entre las distintas economías. La recuperación del crecimiento mundial se observó principalmente en EE.UU. y el Reino Unido, países que ya se encuentran en niveles de PIB pre-crisis. Asimismo, países de ingresos bajos y medios aportaron parte sustancial del crecimiento global (véase *Gráfico 5*). Por su parte, la Zona Euro y Japón siguen con tasas de crecimiento muy bajas, representando una mínima contribución al crecimiento mundial.

#### GRÁFICO 4

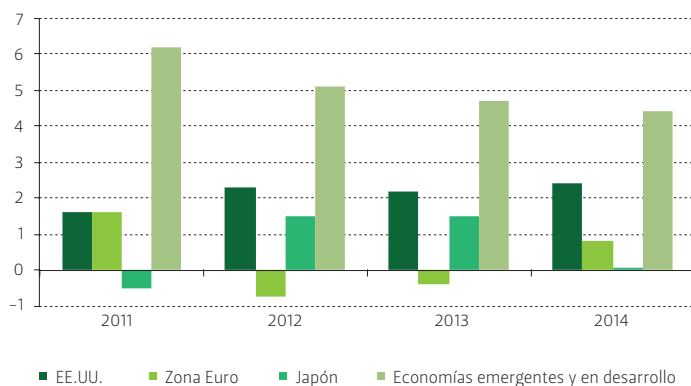
Evolución crecimiento PIB, 1995 – 2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

#### GRÁFICO 5

Crecimiento del PIB de economías seleccionadas, 2011 - 2014  
(en porcentaje)



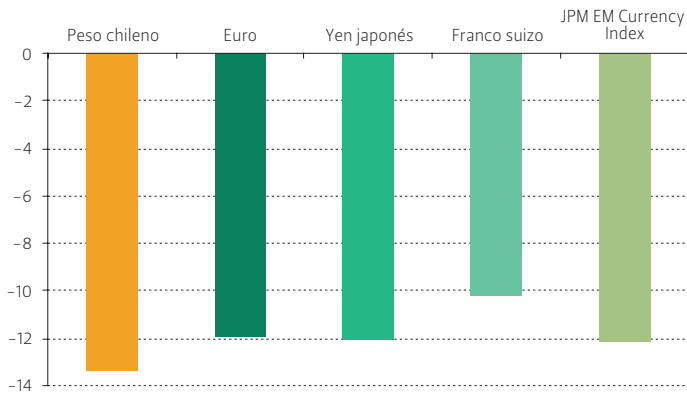
FUENTE: Fondo Monetario Internacional



Por otra parte, mientras EE.UU. comenzaba un proceso de normalización de su política monetaria, por la vía de terminar con el programa de *Quantitative Easing*, la Zona Euro y Japón mantuvieron políticas monetarias expansivas para hacer frente a presiones deflacionarias en sus economías. En este contexto, el dólar de EE.UU. se fortaleció respecto de la mayoría de las monedas del mundo, en especial de las otras economías avanzadas y los exportadores de *commodities* (véase *Gráfico 6*).

### GRÁFICO 6

Variación del valor de monedas seleccionadas en relación al dólar durante el año 2014<sup>8</sup>  
(en porcentaje)



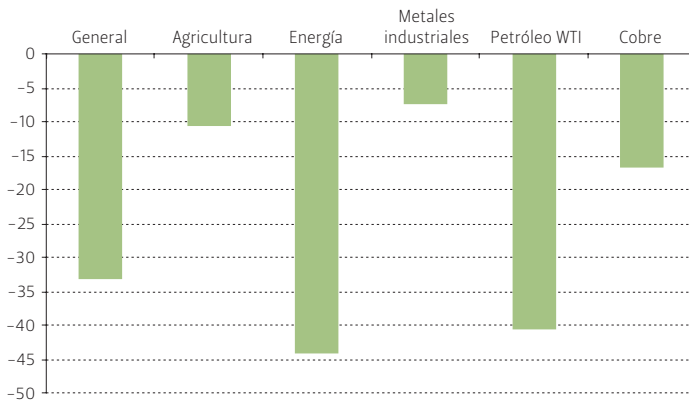
FUENTE: Bloomberg

Por otra parte, los precios internacionales de los *commodities* experimentaron una baja generalizada durante la segunda mitad de 2014 (véase *Gráfico 7*). En particular, destacó el descenso de los precios del petróleo WTI que presentaron una caída cercana a 41% en el año.

8 El J.P Morgan EM Currency Index es un índice transable que incorpora 10 monedas de mercados emergentes con respecto al dólar.

## GRÁFICO 7

Rendimiento de índices de *commodities* de Standard & Poor's, petróleo WTI y cobre en 2014 (en porcentaje)

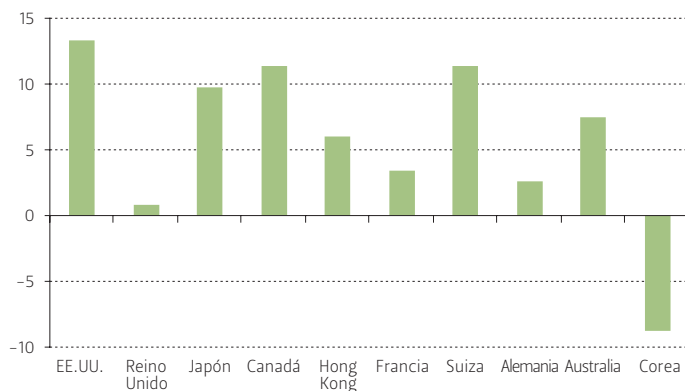


FUENTE: Bloomberg

En relación a los mercados financieros, durante 2014 se observaron aumentos importantes en diversos índices accionarios internacionales, medidos en moneda de origen, *spreads* corporativos históricamente bajos y una volatilidad reducida en general (véase Gráficos 8, 9 y 10). Sólo en el último trimestre del año se observaron incrementos en los *spreads* soberanos de países emergentes (principalmente aquellos exportadores de *commodities*), así como en los *spreads* corporativos de empresas expuestas a los precios de la energía. En contraposición, las tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas bajaron (véase Gráfico 11). En este escenario, los rendimientos de los bonos soberanos y corporativos en moneda de origen experimentaron retornos positivos en el año (véase Gráfico 12).

## GRÁFICO 8

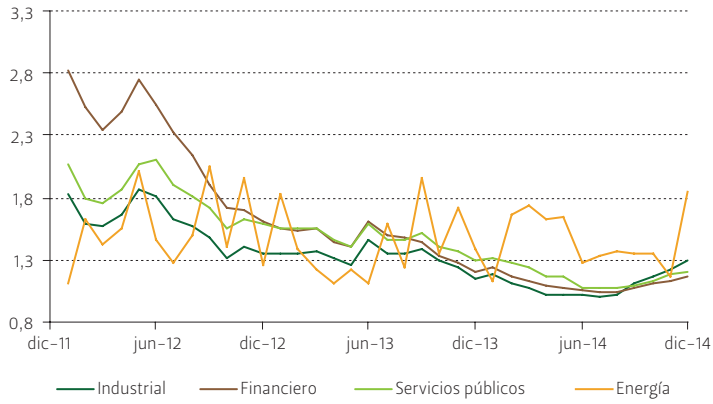
Rendimiento índices accionarios de MSCI en 2014 (en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

### GRÁFICO 9

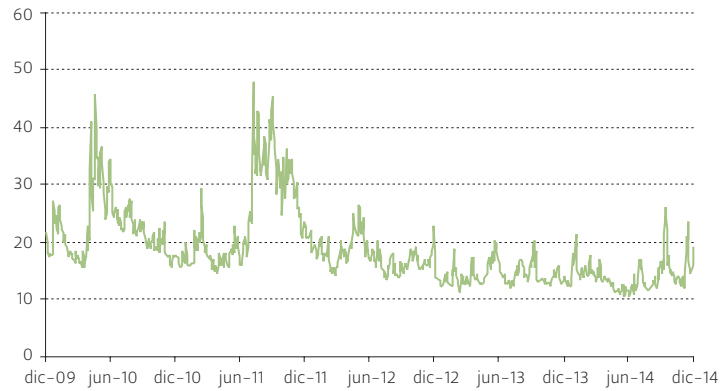
Spreads corporativos por industria, 2012-2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Barclay's

### GRÁFICO 10

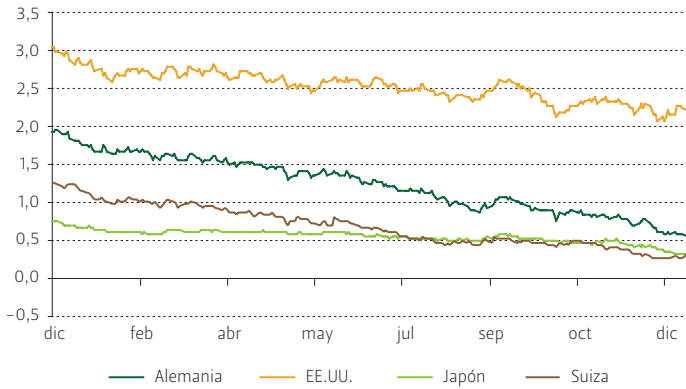
Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2010 - 2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

### GRÁFICO 11

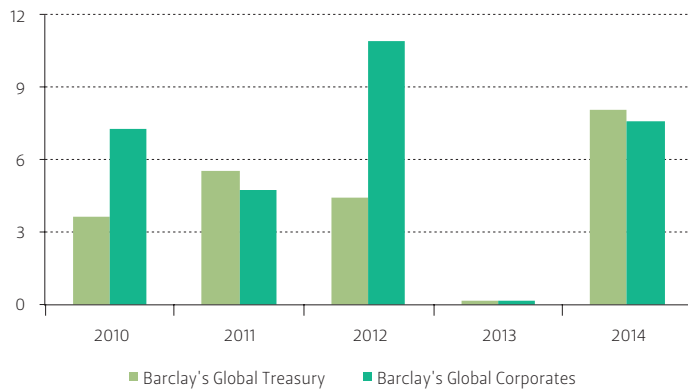
Tasa Interna de Retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

### GRÁFICO 12

Retorno índices *Global Treasuries* y *Global Corporates Hedged* de Barclays, 2010 - 2014  
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



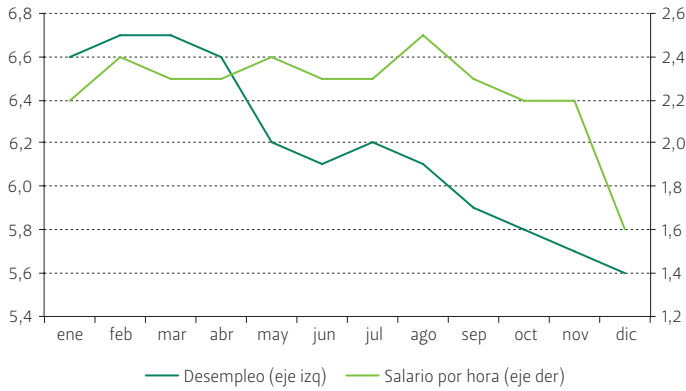
FUENTE: Barclay's

## Desarrollos regionales

EE.UU. se espera que haya crecido un 2,4% en 2014 principalmente gracias al crecimiento experimentado en la segunda mitad del año (3,6%), a pesar de la contracción del primer trimestre (-2,1%). El crecimiento en el año fue acompañado por una disminución del nivel de desempleo, que llegó a 5,6% (véase *Gráfico 13*). La evolución de la actividad e inflación en los últimos trimestres llevaron a que el Sistema de la Reserva Federal (FED) finalizara en octubre su más reciente programa de *Quantitative Easing* que había sido iniciado en 2012, manteniendo no obstante una política monetaria con la tasa de fondos federales aún virtualmente en cero (véase *Gráfico 14*).

### GRÁFICO 13

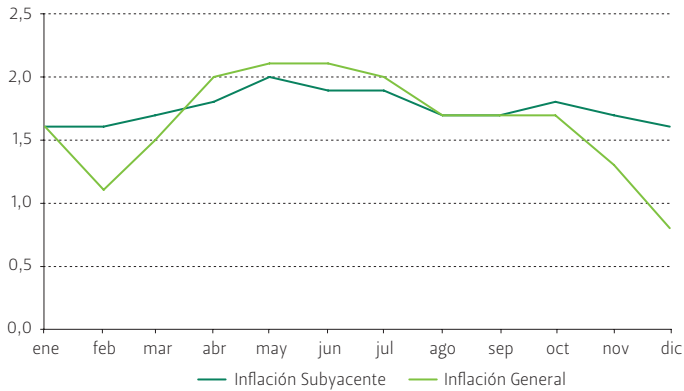
Evolución de tasa de desempleo y crecimiento de salarios en EE.UU. en 2014 (izq. en porcentaje), (der. variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

### GRÁFICO 14

Evolución del Índice de Precios al Consumidor en EE.UU. en 2014 (variación año a año, en porcentaje)



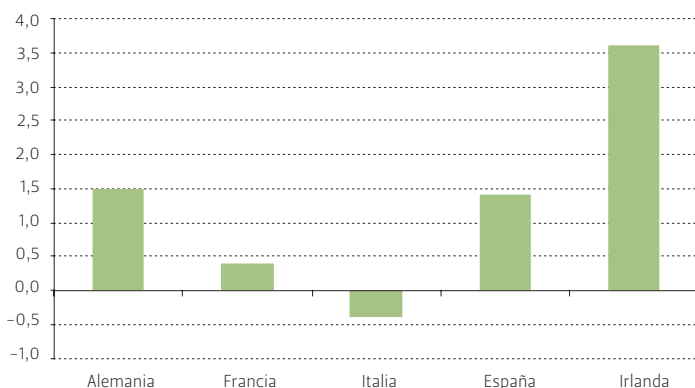
FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro habría crecido un 0,8% en el año, principalmente debido al bajo crecimiento de la inversión y las exportaciones. El PIB de Francia e Italia varió 0,4% y -0,4% respectivamente, mientras que Alemania, España e Irlanda experimentaron crecimientos de 1,5%, 1,4% y 3,6%, respectivamente (véase *Gráfico 15*). La inflación estuvo por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) lo que motivó el anuncio e implementación de algunas medidas de política monetaria orientadas a cumplir su meta (véase *Gráfico 16*)<sup>9</sup>.

9 En septiembre de 2014 el Presidente del BCE anunció la implementación de un programa de compra de *asset-backed securities* y *covered bonds* que se inició a mediados de octubre.

### GRÁFICO 15

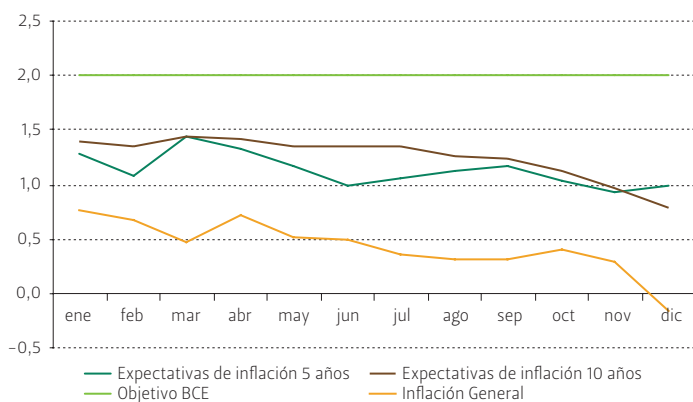
Crecimiento PIB de países seleccionados de la Zona Euro en 2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Banco Mundial

### GRÁFICO 16

Expectativas de inflación *breakeven* (Alemania) e inflación realizada para Zona Euro<sup>10</sup> (variación año a año), 2014  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg, Banco Central Europeo, Eurostat

Japón implementó durante 2014 una serie de reformas estructurales, las cuales se sumaron a la expansión por parte del Banco de Japón de su programa de *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* iniciado en 2013. Por otra parte, en abril de 2014 el gobierno incrementó el impuesto al consumo como medida para consolidar su posición fiscal. En este contexto, la economía nipona habría crecido 0% en el año.

En relación a las economías emergentes, el crecimiento en China fue 7,4% en el año. Por su parte, la región del Asia-Pacífico (excluyendo China) creció 4,6% en el año. En Rusia su economía creció 0,6% en 2014. Por otra parte, Latinoamérica creció 0,9%, con casi nulo crecimiento en Brasil y contracciones en Argentina y Venezuela.

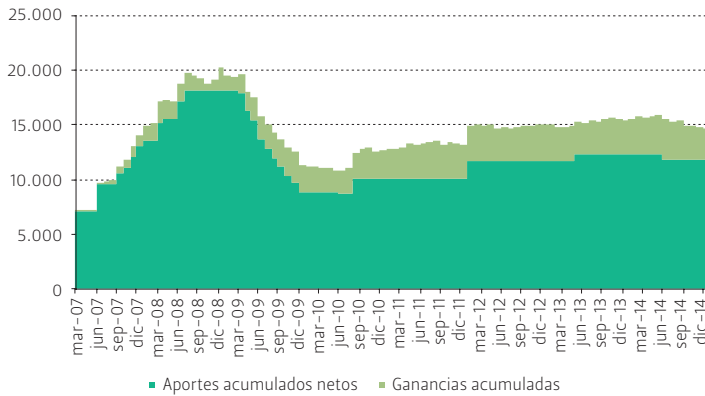
10 La inflación reportada es la *Harmonised Index of Consumer Prices* reportada por Eurostat.

## B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2014 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 14.689 millones y US\$ 7.944 millones, respectivamente, comparado con US\$ 15.419 millones del FEES y US\$ 7.335 millones del FRP al término de 2013. La variación en el valor del FEES se debió a un retiro por US\$ 499 millones, efectuado para financiar el aporte anual al FRP, y a pérdidas netas de las inversiones por US\$ 231 millones (véase *Gráfico 17*). Por su parte, la variación en el FRP fue el resultado del aporte antes mencionado por US\$ 499 millones y de ganancias netas por US\$ 110 millones (véase *Gráfico 18*).

### GRÁFICO 17

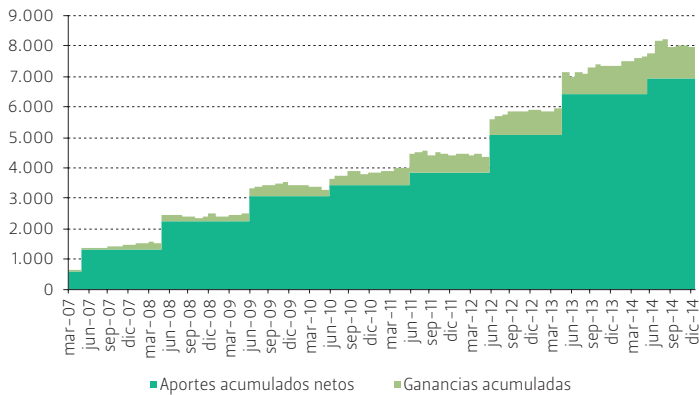
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2014 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

### GRÁFICO 18

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2014 (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, dado que la fracción mayoritaria del fondo está invertida en instrumentos de renta fija, los factores que tienen un mayor impacto en la rentabilidad total del portafolio son el nivel y las variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias<sup>11</sup>. La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés, que tiende a ser 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, para ambos fondos se presenta su retorno en dólares, por tanto el valor de las inversiones denominadas en euros, yenes o francos suizos expresado en dólares va a aumentar (o disminuir) como consecuencia de una apreciación (o depreciación) de cada una de esas monedas con respecto al dólar estadounidense. En este caso, dada la composición por moneda del portafolio de renta fija del FEES de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF expresado como porcentaje del portafolio total, los principales países que influyen en la rentabilidad del fondo son EE.UU., Alemania, Japón y Suiza. Por otra parte, para la fracción accionaria del FEES la rentabilidad dependerá en gran parte de la percepción del mercado de la capacidad de generación de ingresos de las empresas en las distintas industrias donde participan y del riesgo asociado a cada una de ellas, así como también de las condiciones financieras del mercado.

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 similares 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 expuesto a la evolución crediticia de la mayor cantidad de emisores soberanos del portafolio<sup>12</sup>. Por ejemplo, un aumento del riesgo crediticio de un instrumento soberano, en general estará asociado a una mayor tasa de interés exigida al instrumento y a una disminución de su valor de mercado. Por otra parte, en el caso de los bonos corporativos, además de las de tasas de interés soberanas y paridades

---

11 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.

12 A diferencia del FEES, que incluye instrumentos de deuda soberana emitidos solamente por los gobiernos de EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, 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-/Baa3 o superior).



cambiarías, sus precios dependen de la evolución del *spread* o diferencia entre la tasa de interés del instrumento de deuda 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 se asocia a una disminución (o aumento) del valor del bono. En el caso de las acciones, los factores son los mismos a los ya antes mencionados para el FEES.

## 2. Rentabilidad en 2014 y en el periodo 2007 - 2014

En el año 2014, 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 -1,67% en el FEES y de 1,75% para el FRP (véase *Cuadro 1*). Al medir la rentabilidad utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de -1,52% para el FEES y de 1,48% para el FRP.

En el caso del FEES, el retorno negativo se explica principalmente por la rentabilidad del portafolio de renta fija, de -2,18%, compensado en parte por la rentabilidad de las acciones, de 4,46%. Los resultados negativos en renta fija estuvieron influenciados principalmente por el retorno de -6,77% producto de las variaciones cambiarias, tras las depreciaciones de 12,02%, 11,97% y 10,20% del yen, euro y franco suizo, respectivamente, en relación al dólar durante el año, compensadas en parte por el rendimiento de 4,59% producto de disminuciones en las tasas de interés y ganancias por intereses devengados de los instrumentos incluidos en el portafolio.

En el caso del FRP, el retorno se explica principalmente por el retorno positivo del portafolio accionario, bonos indexados a inflación y bonos corporativos que obtuvieron retornos de 4,41%, 3,20% y 3,18% respectivamente, y que fue contrarrestado por la rentabilidad de los bonos soberanos y activos relacionados, de -0,21%. El buen desempeño de las acciones tiene asidero en los positivos retornos de mercados accionarios como los de EE.UU., Japón y en menor grado Europa, donde el S&P 500, el Nikkei 225 y el FTSEurofirst 300 tuvieron retornos en moneda local de 11,39%, 7,12% y 3,96%, respectivamente, durante el año. Al igual que en el FEES, los retornos de la renta fija estuvieron muy influenciados por la apreciación generalizada del dólar.

## CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2014  
(en porcentaje)

Fondo	Componente	Trimestre				2014
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija <sup>(a)</sup>	2,06	1,55	-3,84	-1,84	-2,18
	<i>Moneda de origen</i>	1,48	1,31	0,54	1,44	4,59
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	0,58	0,24	-4,38	-3,29	-6,77
	Acciones	1,12	5,16	-2,24	0,49	4,46
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>1,98</b>	<b>1,84</b>	<b>-3,72</b>	<b>-1,67</b>	<b>-1,67</b>
	Retorno total (CLP)	7,09	1,85	5,55	-0,72	14,30
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	2,59	2,32	-3,58	-1,41	-0,21
	Bonos indexados a inflación	2,72	3,45	-2,67	-0,22	3,20
	Bonos corporativos	2,6	2,69	-2,18	0,11	3,18
	Acciones	1,09	5,15	-2,25	0,48	4,41
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>2,36</b>	<b>3,04</b>	<b>-2,94</b>	<b>-0,61</b>	<b>1,75</b>
	Retorno total (CLP)	7,47	3,05	6,33	0,34	17,72

(a) Para el portafolio de renta fija del FEES se presenta una estimación del retorno en moneda de origen y del retorno proveniente del movimiento de las paridades cambiarias en dicho portafolio. El impacto de las paridades cambiarias es aproximado y se calcula utilizando la composición de monedas fijas del comparador referencial teniendo en cuenta que el FEES se invierte de acuerdo a un mandato pasivo. El retorno en moneda de origen se calcula al restar del retorno de renta fija dicha estimación.

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 2014, año en el cual el peso registró una depreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de 14,30% para el FEES y 17,72% para el FRP.

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2014 fue de 2,82% para el FEES y 4,04% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,36% para el FEES y 5,58% para el FRP.

En 2014, la rentabilidad obtenida por el FEES estuvo por debajo de la de su comparador referencial en 3 puntos base. Por su parte, la rentabilidad del FRP estuvo 9 puntos base por encima de su comparador referencial. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -9 puntos base y -36 puntos base, respectivamente<sup>13, 14</sup>.

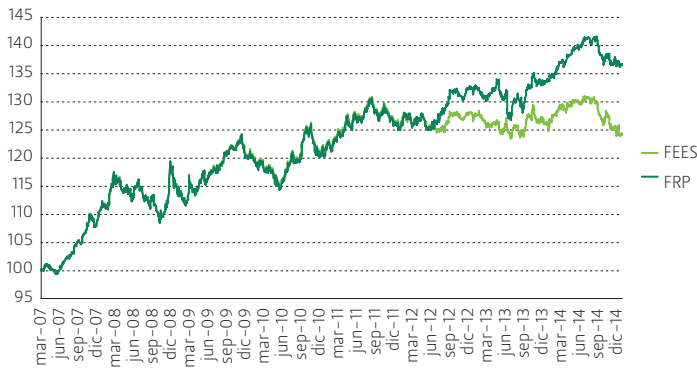
13 Esto significa que la cartera del administrador generó en promedio menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el periodo completo 2007 – 2014.

14 Sin considerar el periodo de "waiver" (durante el cual se formó la cartera de inversiones) tanto para el caso de FEES como el caso de FRP.

El *Gráfico 19* 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 124,1 a fines de 2014, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 136,0 durante el mismo período. En el gráfico es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012 cuando se modificó la política de inversión del FRP.

**GRÁFICO 19**

Índice de rentabilidad acumulada en dólares del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, abril 2007 - diciembre 2014  
(31 de marzo 2007 = 100)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile



# CAPÍTULO 3

## Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

## A. Revisión de las pautas de inversión del FEES y FRP

A partir de sugerencias tanto de los administradores externos de los fondos como del BCCh, el Comité Financiero analizó una serie de posibles modificaciones a las directrices de inversión del FEES y del FRP, con el fin de otorgar mayor flexibilidad a los administradores a la hora de invertir los recursos de los fondos. Dentro de los cambios aprobados destacan:

Para ambos fondos:

- Se recomendó bajar desde AA- a A- la clasificación de riesgo mínima exigida a contrapartes bancarias elegibles para transacciones *forwards* y *swaps*.

Para el caso del portafolio de renta fija del FRP administrado por el BCCh<sup>15</sup>:

- Se acordó modificar los límites por entidad bancaria de la siguiente forma: se podrá invertir hasta un 1% del valor de mercado del portafolio gestionado por el BCCh en emisores con *rating* mínimo de AA- y hasta un 0,5% del portafolio gestionado por el BCCh en emisores con *rating* mínimo de A-. Este límite se aplicaría a la exposición agregada del efectivo depositado en un banco y a transacciones *forward* y *swap* con la misma entidad.
- Se aprobó la incorporación de depósitos a plazo con límite máximo de 15 días dentro de los instrumentos elegibles para efectivo en moneda extranjera.

## B. Monitoreo de los administradores de los fondos soberanos

Durante el último trimestre de 2014 el Comité Financiero recibió en las dependencias del Ministerio de Hacienda a las delegaciones de los administradores externos y BCCh, quienes presentaron sus equipos y procesos de inversión, desempeño de sus portafolios, análisis de atribución de sus resultados, entre otros aspectos asociados a la inversión de los fondos soberanos<sup>16</sup>. Las presentaciones de los administradores externos al Comité se enmarcan como parte de las actividades que fueron traspasadas desde el BCCh al Ministerio a partir del 1 enero de 2014<sup>17</sup>.

Por otra parte, el Comité Financiero analizó y concordó con el Ministerio de Hacienda las pautas generales que utilizará para seleccionar nuevos administradores externos para ambos fondos, para el monitoreo efectivo de los administradores ya contratados y la identificación de áreas críticas, entre otras materias. Dichas pautas, de carácter interno, fueron trabajadas en conjunto con el Comité desde fines de 2013. Adicionalmente, el Comité acordó dar inicio al proceso de contratación de un Consultor Internacional que apoye al Ministerio de Hacienda en los aspectos relativos al monitoreo continuo y selección de los administradores de los fondos<sup>18</sup>. Dicho proceso de contratación se llevará a cabo durante el año 2015.

---

15 Si bien la evaluación de estos cambios se realizó durante el 2014, la decisión final de aprobarlas fue tomada en la sesión del Comité Financiero del 5 de enero de 2015.

16 Mellon Capital Management Corporation realizó su presentación al Comité Financiero el 5 de enero de 2015.

17 Para más información ver Informe Anual Fondos Soberanos 2013 preparado por el Ministerio de Hacienda disponible en [www.hacienda.cl/fondos-soberanos/informe-anual.html](http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/informe-anual.html).

18 La decisión final fue tomada en la sesión del Comité Financiero del 5 de enero de 2015.

### C. Estudio política de inversión del FRP

Teniendo en cuenta que la política de inversión actual del FRP fue definida en 2008, que su composición estratégica de activos, recomendada por el Comité, era considerada como transitoria, y que las mejores prácticas sugieren re-evaluarla en forma periódica, el Ministerio de Hacienda decidió encargar un estudio de la política de inversión a un Consultor internacional en 2015. Para lo anterior, el Ministerio solicitó al Comité analizar un borrador de los Términos de Referencia del estudio de manera de acordar el alcance de las actividades a realizar por el Consultor. El Comité recomendó que el Consultor propusiese una política de inversión para el FRP que sea coherente con los objetivos de inversión que defina el Ministerio de Hacienda, los cuales deben ser a su vez coherentes con los objetivos para los cuales el fondo fue creado. Adicionalmente, recomendó que el estudio se realice desde una perspectiva de *asset/liability management* y recomendó realizar la revisión de las de las mejores prácticas de gobernabilidad, sugerida en el borrador de los Términos de Referencia, en un estudio aparte, teniendo en cuenta que es muy difícil que un Consultor tenga el conocimiento para evaluar ambas dimensiones. Adicionalmente, se acordó esperar las conclusiones del estudio encargado a la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones, de manera de contemplar las implicancias que estas podrían tener en los pasivos contingentes del FRP antes de iniciar el estudio de la política de inversión de dicho fondo.





## ANEXO RESUMEN DE REUNIONES EN 2014

### Reunión 1 :

 13 DE ENERO

En la primera sesión del año el Comité revisó diversos aspectos relativos al monitoreo de los administradores de los fondos, analizando las pautas generales presentadas por el Ministerio de Hacienda abocadas a la evaluación de la gestión de los actuales administradores de los fondos, los procesos de selección de eventuales nuevos administradores, entre otras materias. Adicionalmente, teniendo en cuenta las restricciones que enfrentaban algunos administradores debido al limitado número de contrapartes elegibles y que el riesgo crediticio de los fondos no aumentaría significativamente, el Comité recomendó bajar desde AA- a A- la clasificación de riesgo mínima exigida a contrapartes bancarias elegibles para transacciones de *forwards* y *swaps* en las directrices de inversión vigentes. También se analizó en términos generales el contenido del informe anual de 2013.

### Reunión 2 :

 5 DE MARZO

El Comité revisó el informe final y las conclusiones del estudio sobre la sustentabilidad del FRP que había sido encargado por Dipres durante 2013. El Comité concluyó que el estudio realizado era muy útil para entender la dinámica del fondo, sin embargo, algunos miembros manifestaron que las proyecciones realizadas se basaron en supuestos demasiado optimistas. Sin perjuicio de lo anterior, el Comité agradeció la labor realizada por el equipo consultor, reconociendo la rigurosidad del trabajo y modelo desarrollado. Adicionalmente, se discutió el estado de avance del Informe Anual del Comité Financiero 2013. Por otra parte, el entonces Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, asistió a parte de la sesión para agradecer el trabajo realizado por los miembros del Comité a lo largo de su gestión, felicitó la nominación del nuevo Presidente del Comité, Arturo Cifuentes, y dio la bienvenida al nuevo miembro, Rodrigo Valdés. Con motivo de su renuncia, en esta oportunidad el Comité también agradeció la muy buena labor realizada por Leticia Cevalador, Asesor Jurídico del Área de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda, quien estuvo muy involucrada en los aspectos legales de los Fondos Soberanos desde su creación.

### Reunión 3 :

 10 DE SEPTIEMBRE

En esta ocasión, el nuevo Ministro de Hacienda, Alberto Arenas, asistió a parte de la reunión para dar la bienvenida a los miembros del Comité que se reunieron por primera vez desde que asumió esta administración. Específicamente, el Ministro agradeció a José De Gregorio, nuevo Presidente del Comité, Jaime Casassus e Igal Magendzo, los nuevos integrantes del Comité, así como a Cristián Eyzaguirre, Vicepresidente, Martín Costabal y Eduardo Walker, quienes ya formaban parte del Comité. En vista de la renovación de la mitad de los miembros del Comité, el Ministerio de Hacienda presentó las principales características de las políticas de inversión de los fondos y de

su administración. Se analizaron sus objetivos y pautas de inversión, además de los roles, responsabilidades y costos de las entidades involucradas en su gestión. También se analizaron los principales resultados de los fondos a fines de agosto y las características más relevantes de la composición de sus portafolios. Por otra parte, el Comité discutió sobre el plan de trabajo para las siguientes reuniones. En esta oportunidad, el Comité agradeció el trabajo y compromiso de Arturo Cifuentes (Presidente anterior), Eric Parrado y Rodrigo Valdés, quienes dejaron de ser miembros del Comité.

#### Reunión 4 :

 7 DE NOVIEMBRE

En esta oportunidad el Comité recibió a una delegación del Banco Central de Chile liderada por Beltrán de Ramón, Gerente de la División Operaciones Financieras, quien expuso sobre la estructura organizacional del Banco asociada a la gestión de los fondos, detalló sus procesos de inversión, la composición de sus portafolios y su desempeño en los años 2013 y 2014, y también sugirió algunas modificaciones a las pautas de inversión. Los miembros del Comité agradecieron la presentación del Banco Central, manifestaron su satisfacción con la gestión realizada por dicha entidad e intercambiaron opiniones acerca de sus propuestas y solicitaron antecedentes adicionales para analizarlas en una próxima reunión. Adicionalmente, el Comité evaluó la sugerencia de un administrador externo para permitir la inversión en Initial Public Offerings en los portafolios accionarios pero decidió no aprobarla debido a que, en su opinión, se alejaba de la estrategia pasiva deseada para los fondos. El Comité también recomendó no permitir la inversión en depósitos en dólares en bancos locales en el FEES, alternativa que había considerada en el pasado. Por otro lado, el Comité debatió sobre los objetivos y estructura que debería seguir el estudio de la política de inversión del FRP que el Ministerio desea realizar durante el año 2015. Al final de la reunión se incorporó el Ministro de Hacienda, Alberto Arenas de Mesa, quien entregó sus impresiones sobre los distintos tópicos cubiertos en la reunión.

#### Reunión 5 :

 10 DE DICIEMBRE

El Comité recibió a las delegaciones de Rogge Global Partners y BlackRock. Ambas entidades presentaron una actualización de las principales características de sus firmas y equipos de inversión, revisaron en detalle sus estrategias de inversión, y exhibieron los desempeños de las carteras que gestionan, junto con análisis de atribuciones de resultados y proporcionaron su visión acerca de los principales mercados donde se invierten los fondos. El Comité agradeció las presentaciones realizadas y manifestó su satisfacción con la gestión realizada por dichas entidades.

## 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"*, Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > García M., García P. y Piedrabuena B. (2005). *"Fiscal and Monetary Policy Rules: The Recent Chilean Experience"*, Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- > 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.
- > Mercer Investment Consulting, Inc (2008). *"Strategic Asset Allocation Analysis"*, Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). *"Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile"*, Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Schmidt-Hebbel K. (2012). *"Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway "*, documento preparado para la conferencia "Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World", Kuwait.
- > Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). *"El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009"*, Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Velasco A. y E. Parrado (2012). *"The Political Economy of Fiscal Policy: the Experience of Chile (95-133)"*, Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.
- > Walker E. (2011). *"Un asset allocation para el FEES"*, Estudio realizado a petición del Ministerio de Hacienda.

## Glosario

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

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

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

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

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

**Bonos 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 (CDS)** — Instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

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

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

**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%.

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

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

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

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

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

**Renta variable** — Acciones.

**Riesgo** — la posibilidad de sufrir pérdidas financieras;

la variabilidad del retorno de una inversión.

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

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

**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.

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

**VIX (Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index)** — índice de volatilidad que refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad en los próximos 30 días. Se mide en base a un índice de opciones del S&P500

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



Diseño:  
Luis E. Silva

Edición:  
Departamento de Comunicaciones Ministerio de Hacienda

Edición de 250 ejemplares  
© Todos los derechos reservados

