

20

Informe Anual  
Comité Financiero

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

21

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del  
Ministerio de Hacienda para el año 2021.

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

Abril de 2022, Santiago, Chile  
Todos los derechos reservados

20

**Informe Anual  
Comité Financiero**

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

21

# 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>25</b>
A. Análisis de la economía internacional	26
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	36
C. Rentabilidad	37
<b>Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero</b>	<b>40</b>
A. Estudio de la política de inversión del FEES	41
B. Modificaciones a la política de inversión del FEES	43
C. Análisis de costos de transacción	43
D. Inversión responsable	44
E. Monitoreo de los administradores externos	44
Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero	45
Anexo 2: Resumen de reuniones en 2021	46
Referencias bibliográficas	48
Glosario	49

# Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado en el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero, y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el décimo quinto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2021.

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 2021 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 9.930 millones, correspondiendo US\$ 2.457 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 7.473 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -4,92% para el FEES y de 3,27% para el FRP<sup>1</sup>, mientras que en pesos fue de 13,66% y 23,45%, respectivamente. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 96,3% en letras y bonos soberanos y 3,7% en bonos soberanos indizados a inflación. Con respecto al FRP, la composición estratégica de activos era de 34,0% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 8,0% en bonos soberanos indizados a la inflación, 6,0% en MBS de agencias de EE.UU., 13,0% en bonos corporativos, 8,0% en bonos de alto rendimiento y 31,0% en acciones.

---

1 La rentabilidad o retorno informado en el reporte usa la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (TWR por su sigla en inglés), a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para períodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta. Para períodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el período indicado. Rentabilidad neta se refiere a que descuenta el costo asociado a la administración de las carteras de inversión.

# Integrantes del Comité Financiero



## **Presidente Juan Andrés Fontaine**

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



## **Vicepresidenta Macarena Pérez Ojeda**

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



## **Consejero Ricardo Budinich Diez**

Ingeniero Civil Industrial de la Universidad de Chile, Bachiller en Ciencias de la Ingeniería mención Industrial de la Universidad de Chile y Diplomado en Gobierno Corporativo de la Universidad Católica. Actualmente es director de empresas y miembro de varios comités de vigilancia de fondos de inversión en capital privado extranjeros, deuda global, accionarios small - mid cap e inmobiliarios. Ha sido Gerente de Administración y Finanzas de Copec SA, Director de Sonacol SA y varias otras sociedades filiales de la misma compañía, Gerente Corporativo de Finanzas de Casaideas y asesor de su Directorio y miembro del consejo consultivo de la Fundación Copec UC., miembro del Comité de Inversiones de la Compañía de Seguros Cruz del Sur, profesor auxiliar de la Universidad de Chile, y ha ocupado diversos cargos gerenciales en empresas del sector financiero. Se incorporó al Comité en septiembre de 2016.





**Consejero Nicolás Eyzaguirre Guzmán**

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



**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 Mauricio Villena Chamorro**

Doctor (Ph.D.), Máster (M.Phil.), Selwyn College, de la Universidad de Cambridge, Inglaterra, y Máster (M.A.), Leeds University Business School, de la Universidad de Leeds, Inglaterra. Ingeniero Civil Industrial de profesión. Actualmente es Decano y Profesor en Economía Empresarial en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad Diego Portales de Chile. Se ha desempeñado como Subdirector y Jefe del Departamento de Estudios de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. También fue miembro del Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre del Ministerio de Hacienda de Chile. Además, se ha desempeñado como Profesor Titular en Economía de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez y ocupó en dicha Universidad los cargos de Decano Interino, Vice Decano, Vice Decano de Postgrados e Investigación, Director de Investigación y Director del Programa de Doctorado en Management y Director de Pregrado (Ingeniería Comercial) de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.

# 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>2</sup>.

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado<sup>3</sup>, que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y tener la posibilidad de utilizar esos ahorros en períodos de debilidad cíclica. Como consecuencia, la regla fiscal a su vez tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y mejora el acceso al financiamiento del sector público y privado.

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

A fin de asegurar la 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 según se detalla a continuación.

### Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los fondos soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso del 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 y el cobre. Adicionalmente, los recursos del FEES pueden ser utilizados para financiar al 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 la *Figura 1*, están establecidas por ley<sup>4</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 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). Cabe señalar que, en el marco de la emergencia sanitaria actual, la Ley N° 21.225, que estableció medidas para apoyar a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad COVID-19, en su artículo cuarto suspende los aportes al FRP en los años 2020 y 2021.

---

2 Decreto 253 de 2020, que modifica el decreto N° 743, de 2018, del Ministerio de Hacienda, que establece las bases de la política fiscal de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1° de la ley N° 20.128 sobre responsabilidad fiscal.

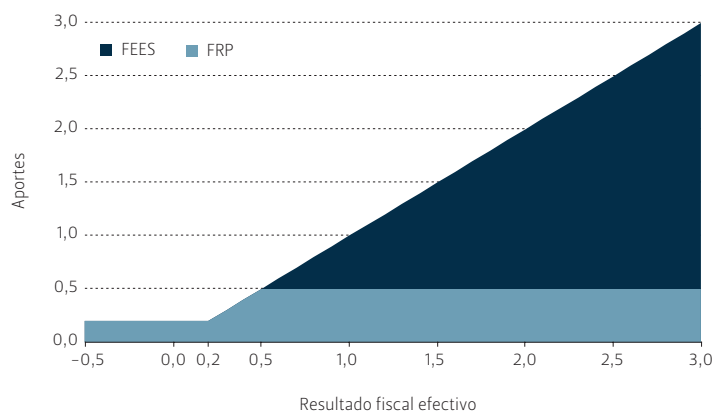
3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001);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

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 al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo<sup>5</sup>. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

**FIGURA 1**

Regla de acumulación de los fondos  
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

## Reglas de uso

A partir de 2016 los recursos del FRP pueden 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 puede 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<sup>6</sup>.

Sin embargo, en el marco de la pandemia, la Ley N° 21.227, que faculta el acceso a prestaciones del seguro de desempleo de la Ley N° 19.728, en circunstancias excepcionales, estableció en su artículo 19 que, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo octavo de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el monto de los recursos que se retirarán del FRP durante los años 2020 y 2021 corresponderán a la totalidad de la diferencia producida entre el gasto total de cada año por concepto del pago de las obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto en el año 2008, ajustado por inflación.

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.

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.

6 Hasta 2016 se podía girar desde el FRP una cantidad equivalente a la rentabilidad que había tenido el fondo el año anterior.

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.

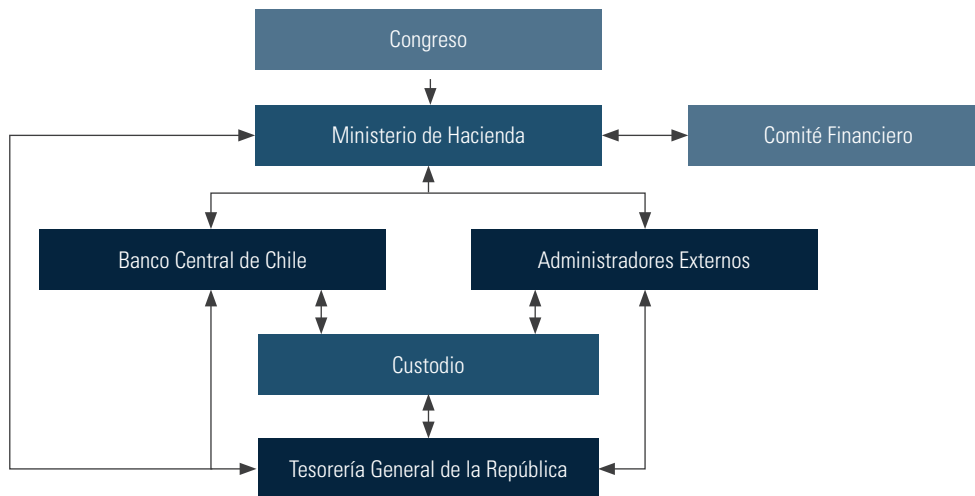
Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (Ministerio o MdH).

## C. Institucionalidad

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

**FIGURA 2**

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

### Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General de la República (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”), modificado por el Decreto N° 1.618 de 2012, designó al Banco Central de Chile (BCCh) como agente fiscal para: i) administrar los portafolios que estén constituidos por instrumentos elegibles para las Reservas Internacionales; ii) delegar la gestión de dichos portafolios a administradores externos; iii) seleccionar administradores externos; y iv) gestionar al custodio; entre otras responsabilidades. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices impartidas por el Ministro de Hacienda.

## Administradores Externos

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

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

En el *Cuadro 1* se presentan los administradores externos que se tenían contratados al cierre de 2021.

### CUADRO 1

Administradores externos de los fondos soberanos al 31 de diciembre de 2021.

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Cabe señalar que, a partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2020, el BCCh contrató a UBS y Credit Suisse como administradores para la gestión de la cartera de renta fija corporativa en el FRP, y a UBS y Mellon para la administración del portafolio de acciones en el mismo fondo.

Posteriormente, teniendo en cuenta que el mandato de acciones del FEES es idéntico al del FRP, pero de un tamaño mucho menor, el Ministerio, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, instruyó al BCCh para que selec-

cionara a una de las dos empresas que fueron elegidas en el FRP para que gestionara dicha cartera en el FEES. Así, el BCCh seleccionó a UBS debido a su mejor propuesta económica.

Todos los administradores seleccionados en 2020 comenzaron a gestionar sus portafolios el 1 de diciembre del mismo año<sup>7</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante mencionar que, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el 1 de octubre de 2021 se dejó de invertir en acciones en el FEES por lo que a partir esa fecha dicho fondo es administrado en su totalidad por el BCCh.

## 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 Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2021.

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

---

7 A partir de los resultados de este proceso de selección, el 30 de noviembre de 2020 BlackRock y Allianz dejaron de gestionar los portafolios de bonos corporativos en el FRP, y BlackRock el portafolio de acciones del mismo fondo. Asimismo, en la misma fecha BlackRock y Mellon dejaron de gestionar el portafolio de acciones del FEES. Para mayor información acerca de la selección de administradores externos en 2020 ver la Sección C, Capítulo 3, del Informe Anual Comité Financiero 2020.

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>8</sup>.

#### **RECUADRO 1: Comparador referencial o *benchmark***

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

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

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

## **D. Política de inversión**

### **Fondo de Estabilización Económica y Social**

A continuación, se presentan los principales elementos de la política de inversión del FEES.

**Objetivos de inversión:** En concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo manteniendo un grado de liquidez que permita cubrir 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.

---

<sup>8</sup> <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos>.



**Composición estratégica de activos:** La política de inversión considera una composición estratégica de activos de 96,3% en letras y bonos soberanos y 3,7% en bonos soberanos indexados a inflación. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 43,1% en USD, 27,1% en EUR, 21,6% en JPY y 8,2% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total<sup>9</sup>.

**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 (véase Cuadro 2).

## CUADRO 2

Comparadores referenciales FEES  
(porcentaje del portafolio)

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Letras del tesoro y bonos soberanos	1.1. Letras del tesoro	11,9	ICE BofA US Treasury Bill Index
		14,2	ICE BofA Germany Treasury Bill Index
		10,8	ICE BofA Japan Treasury Bill Index
		<b>36,9</b>	<b>Subtotal letras del tesoro</b>
	1.2. Bonos soberanos	28,6	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: U.S. 7-10 Yrs
		11,8	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Germany 7-10 Yrs
		10,8	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Japan 7-10 Yrs
		8,2	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Switzerland 5-10 Yrs
		<b>59,4</b>	<b>Subtotal bonos soberanos</b>
		<b>96,3</b>	<b>Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos</b>
2. Bonos soberanos indexados a inflación	2,6	Bloomberg Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs	
	1,1	Bloomberg Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs	
	<b>3,7</b>	<b>Subtotal bonos soberanos indexados a inflación</b>	

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

**Administración:** El FEES es administrado en su totalidad por el BCCh.

**Límite de tracking error ex ante<sup>10</sup>:** Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de renta fija.

**Monedas y emisores elegibles:** Solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de las letras del tesoro, los emisores elegibles son los EE.UU., Alemania y Japón, para los bonos soberanos, EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, y, para los bonos indexados a inflación, EE.UU. y Alemania. Además, se consideran como emisores elegibles las entidades supranacionales, agencias y entidades con garantía estatal ex-

<sup>9</sup> El 1 de octubre de 2021 se eliminaron de la política de inversión los depósitos bancarios y las acciones. Para más información acerca de esta modificación ver Capítulo 3, Sección B.

<sup>10</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.

plícita de acuerdo a los criterios de elegibilidad que utiliza el BCCh para la inversión de sus Reservas Internacionales y de acuerdo a los límites que se establecen en las pautas de inversión.

**Apalancamiento y uso de derivados:** En el fondo no se permite el apalancamiento<sup>11</sup>. Respecto al uso de derivados, se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. El monto notional total no puede exceder al 4% del portafolio de renta fija.

**Política de rebalanceo:** La política de rebalanceo será revisada durante 2022 tomando en cuenta la eliminación de acciones y depósitos bancarios en la composición estratégica de activos que tuvo lugar durante 2021 y el estudio de la política de inversión que podría modificar la composición estratégica de activos<sup>12</sup>. Cabe destacar que cada vez que se hace un retiro o aporte se converge a la composición estratégica de activos definida para el fondo.

**Pautas de inversión:** En las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio<sup>13</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.

## Fondo de Reserva de Pensiones

En 2020 se modificó la política de inversión del FRP, aprobada por el Ministro de Hacienda a fines de 2017, teniendo en cuenta el impacto que algunas reformas legales tuvieron su tamaño debido al aumento de los desembolsos en 2020 y 2021, y la suspensión de los aportes esos mismos años. Estas reformas fueron aprobadas por el Congreso como parte de la agenda social implementada a fines de 2019 y para apoyar el financiamiento del gasto fiscal durante la pandemia en 2020 y 2021 (véase *Recuadro 2*)<sup>14</sup>.

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero y teniendo en cuenta los importantes desembolsos esperados a partir de las reformas antes señaladas, en 2020 el Ministerio de Hacienda dividió el fondo en dos portafolios de inversión: el Portafolio de Inversión de Corto Plazo (PICP) y el Portafolio de Inversión de Largo Plazo (PILP)<sup>15</sup>.

Las principales características de sus políticas de inversión se describen a continuación:

### Portafolio de Inversión de Corto Plazo<sup>16</sup>

**Objetivo de inversión:** El principal objetivo de inversión es tener exposición a instrumentos altamente líquidos, preservando el valor de los recursos invertidos, dentro de los estándares de riesgo señalados en las pautas de inversión.

---

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

12 Para más información ver Capítulo 3, Secciones A y B.

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

14 Al cierre de 2021 se estaba discutiendo en el Congreso la Pensión Garantizada Universal que podría modificar las reglas de aportes y retiros que se establecen para el FRP en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

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

16 A partir del 8 de junio de 2021 el PICP no tiene saldo ya que sus recursos fueron utilizados para financiar la mayor parte de los retiros realizados desde el FRP en el año.

## RECUADRO 2: Reformas legales de 2019 y 2020 que han impactado en el FRP

Entre 2019 y 2020 se promulgaron una serie de reformas legales que impactan en la evolución futura del FRP. Estas son:

- La ley corta al Sistema de Pensiones Solidarias, promulgada en diciembre de 2019, aumentó en 50% la Pensión Básica Solidaria (PBS) y la Pensión Máxima con Aporte Solidario (PMAS), definidos en los artículos séptimo y décimo tercero de la Ley N° 20.255. Adicionalmente, unificó la regla de cálculo del Aporte Previsional Solidario (APS) de vejez para los nuevos beneficiarios; creó una nueva regla de usos de los fondos de las cuentas de capitalización para el financiamiento del APS, usando los fondos individuales primero; e incorporó un beneficio para quienes tienen una Pensión Autofinanciada de Referencia (PAFE) más alta que la PMAS, pero que eventualmente su retiro programado cae por debajo del valor de la PBS.
- En el marco de la emergencia sanitaria, la Ley N° 21.225, promulgada en marzo de 2020, que estableció medidas para apoyar a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad COVID-19, en su artículo cuarto suspende los aportes al FRP en los años 2020 y 2021.
- La Ley N° 21.227, promulgada en abril de 2020, que faculta el acceso a prestaciones del seguro de desempleo de la Ley N° 19.728, en circunstancias excepcionales, estableció en su artículo décimo noveno que, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo octavo de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el monto de los recursos que se retirarán del FRP durante los años 2020 y 2021 corresponderán a la totalidad de la diferencia producida entre el gasto total de cada año por concepto del pago de las obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto en el año 2008, ajustado por inflación.

**Composición estratégica de activos:** La composición de cartera es de 93% en letras del tesoro de los EE.UU., y 7% en bonos del tesoro de los EE.UU.

**Comparadores referenciales (o 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 (véase Cuadro 3).

### CUADRO 3

Comparadores referenciales - PICP  
(porcentaje del PICP)

Clase de Activos	Porcentaje del PICP	Comparadores referenciales
Letras soberanas	93	ICE BofA US Treasury Bill Index
Bonos soberanos	7	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: U.S. 1- 3 Yrs

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

**Administración:** La totalidad del PICP es administrado por el BCCh.

**Duración referencial:** La desviación de la duración efectiva del portafolio total en relación al comparador referencial no puede superar +/- 0,5 años.

**Monedas, emisores e instrumentos elegibles:** Son elegibles sólo las monedas y emisores que forman parte del comparador referencial correspondiente. Los instrumentos elegibles son principalmente los incluidos en el comparador referencial y aquellos que deberían incorporarse a este último al mes siguiente.

**Apalancamiento y uso de derivados:** En el PICP no se permite el apalancamiento ni el uso de derivados.

### Portafolio de Inversión de Largo Plazo

**Objetivos de inversión:** Obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%<sup>17</sup>.

**Composición estratégica de activos:** La composición de cartera es de 31% en acciones, 34% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 6% en MBS de agencias de EE.UU., y 8% en bonos soberanos indizados a inflación<sup>18</sup>. Cabe señalar que a diferencia del FEES, en que existe una asignación fija a las monedas en que se invierte, en el caso del FRP la composición de monedas es el resultado de la participación de cada una en los comparadores referenciales (véase *Recuadro 3*).

---

17 Este objetivo corresponde al definido en la política de inversión que fue aprobada por el Ministro de Hacienda a fines de 2017 pero será revisado durante 2022 teniendo en cuenta la decisión del Ministro de Hacienda de parar la convergencia a la composición estratégica de activos de dicha política (para más información ver Sección B, Capítulo 3, Informe Anual Comité Financiero 2020).

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

### RECUADRO 3: Composición de monedas en el FEES y FRP

En el FEES se ha definido una composición de monedas para el portafolio de renta fija que se ha mantenido estable desde agosto de 2013, oportunidad en que se modificó la política de inversión a partir de las recomendaciones del Comité Financiero. Cabe señalar que, a partir de octubre de 2021, el fondo se invierte solamente en renta fija<sup>1</sup>. En el Cuadro R3.1 es posible observar que el FEES se invierte principalmente en monedas que son consideradas de reserva que tienen a apreciarse cuando existe una crisis internacional que podría gatillar un retiro desde el fondo. También es posible notar que la composición de monedas del FEES es similar a la de su comparador referencial, lo que es coherente con una administración pasiva.

#### CUADRO R3.1

Composición de monedas en el FEES al 31 de diciembre de 2021  
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FEES	Comparador Referencial
USD	43,1	43,1
EUR	27,1	27,1
JPY	21,6	21,6
CHF	8,2	8,2
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile.

Por su parte, el FRP tiene una composición de monedas que resulta de la importancia relativa de cada una de ellas en los distintos comparadores referenciales que se utilizan en el fondo. En el Cuadro R3.2 se presenta la composición de monedas del FRP al cierre del año 2021. Es posible observar que el número de monedas es mucho mayor que en el FEES debido al uso de índices globales en casi todas las clases de activo<sup>2</sup>. Además, el portafolio del FRP se encuentra bastante alineado con la composición de monedas del comparador referencial<sup>3</sup>, lo que también es coherente con el énfasis pasivo que se tiene en casi todas las clases de activo.

- 1 Entre agosto de 2013 y septiembre de 2020 una pequeña parte del FEES se invertía en acciones cuya composición de monedas dependía de la importancia relativa de la moneda de cada acción que era parte de dicho portafolio. Específicamente, desde mediados de agosto de 2013 se invirtió 7,5% del FEES en acciones, posteriormente, a partir de abril de 2020, 5% y, a partir del 1 de octubre del mismo año, 0%.
- 2 Los MBS de agencias de EE.UU. es la única clase de activo en el FRP en que se invierte solamente en dólares.
- 3 Las diferencias que se aprecian entre el FRP y el comparador referencial en USD se debe a que en Acciones se utilizan ETFs para algunos mercados restringidos en que se ha decidido no invertir localmente debido a su costo operativo o mayor complejidad (por ejemplo, Taiwán, India, entre otros). Debido a que esos ETFs se transan en EE.UU., éstos se consideran invertidos en USD, sin embargo, desde el punto de vista del comparador referencial, dichos mercados restringidos se reportan en la categoría "otras" monedas.

**CUADRO R3.2**

Composición de monedas en el FRP al 31 de diciembre de 2021  
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FRP	Comparador Referencial
USD	54,6	52,9
EUR	17,0	17,2
JPY	8,2	8,4
GBP	6,4	6,5
CNY	3,8	4,0
CAD	2,6	2,6
AUD	1,4	1,3
HKD	1,1	1,0
KRW	1,0	1,0
CHF	1,0	0,9
SEK	0,4	0,4
Otras	2,4	3,7
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile.

**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 (véase Cuadro 4).

**CUADRO 4**

Comparadores referenciales - PICP  
(porcentaje del PICP)

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

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

**Administración:** Los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados e indizados a inflación son gestionados directamente por el BCCh, en calidad de agente fiscal. Los portafolios de acciones, bonos corporativos, bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU. son gestionados por administradores externos, todos ellos seleccionados por el BCCh, con apoyo del Ministerio y la firma consultora RVK Inc. (RVK).

**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, 60 puntos base para el de acciones, 50 puntos base para el de bonos corporativos, y 150 puntos base para el de bonos de alto rendimiento. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

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

- MBS de agencias de EE.UU.: Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs<sup>19</sup>.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.
- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

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

- Portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indizados a inflación: Solo se 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 si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Por otra parte, el monto nominal de los contratos *forwards* o *swaps* vigentes no debe exceder, en su conjunto, el 4% del portafolio.
- MBS de agencias de EE.UU.: La exposición a TBAs no debe sobrepasar el 30% del portafolio. Los montos nominales de futuros de tasas de interés en EE.UU. valorizados a precio de mercado y expresados en valor absoluto, no deben exceder el 10% de valor de mercado del portafolio.

---

19 TBA o To Be Announced: Corresponde a *forwards* de MBS.

- Portafolio accionario, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento: Cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros –accionarios o de renta fija según corresponda– con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 3% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

Las pautas de inversión tanto del PICIP y PILP, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio<sup>20</sup>, proporcionan información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

---

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



CAPÍTULO 2

Estado de los  
fondos soberanos

## A. Análisis de la economía internacional

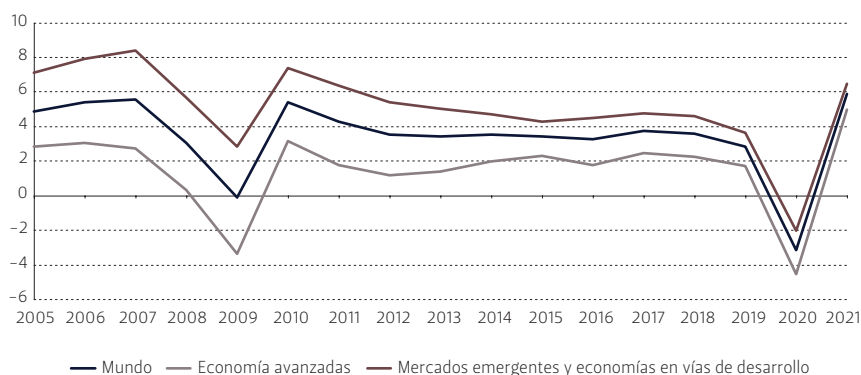
Para un mejor entendimiento del desempeño reciente de los fondos soberanos, en esta sección se resumen los principales acontecimientos de la economía internacional durante el año 2021.

El transcurso del año estuvo marcado por la recuperación económica originada por la reapertura de las distintas economías en el mundo, junto con problemas logísticos en las cadenas de suministro, la crisis energética, la mayor inflación y la aparición de nuevas variantes del COVID-19 que han agregado incertidumbre a la recuperación. En este escenario, según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>21</sup>, la economía mundial creció 5,9% durante el año 2021, frente a una contracción de 3,1% en 2020.

En el agregado y bajo este contexto económico, las economías avanzadas experimentaron un crecimiento de 5,0% en 2021 después de una contracción de 4,5% en el año anterior. Asimismo, las economías emergentes y en vías de desarrollo crecieron 6,5% en 2021, tras una contracción de 2,0% en 2020 (véase *Figura 3*). En las economías avanzadas destaca el crecimiento de Reino Unido y EE.UU., cuya estimación fue de 7,2% y 5,6%, respectivamente (véase *Figura 4*). Por su parte, en las economías emergentes y en vías de desarrollo, destaca el crecimiento de 9,0% experimentado en India (véase *Figura 5*).

**FIGURA 3**

Evolución crecimiento PIB Real, 2005 – 2021  
(en porcentaje)

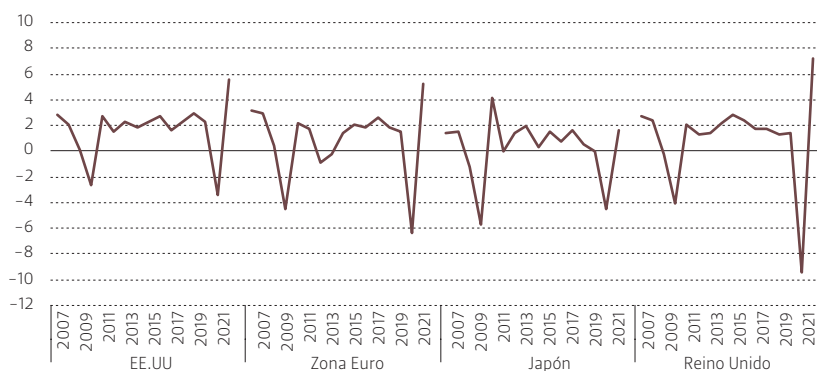


FUENTE: Fondo Monetario Internacional

21 Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos World Economic Outlook de octubre de 2021 del FMI, adicionando su correspondiente actualización de enero 2022.

**FIGURA 4**

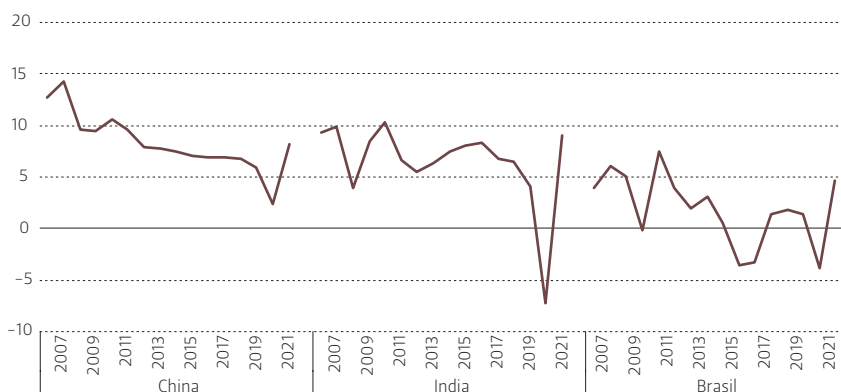
Crecimiento del PIB Real de algunas economías avanzadas, 2006 - 2021  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

**FIGURA 5**

Crecimiento del PIB Real de algunas economías emergentes, 2006 - 2021  
(variación año a año, en porcentaje)



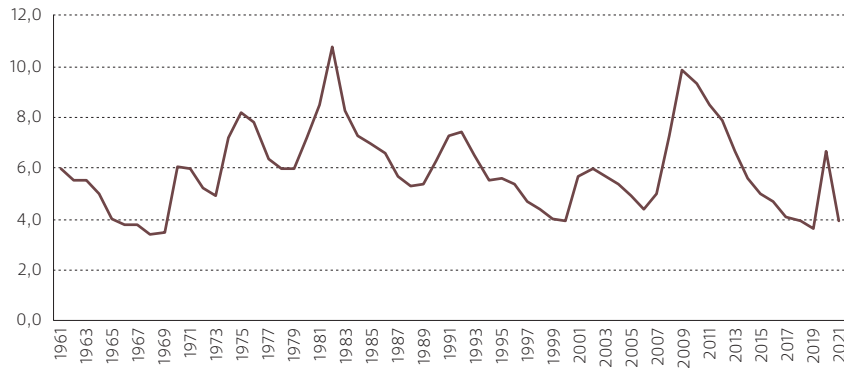
FUENTE: Fondo Monetario Internacional

Respecto a EE.UU., a diciembre de 2021, se observó una tasa de desempleo de 3,9%, lo que representa una disminución de 41,8% respecto a la tasa del año anterior. Sin embargo, el nivel de desempleo terminó el año sobre el nivel de pre pandemia (véase *Figura 6*). En cuanto al salario nominal por hora, al cierre del año, aumentó 4,7% en relación con el año anterior (véase *Figura 7*)<sup>22</sup>. En el caso de la inflación, el índice general de precios terminó el año con una variación de 7,0% respecto a 2020, ubicándose sobre el objetivo de 2% anual de la Reserva Federal (FED); mientras que la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, tuvo una variación de 5,5% en el año (véase *Figura 8*). En un contexto en que la economía mundial y la de EE.UU. intentan recuperarse de la crisis causada por el Covid-19, la FED mantuvo constante la tasa de política monetaria (Federal Funds Rate) en un rango de 0,0% a 0,25%, tras una disminución de 150 puntos básicos en 2020. Por otro lado, en noviembre de 2021, la FED comenzó la retirada de estímulos, reduciendo el ritmo de compra de activos en US\$ 15 mil millones mensuales; y luego en diciembre, anunció que lo reduciría hasta US\$ 30 mil millones.

<sup>22</sup> El bajo crecimiento anual de los salarios en el mes de abril de 2021 se debió principalmente al alto nivel salarial de abril del año anterior. Por su parte, el aumento de los salarios en abril de 2020 se debió a una fuerte caída en el empleo de trabajadores de bajos salarios producto de la pandemia.

**FIGURA 6**

Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1961 - 2021  
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

**FIGURA 7**

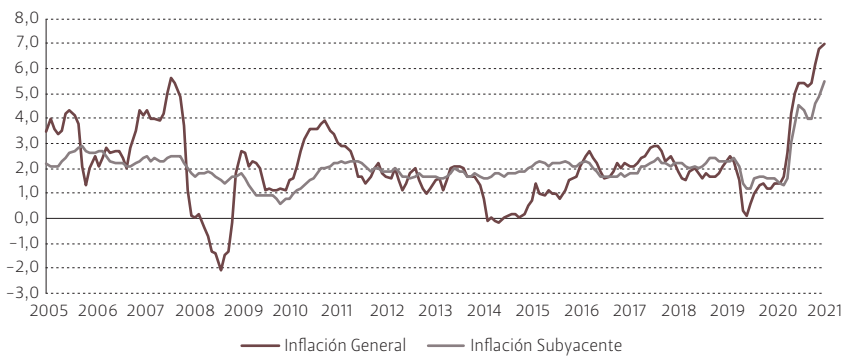
Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2021  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

**FIGURA 8**

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU., 2005 - 2021  
(variación año a año, en porcentaje)

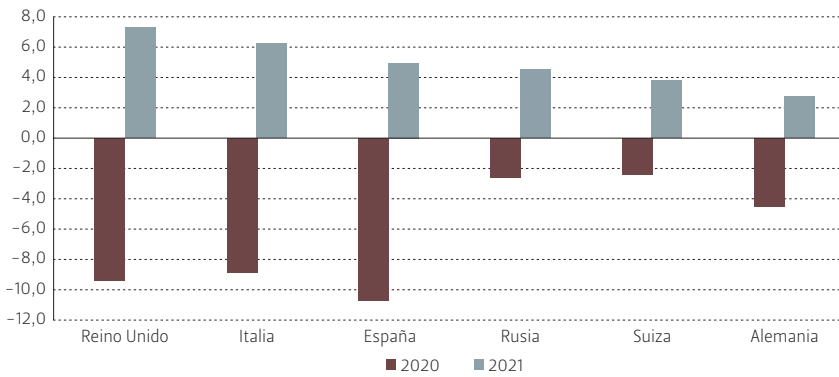


FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro pasó de una contracción anual de 6,4% en 2020 a un crecimiento estimado de 5,2% en 2021, lo que refleja una recuperación económica en los países que integran el bloque. Entre ellos, destacan Reino Unido, Italia y España cuyo aumento en el PIB fue de 7,2%, 6,2% y 4,9%, respectivamente (véase *Figura 9*). Por su parte, la inflación en la Zona Euro terminó el año en 5,0% (véase *Figura 10*). En relación con el nivel de desempleo, éste disminuyó a lo largo del año terminando diciembre en 7,0% (véase *Figura 11*). En este escenario, para enfrentar el impacto de la pandemia en la economía, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP)<sup>23</sup> iniciado en marzo de 2020, y en el mes de diciembre anunció que las compras netas del programa se reducirían durante el primer trimestre de 2022 y que las finalizaría en marzo de ese año. En esta misma instancia el BCE mantuvo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,00 %, 0,25 % y -0,50 %, respectivamente.

**FIGURA 9**

Crecimiento PIB Real de economías seleccionados de Europa en 2021  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

**FIGURA 10**

Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2005 - 2021<sup>24</sup>  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

23 Pandemic Emergency Purchase Programme o PEPP es un programa de compra temporal de activos de valores del sector público y privado.

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

**FIGURA 11**

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2005 - 2021  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Respecto a Japón, éste también experimentó una recuperación en su crecimiento alcanzando 1,6% en 2021. Por su parte, el Banco Central de Japón mantuvo su objetivo de tasa de interés de corto plazo en -0,1% y también su programa de compra de bonos de diez años, con el fin de que las tasas a dicho plazo se mantengan en torno al 0%.

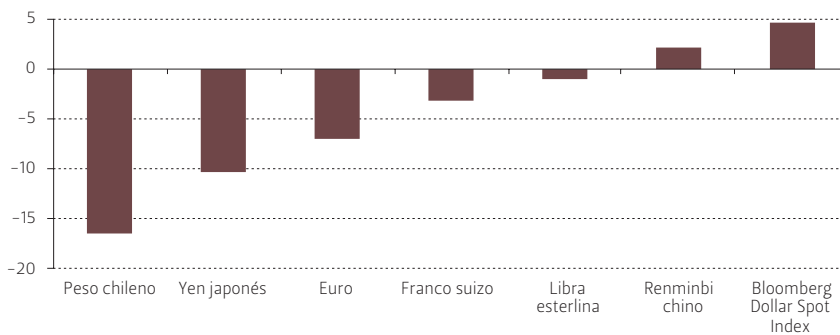
Por su parte, China creció 8,1% durante el año 2021, superando el crecimiento alcanzado en 2020 de 2,3%. El contexto económico chino estuvo marcado por una crisis energética y por una desaceleración en las actividades de construcción tras la crisis crediticia de la empresa inmobiliaria Evergrande. Adicionalmente, el gobierno chino endureció las normas financieras para sus bancos de importancia sistemática, elevando la capacidad de absorción de pérdidas exigido y disminuyendo el índice de apalancamiento permitido. Asimismo, implementó una serie de medidas regulatorias en el área de las tecnologías con el objetivo de proteger la competencia en el mercado. Por otro lado, el Banco Popular de China inyectó liquidez a la economía a través de un programa de préstamos a pequeñas empresas y reduciendo el coeficiente de reservas obligatorias a las instituciones financieras.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se fortaleció respecto de las principales monedas del mundo en 4,7% (véase *Figura 12*)<sup>25</sup>. Entre las principales divisas en que se invierten los fondos soberanos, el yen japonés y el euro fueron las monedas que más se depreciaron (10,3% y 6,9%, respectivamente). Cabe señalar que el peso chileno se depreció 16,5%.

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

**FIGURA 12**

Desempeño de monedas seleccionadas en relación con el dólar durante el año 2021<sup>26</sup>  
(variación año a año, en porcentaje)

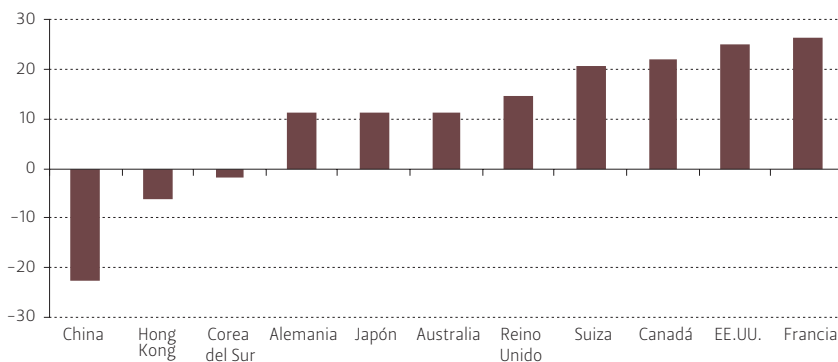


FUENTE: Bloomberg

Durante 2021 se observaron importantes aumentos y caídas en los precios de las acciones. Para la muestra seleccionada (véase Figura 13), los mercados bursátiles tuvieron retornos mixtos. Así, las bolsas con mejor desempeño fueron las de Francia, EE.UU. y Canadá, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de 26,7%, 25,2% y 22,3%, respectivamente. Los índices que tuvieron el peor rendimiento en términos relativos, en moneda de origen, fueron los de China, Hong Kong y Corea del Sur, los cuales fueron de -22,4%, -5,9% y -1,6%, respectivamente.

**FIGURA 13**

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2021  
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



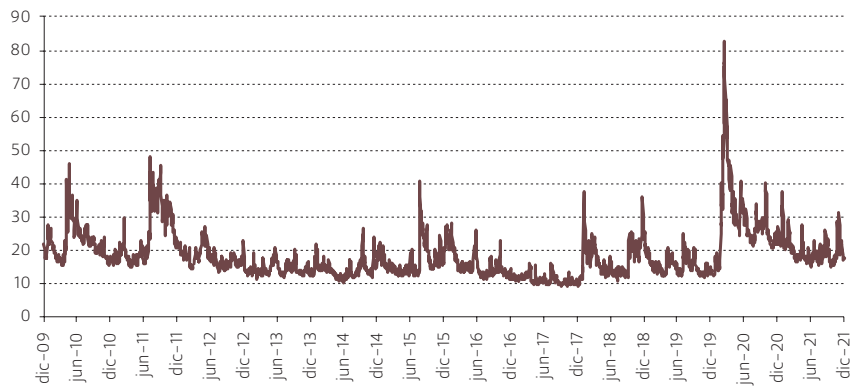
FUENTE: Bloomberg

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX Index), presentó en 2021 un nivel promedio menor que el año anterior, experimentando su máximo en enero con un valor de 37,2. Cabe señalar que el valor promedio del índice en el año 2021 estuvo sobre el valor promedio de los últimos 10 años (véase Figura 14).

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

**FIGURA 14**

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2021  
(en nivel)

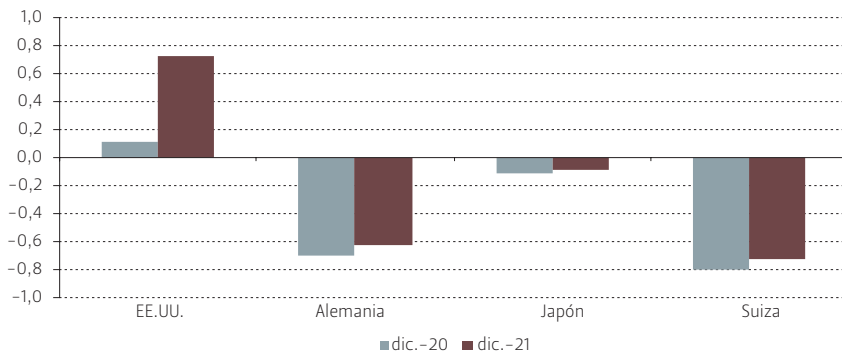


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, las tasas de interés soberanas nominales a 2 y a 10 años habían aumentado en relación con los niveles observados a finales del año anterior en EE.UU., Alemania, Suiza y Japón (véase *Figura 15 y 16*).

**FIGURA 15**

Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2020-2021  
(en porcentaje)

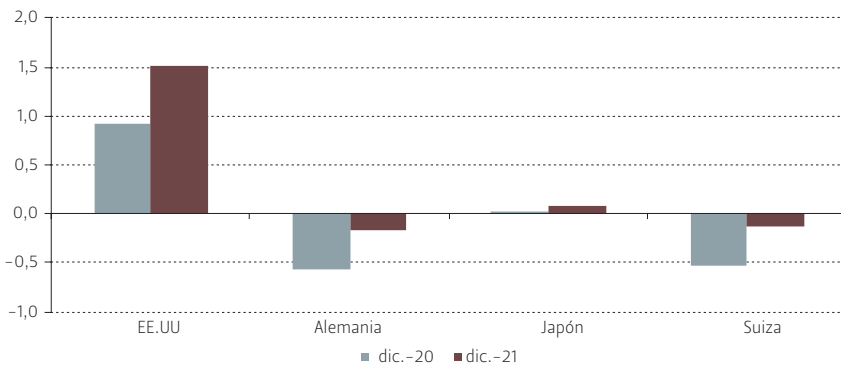


FUENTE: Bloomberg



**FIGURA 16**

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2020-2021  
(en porcentaje)

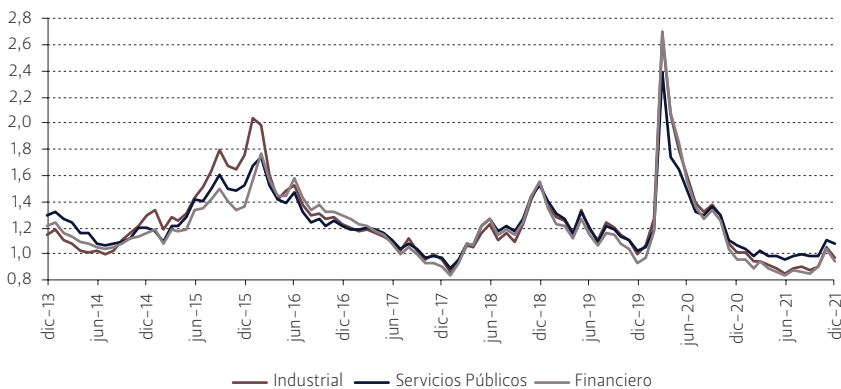


FUENTE: Bloomberg

Con relación al mercado corporativo en 2021, los *spreads* de los sectores industrial, servicios públicos y financiero del índice "Bloomberg Global Aggregate Corporate" alcanzaron máximos anuales en noviembre de 1,0%, 1,1% y 1,0%, respectivamente, sin embargo, finalizaron el año en niveles similares a los del cierre del año anterior (véase *Figura 17*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento experimentaron una leve disminución en sus *spreads* con respecto al año 2020. Esto se puede constatar al observar los *spreads* del índice "Bloomberg Global High Yield" que, a pesar de alcanzar un máximo de 4,4% en noviembre, finalizaron el año en 3,8%, menor al 4,1% del cierre de 2020 (véase *Figura 18*).

**FIGURA 17**

*Spreads* bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013-2021  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

**FIGURA 18**

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013-2021  
(en porcentaje)

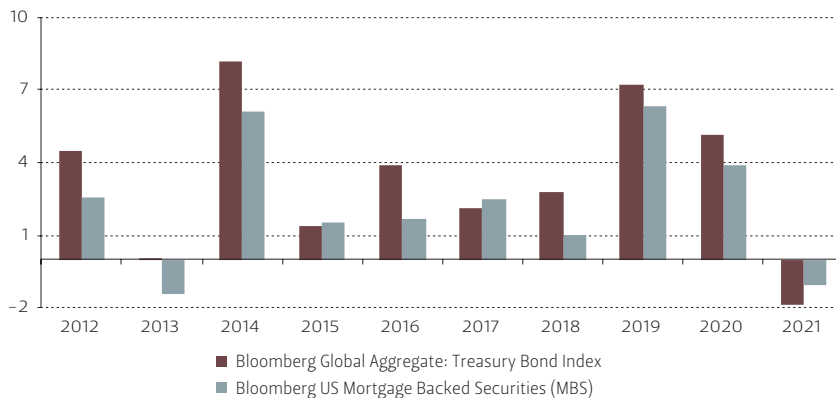


FUENTE: Bloomberg

Durante 2021, los rendimientos de los bonos soberanos con grado de inversión y los MBS de agencias de EE.UU. experimentaron retornos negativos. Así, el “Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)” y el “Bloomberg US Mortgage Backed Securities (MBS)”, cerraron el año con rentabilidades de -1,9% y -1,0%, respectivamente (véase *Figura 19*). Asimismo, los bonos corporativos, con grado de inversión, representados por el índice “Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (hedged)”, cerraron el año con una rentabilidad de -0,8%, mientras que, los bonos de alto rendimiento (soberano y corporativo), representados por el “Bloomberg Global High Yield Index (hedged)”, cerraron el año con una rentabilidad positiva de 2,5% (véase *Figura 20*).

**FIGURA 19**

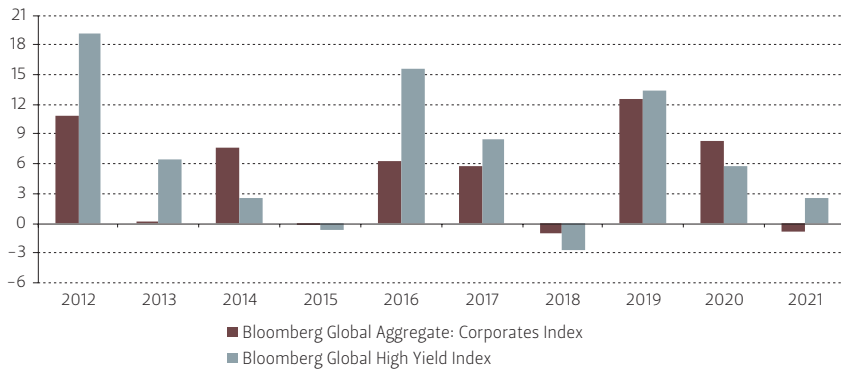
Retornos índices Bloomberg: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (hedged), 2012 - 2021  
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

**FIGURA 20**

Retornos índices Bloomberg Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2012 – 2021  
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

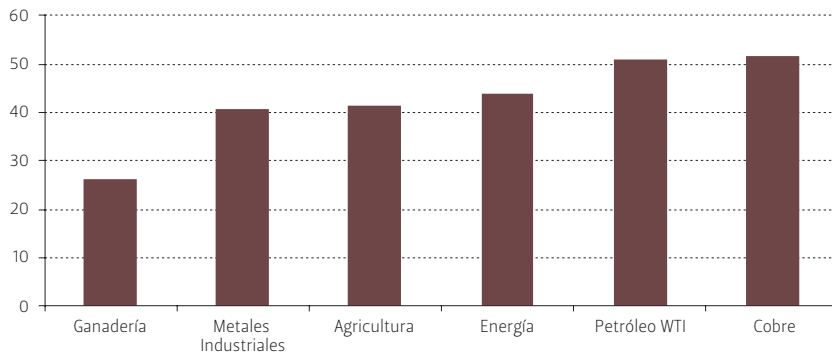


FUENTE: Bloomberg

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2021 versus los de 2020, se observan variaciones positivas en el sector de ganadería, metales industriales, agricultura y energía. También, destaca el aumento de 50,7% y 51,5% en los precios promedio del petróleo y cobre (véase *Figura 21*).

**FIGURA 21**

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2021  
(variación año a año, en porcentaje)



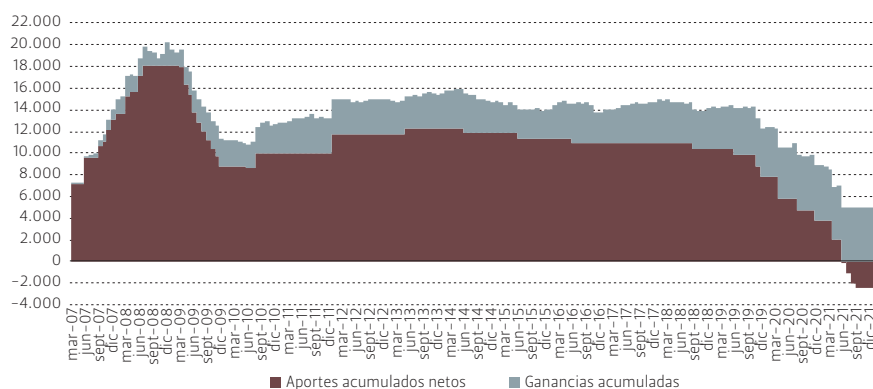
FUENTE: Bloomberg

## B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2021 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 2.457 millones y US\$ 7.473 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 8.955 millones y US\$ 10.157 millones respectivos al término de 2020. La variación negativa en el valor del FEES se debió principalmente a retiros por US\$ 6.197 millones, utilizados para apoyar las necesidades de financiamiento del Fisco debido al deterioro de los ingresos fiscales durante 2021 como consecuencia de la pandemia en 2020 y 2021. Además, el FEES incurrió en pérdidas netas de las inversiones por un valor de US\$ 301 millones (véase *Figura 22*). Durante 2021 no se realizaron aportes al FEES. Por su parte, la variación negativa en el FRP se debió principalmente a retiros por US\$ 2,960 millones lo que fue compensado en parte por las ganancias netas en las inversiones del fondo por US\$ 276 millones (véase *Figura 23*). Según lo mencionado anteriormente, durante 2021 no se realizaron aportes al FRP<sup>27</sup>.

**FIGURA 22**

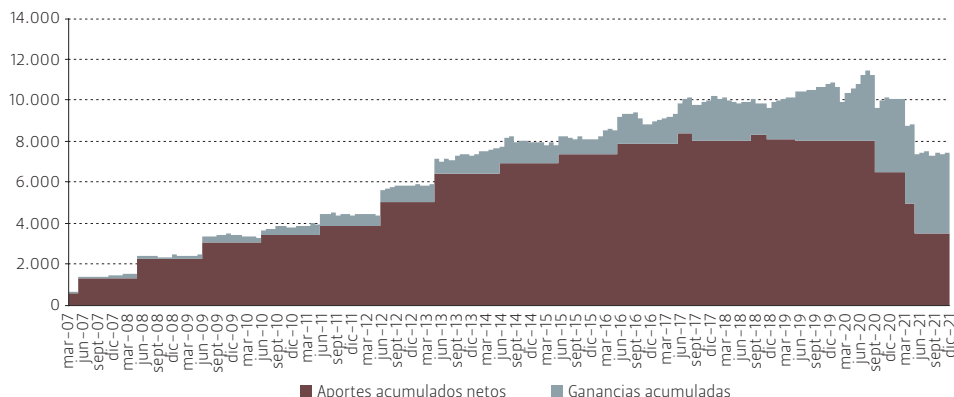
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2021 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

**FIGURA 23**

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2021 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

27 Ver Capítulo 1, Sección B y Recuadro 2.

## C. Rentabilidad

En el año 2021, la rentabilidad neta en dólares de los fondos fue de -4,92% en el FEES y de 3,27% para el FRP (véase Cuadro 5).

Para el FEES, el retorno negativo se descompone en la rentabilidad del portafolio de renta fija de -5,77% y la rentabilidad del portafolio de acciones de 12,59%<sup>28</sup>, a su vez, el resultado en renta fija se descompone en -1,44% producto del rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen y en -4,39% debido al cambio en las paridades cambiarias, en relación al dólar, de las monedas en que se encuentran denominados dichos instrumentos (véase Recuadro 4).

El retorno del FRP se separa entre la rentabilidad del PICP, que tuvo una rentabilidad de 0,04%<sup>29</sup>, y la del PILP, que rindió 3,79% en el año. La rentabilidad positiva de este último portafolio se debe principalmente a las acciones que rindieron 18,83% en el año, y en menor parte a los bonos indizados a inflación y bonos de alto rendimiento que experimentaron retornos de 2,62% y 0,73%, respectivamente. Las rentabilidades de las otras clases de activo de renta fija fueron de -5,57% para bonos soberanos y otros activos relacionados, -3,12% para bonos corporativos, y -1,10% para MBS de agencias de EE.UU.

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2021, el peso chileno se depreció respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 13,66% en el FEES y 23,45% en el FRP. Por su parte, la rentabilidad real de los fondos, la cual está calculada a partir de la rentabilidad nominal en pesos descontando la variación en la Unidad de Fomento (UF) del período respectivo, fue de 6,61% para el FEES y de 15,80% para el FRP.

### CUADRO 5<sup>30</sup>

Factores determinantes del retorno en dólares de los fondos soberanos en 2021  
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2021
			II	III	IV	
FEES	Renta fija <sup>(a)</sup>	-5,00	1,00	-0,83	-0,96	-5,77
	<i>Moneda de origen</i>	-2,08	0,70	-0,03	0,02	-1,44
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	-2,99	0,30	-0,80	-0,98	-4,39
	Acciones	4,67	7,62	-0,06	-	12,59
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>-4,50</b>	<b>1,35</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,97</b>	<b>-4,92</b>
	Retorno total (CLP)	-1,70	1,79	8,41	4,78	13,66
	Retorno total (Real en UF)	-2,79	0,71	7,05	1,73	6,61

28 La rentabilidad que se presenta para acciones en el año 2021 corresponde a la obtenida en dicho portafolio entre el 1 de enero y el 30 de septiembre de 2021. Cabe señalar que UBS terminó de gestionar el mandato de acciones el 27 de septiembre de 2021 y que los últimos días de dicho mes se mantuvo efectivo en el portafolio debido a la liquidación de dichos instrumentos.

29 El PICP se implementó el 1 de octubre de 2020 y terminó el 8 de junio de 2021, fecha en que se retiraron los recursos del FRP correspondientes a 2021.

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

FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	-4,91	1,13	-1,06	-0,75	-5,57
	Bonos indizados a inflación	-3,46	2,86	0,66	2,66	2,62
	MBS de agencias de EE.UU.	-0,99	0,27	0,25	-0,64	-1,10
	Bonos corporativos	-4,41	2,76	-0,76	-0,60	-3,12
	Bonos de alto rendimiento	-0,93	3,01	-0,44	-0,86	0,73
	Acciones	4,68	7,33	-1,03	6,86	18,83
	<b>Retorno PILP (USD)</b>	<b>-1,04</b>	<b>3,65</b>	<b>-0,75</b>	<b>1,94</b>	<b>3,79</b>
	<b>Retorno PICP (USD)<sup>(b)</sup></b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,05</b>
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>-0,75</b>	<b>2,83</b>	<b>-0,75</b>	<b>1,94</b>	<b>3,27</b>
	Retorno total (CLP)	2,16	3,28	8,48	7,86	23,45
	Retorno total (Real en UF)	1,04	2,18	7,11	4,72	15,80

(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.

(b) La rentabilidad del PICP del FRP comienza a partir del 1 de octubre de 2020 y termina el 8 de junio de 2021.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

#### RECUADRO 4: Factores que afectan la rentabilidad de los fondos soberanos

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

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte, el incumplimiento crediticio (*default*), el prepago, y los movimientos de las paridades cambiarias. El nivel de las tasas de interés en el mercado influye directamente en el interés ofrecido por los depósitos a plazo en las instituciones financieras y por los instrumentos de deuda soberana cuando son emitidos. Por su parte, los movimientos en el nivel de las tasas de interés afectan el precio de los instrumentos de renta fija que se transan en el mercado, sobretudo el de aquellos de mediano y largo plazo, teniendo un efecto negativo en caso de que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento<sup>1</sup>. Por otro lado, en todos los instrumentos de renta fija existe la probabilidad del incumplimiento crediticio, es decir, que el emisor no pague el interés o el principal. En instrumentos con grado de inversión esta probabilidad es muy baja, pero aumenta en los bonos de alto rendimiento<sup>2</sup>. Por otra parte, el prepago afecta principalmente a MBS de agencias de EE.UU. ya que son instrumentos cuyos subyacentes son créditos hipotecarios que pueden ser refinanciados cuando bajan las tasas de interés. Al realizarse el prepago, el individuo que refinancia su crédito hipotecario retorna al inversionista del MBS el valor par de lo que debe, y este último pierde el valor presente de los intereses futuros que recibiría, que eran más altos de los cuales podrá reinvertir<sup>3</sup>. Finalmente, puesto que el desempeño de los fondos se mide en dólares y que gran parte de sus

1 En el caso de los bonos emitidos por empresas la calidad crediticia por lo general se mide a través del *spread* o diferencia entre la tasa de interés de dichos instrumentos y las tasas de interés soberanas de referencia. Así, un aumento (o disminución) del *spread* de un bono corporativo se asocia a una disminución (o aumento) del valor del bono.

2 Para mitigar este riesgo en bonos de alto rendimiento se han elegido administradores externos que realizan un análisis exhaustivo de cada emisor con el fin de evitar gran parte de estos incumplimientos.

3 El riesgo de prepago también afecta a algunos bonos corporativos que otorgan al emisor la opcionalidad de prepagar la deuda que ha emitido.

carteras está invertida en instrumentos denominados en otras monedas, los movimientos de dichas paridades en relación con el dólar tendrán un efecto en sus rentabilidades.

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

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2021 fue de 2,42% para el FEES y 4,20% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 5,63% para el FEES y 7,46% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 1,95% para el FEES y 3,72% para el FRP.

En 2021, la rentabilidad obtenida por el FEES no tuvo diferencias en puntos base con su comparador referencial, por su parte, el FRP obtuvo 9 puntos base menos de rentabilidad que 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 -3 puntos base y -25 puntos base, respectivamente<sup>31</sup>.

La Figura 24 presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 42,3% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2021, mientras que para el FRP el aumento fue de 83,4% durante el mismo período. En la figura es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012, cuando se modificó la política de inversión del FRP<sup>32</sup>.

Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad en 2021 fue de -5,25% para el FEES y de 3,39% para el FRP.

#### FIGURA 24

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



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

31 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007 – 2021.

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

CAPÍTULO 3

Actividades y  
recomendaciones del  
Comité Financiero



## A. Estudio de la política de inversión del FEES

La política de inversión del FEES fue definida en 2012, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero y del estudio realizado por Eduardo Walker (2011). En dicha oportunidad se modificó el mix de monedas (se redujo la participación de los dólares y euros, y se incrementó la de los yenes), se aumentó la diversificación del portafolio de inversión agregando instrumentos soberanos denominados en francos suizos (7,5%) y una pequeña proporción en acciones (7,5%). Estos cambios fueron implementados a mediados de 2013. Además, en 2020 se redujo la participación de acciones de 7,5% a 5% considerando que el fondo experimentaría retiros importantes dicho año producto de la pandemia, y en 2021 se decidió no invertir más en acciones ni en depósitos bancarios (ver siguiente sección).

Teniendo en cuenta las mejores prácticas, que sugieren hacer una revisión cada cierto tiempo de las políticas de inversión, y la recomendación del Comité, el Ministro decidió encargar la realización de un estudio al consultor, RVK, que ha sido contratado para apoyar al Ministerio en temas relacionados a la inversión de los fondos soberanos.

RVK realizó una presentación inicial al Comité en su sesión de abril de 2020. Sin embargo, en el contexto de la pandemia y el impacto que ésta podría tener en los supuestos utilizados en el estudio, el Comité recomendó posponer su realización hasta comienzos de 2021.

RVK se reunió en cuatro oportunidades con el Comité durante 2021 para presentar el grado de avance del estudio y dar la oportunidad a que sus miembros recomendaran ajustes a la metodología utilizada por la firma consultora. Entre las principales recomendaciones realizadas por el Comité se encuentran:

- Realizar el estudio en pesos chilenos y en términos reales con el fin de que los retornos, volatilidades, y la matriz de varianzas y covarianzas incorporen la relación que existe entre las distintas clases de activo y el peso en términos reales.
- Analizar la composición de monedas óptima, sobretodo en renta fija, ya que no es claro cómo la utilización de un índice global es coherente con el objetivo del fondo que quiere estar invertido principalmente en monedas de reserva.
- Estudiar el comportamiento de los distintos portafolios propuestos en relación al precio del cobre.
- Incorporar alternativas para menores tamaños del fondo teniendo en cuenta la disminución que experimentó el FEES entre 2020 y 2021.

RVK presentó sus conclusiones finales al Comité Financiero en diciembre de 2021. Entre ellas destacan composiciones estratégicas de activos que dependen del tamaño del FEES. El *Cuadro 6* presenta la composición estratégica de activos actual y las alternativas propuestas por la firma consultora para distintos tamaños del fondo.

## CUADRO 6

Composiciones estratégicas de activos actual y recomendaciones de RVK para distintos tamaños del FEES  
(en porcentaje a menos que se indique otra cosa)

Clase de Activo	Actual	Menos de US\$ 3 mil millones	Entre US\$ 3 y US\$ 5 mil millones	Más de US\$ 5 mil millones
ICE Bofa US Dollar 3 Month Deposit Bid Rate Average Index	-	-	6,0	6,0
ICE Bofa Euro Currency 3 Month Deposit Bid Rate Average Index	-	-	3,0	3,0
ICE Bofa Japanese Yen 3 Month Deposit Bid Rate Average Index	-	-	3,0	3,0
<b>Depósitos bancarios</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>
ICE Bofa US Treasury Bills Index	11,9	50,0	24,0	5,0
ICE Bofa German Treasury Bills Index	14,2	25,0	12,0	2,5
ICE Bofa Japan Treasury Bills Index	10,8	25,0	12,0	2,5
<b>Letras del tesoro</b>	<b>36,9</b>	<b>100,0</b>	<b>48,0</b>	<b>10,0</b>
Bloomberg Global Aggregate - Treasury: US 7-10 yrs	28,6	-	-	-
Bloomberg Global Aggregate - Treasury: Germany 7-10 yrs	11,8	-	-	-
Bloomberg Global Aggregate - Treasury: Japan 7-10 yrs	10,8	-	-	-
Bloomberg Global Aggregate - Treasury: Switzerland 5-10 yrs	8,2	-	-	-
Bloomberg Global Aggregate 5-7 years total return index unhedged <sup>(a)</sup>	-	-	30,0	60,0
<b>Bonos soberanos</b>	<b>59,4</b>	<b>-</b>	<b>30,0</b>	<b>60,0</b>
Bloomberg Global Inflation-Linked: US TIPS 1-10 yrs	2,6	-	-	-
Bloomberg Global Inflation-Linked: Germany 1-10 yrs	1,1	-	-	-
Bloomberg Global Inflation Linked Index <sup>(b)</sup>	-	-	5,0	8,0
<b>Bonos indexados a inflación</b>	<b>3,7</b>	<b>-</b>	<b>5,0</b>	<b>8,0</b>
<b>Crédito</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,0</b>
<b>Acciones</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Retorno aritmético esperado (CLP real)</b>	<b>-3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>
<b>Riesgo esperado (desviación estándar)</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>
<b>Duración (años)</b>	<b>5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5</b>

(a) RVK propone utilizar un índice global de bonos soberanos cuyos constituyentes que deben tener una madurez entre 5 y 7 años. Esto es distinto al portafolio actual en que se define un porcentaje específico que se debe invertir en EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, en bonos con madurez entre 7 y 10 años para los tres primeros países, y entre 5 y 10 años para el último.

(b) RVK recomienda un índice global de bonos indexados a Inflación. Esto es distinto al portafolio actual en que se define un porcentaje fijo en EE.UU. y Alemania.

Para un tamaño del FEES inferior a US\$ 3 mil millones, RVK recomienda que su portafolio de inversión esté compuesto únicamente por letras del tesoro debido a que ellas tienen una liquidez muy alta lo que permitiría financiar desembolsos importantes en un período corto de tiempo, sin incurrir en pérdidas significativas. Para un tamaño del fondo entre US\$ 3 mil millones y US\$ 5 mil millones, sugiere un portafolio muy concentrado en letras (48% del portafolio total) e incorpora bonos soberanos de mayor madurez (30%), depósitos bancarios (12%), bonos indexados a inflación (5%) y acciones (5%). Esta recomendación mantiene el objetivo de tener un fondo altamente líquido, sin embargo, mejora levemente el retorno esperado del portafolio. Para un tamaño del FEES superior a US\$ 5 mil millones, y con la meta de aumentar su retorno esperado manteniendo el nivel de riesgo en relación a sus propuestas anteriores, propone una cartera que incorpora una nueva clase de activo, crédito (5% del portafolio)<sup>33</sup>, aumenta significativamente

33 RVK consideró en su estudio un portafolio de crédito que incluye bonos con grado de inversión de empresas (50%), MBS (35%), préstamos bancarios (5%), bonos de alto rendimiento de EE.UU. (5%) y bonos de empresas de países emergentes (5%).

te la exposición a bonos soberanos hasta 60% del fondo e incrementa levemente la exposición a bonos indizados a inflación hasta 8%. Por otra parte, reduce a 10% la exposición a letras del tesoro, y mantiene los depósitos bancarios y las acciones en 12% y 5%, respectivamente. Cabe señalar que para tamaños superiores a US\$ 3 mil millones, RVK recomienda el uso de comparadores referenciales globales para bonos soberanos y bonos indizados a inflación. Además, para todas sus recomendaciones modifica levemente la composición de monedas de las letras del tesoro en relación a la política actual.

## **B. Modificaciones a la política de inversión del FEES**

Durante 2021 el Comité Financiero recomendó las siguientes modificaciones a la política de inversión del FEES que fueron aceptadas e implementadas por el Ministro de Hacienda:

- **Depósitos bancarios:** El Comité recomendó eliminar los depósitos bancarios de la composición estratégica de activos debido a que cada vez era más difícil para el BCCCh mantenerse alineado con ella a medida que los retiros eran más significativos en relación al tamaño total del fondo. La dificultad del banco se originaba en que los recursos invertidos en dichos instrumentos no pueden ser utilizados hasta su vencimiento, por lo tanto, para financiar los retiros de 2021, era necesario vender otros instrumentos (letras de tesoro y bonos), lo que generaba distorsiones en la composición de su cartera en relación a la composición estratégica de activos. Esta modificación fue implementada a partir del 1 de octubre de 2021.
- **Acciones:** El Comité recomendó eliminar acciones de la composición estratégica de activos a mediados de 2021. Esta recomendación tuvo en cuenta que el horizonte de inversión del fondo se redujo en forma significativa debido a los importantes desembolsos que experimentó en el año y la incerteza que existía acerca de la evolución de su tamaño en el futuro. Además, se tuvo en cuenta que, si el fondo experimentaba desembolsos adicionales, el portafolio de acciones estaría por debajo del tamaño mínimo requerido por los administradores para gestionarlo dentro de los estándares de riesgo definidos para dicha clase de activo. Esta modificación fue implementada a partir del 1 de octubre de 2021.
- **Soberanos:** Se simplificó la forma de definir la elegibilidad de instrumentos soberanos ya que antes era necesario monitorear que cada instrumento estuviese en el comparador referencial. A partir de las modificaciones propuestas, se permite invertir en todas las letras soberanas, bonos soberanos y bonos indexados a inflación siempre y cuando los emisores sean de EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, según corresponda en la composición estratégica de activos<sup>34</sup>.

## **C. Análisis de costos de transacción**

En 2021 el Comité Financiero examinó el servicio que ofrecen algunas empresas internacionales especializadas en el análisis de los costos de transacción en que incurren los gestores de inversión. Esto con el objetivo de entender en mayor profundidad el tipo de análisis que puede ser realizado, evaluar si se justifica su contratación para las estrategias de inversión que se siguen en los fondos soberanos chilenos y conocer los costos involucrados. Para lo anterior, la Secretaría Técnica del Comité Financiero (Secretaría Técnica) solicitó a dos empresas, Zeno Solutions y Global Trading Analytics Babelfish (GTA), que analizaran los costos en que incurrieron los administradores de los fondos soberanos con el fin de evaluar si estaban dentro de los márgenes aceptables. La primera empresa analizó

---

34 Esta modificación también fue recomendada para el Fondo de Contingencia Estratégico.

al FEES mientras que la segunda al FRP, en períodos en que se realizaron muchas transacciones asociadas a retiros en los fondos. Ambas empresas detectaron que los costos incurridos por el BCCh y los administradores externos eran razonables. En este escenario, se le solicitó a GTA, teniendo en cuenta que su portafolio analizado involucraba muchas clases de activo, que presentara la metodología y resultados de su análisis al Comité. A partir de lo anterior, los miembros del Comité pudieron conocer en detalle la metodología utilizada y corroborar que los administradores incurrieron en bajos costos. Sin embargo, se concluyó que en estrategias pasivas el beneficio de este tipo de análisis es limitado y que no se justifica contratarlo en un contexto en que los tamaños de los fondos se han reducido en forma importante.

## **D. Inversión Responsable**

En la última sesión del año el Comité Financiero fue informado de la solicitud del Ministro de Hacienda de que se evalúe la incorporación de criterios Inversión Responsable en las políticas de inversión de los fondos soberanos.

Esta solicitud se sustenta en el compromiso adoptado por el Ministerio en el Acuerdo Verde, firmado en diciembre de 2019, de evaluar la modificación de las directrices de inversión del FRP y el FEES para incorporar requerimientos de administración del riesgo climático, ambiental, social y de gobernanza.

A partir de los antecedentes presentados por la Secretaría Técnica sobre criterios y experiencias de Inversión Responsable, el Comité concluyó, preliminarmente, que, en el caso del FRP, este tipo de consideraciones podrían ser aplicadas solo a parte de la cartera, dado que su portafolio incluye activos de renta variable, donde existe más experiencia internacional respecto a este tipo de inversiones. El Comité solicitó antecedentes adicionales a la Secretaría Técnica con el fin de evaluar la factibilidad de realizar una recomendación concreta al Ministro de Hacienda en esta materia.

## **E. Monitoreo de los administradores externos**

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, BlackRock, Nomura, y Western Asset, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité y del Ministerio sobre la gestión de sus portafolios. En estas presentaciones cada administrador detalla los resultados de su gestión, explicando las razones que explican su desempeño, sus metodologías de inversión y principales posicionamientos, así como también acerca de cambios organizacionales o en sus equipos que podría afectar su gestión. También se analizó la situación de los mercados que estuvieron muy afectados por la pandemia global. Todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión. Cabe señalar que las presentaciones de Mellon, Credit Suisse, UBS y BNP Paribas que estaban agendadas para los últimos cuatro meses de 2021 fueron postergadas para el primer semestre de 2022 teniendo en cuenta las modificaciones que experimentó la composición del Comité Financiero que obligó a modificar las fechas de las reuniones que estaban previamente agendadas en dicho período.

## ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

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

## ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2021<sup>35</sup>

### REUNIÓN 1 | 12 DE MARZO DE 2021

---

En la primera sesión del año, una delegación del BCCh, encabezada por el Gerente de la División de Mercados Financieros, expuso acerca de los resultados de su gestión en ambos fondos soberanos durante 2020 e informó acerca de los principales desarrollos en sus Reservas Internacionales. Además, la empresa consultora RVK presentó una actualización del estudio de la política de inversión del FEES que había sido comenzado en 2020 y que se suspendió debido al impacto que la pandemia Covid-19 podría tener en los supuestos que se utilizarían. En esta oportunidad, la nueva versión del estudio incorporó nuevos supuestos de mercado. A partir de esta presentación, se solicitó que en el informe se incluyan también los resultados de optimización de retornos medidos en dólares junto con otras sugerencias metodológicas. Por otra parte, el Comité recomendó no innovar en relación a la política de inversión del FRP dado que no existía información adicional acerca de la evolución del fondo que justificaría una modificación de ella. El Comité también sugirió mantener las presentaciones de los administradores externos de forma remota para el resto del año. Además, se acordaron las siguientes etapas asociadas a la confección del informe anual 2020 del Comité Financiero. Finalmente, se solicitó a la Secretaria Técnica presentar en una próxima reunión los resultados de los análisis de costos de transacción realizados por empresas externas para los fondos.

### REUNIÓN 2 | 16 DE ABRIL DE 2021

---

En su segunda sesión, el Comité Financiero se reunió con una delegación de BlackRock, entidad responsable de invertir uno de los portafolios de bonos de alto rendimiento en el FRP. La empresa informó acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos en 2020 y el primer trimestre de 2021. Adicionalmente, presentó acerca de la situación de los mercados, enfatizando el efecto que la pandemia de Covid-19 ha tenido en estos. Por otra parte, el Comité se reunió con la consultora RVK para analizar en mayor profundidad la moneda en que se debía realizar el estudio. Después de un intercambio de opiniones, el Comité recomendó que el estudio debía realizarse en pesos y en términos reales, y aceptó la propuesta de RVK de cómo incorporar el precio del cobre en el estudio. Finalmente, se solicitó a la Secretaria Técnica requerir al BCCh información sobre activos protegidos frente a la inflación que podrían ser considerados en el estudio del FEES.

### REUNIÓN 3 | 11 DE JUNIO 2021

---

En la tercera reunión, se contó con la participación de Nomura que presentó acerca de su gestión en una de las carteras de bonos de alto rendimiento en el FRP. La empresa expuso acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos durante el año 2020 y hasta mayo de 2021, así como de la situación de los mercados. Por otra parte, en esta oportunidad la empresa GTA presentó los resultados de un análisis de costos de transacción que realizó en el FRP respecto a las transacciones realizadas durante el tercer trimestre de 2020, período que coincidió con el retiro realizado ese año. A partir de este análisis, el Comité corroboró que los administradores incurrieron en bajos costos en dicha oportunidad y además manifestó su satisfacción con la calidad de este tipo de análisis. En este escenario, solicitó que la Secretaría Técnica profundice en el costo asociado a la contratación de un servicio de análisis de costos de transacción en el contexto de mandatos pasivos. Por último, el Comité aprobó modificar los criterios de elegibilidad con respecto a letras del tesoro y bonos soberanos en el FEES y el Fondo de Contingencia Estratégico (FCE) con el objetivo de facilitar el proceso de monitoreo de revisión de límites de inversión

---

35 Debido a la pandemia a partir de abril de 2020 todas las reuniones del Comité Financiero se ha realizado por vía telemática.

## REUNIÓN 4 | 13 DE AGOSTO DE 2021

---

El Comité, en su cuarta sesión, se reunió con el equipo de Western, responsable de invertir parte del portafolio de MBS de Agencias de EE.UU. del FRP. En esta oportunidad también participó el BCh, el cual es responsable de supervisar la gestión de dicha firma. Western presentó acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos en los primeros siete meses de 2021 y desde el inicio de su mandato, en enero de 2019. Por otra parte, el Comité recomendó eliminar la exposición a depósitos bancarios y acciones del FEES con el objetivo de enfrentar de mejor forma las necesidades de liquidez del fondo en los meses finales del año. Específicamente, sugirió que el porcentaje asignado a los depósitos bancarios fuese traspasado a las letras del tesoro en la misma moneda, mientras que el porcentaje de acciones se distribuyera proporcionalmente entre las letras del tesoro, bonos soberanos y bonos soberanos indizados a inflación. Con respecto al estudio de política de inversión del FEES, RVK presentó sus conclusiones finales con respecto a la composición estratégica de activos, incluyendo algunas recomendaciones para un fondo de menor tamaño teniendo en cuenta los desembolsos que experimentó durante 2021. En este escenario, los miembros del Comité agradecieron el trabajo realizado por la consultora y recomendaron incorporar en el informe final algunos análisis adicionales relacionados con los supuestos utilizados y el menor horizonte de inversión del fondo. Por último, el Comité recomendó no contratar el servicio de análisis de costos de transacción debido a los gastos que éste conllevaría en los fondos y es menos relevante en estrategias pasivas.

## REUNIÓN 5 | 22 DE NOVIEMBRE DE 2021

---

En su quinta sesión del año, el Comité Financiero retomó sus reuniones después de la renovación de varios de sus miembros. El nuevo Presidente, Juan Andrés Fontaine, dio la bienvenida a los nuevos consejeros: Macarena Pérez —quien fue elegida como vicepresidenta—, Nicolás Eyzaguirre y Mauricio Villena. En esta sesión el Comité estuvo enfocado en revisar los principales aspectos asociados a la inversión de los fondos soberanos. Además, analizaron las recomendaciones previamente realizadas por el Comité para el FCE. Teniendo en cuenta la renovación de varios de sus miembros, el Comité recomendó que la firma consultora RVK presente en la próxima reunión sus conclusiones del estudio acerca de la política de inversión del FEES. En esta oportunidad, el Comité también agradeció la labor realizada por José De Gregorio, Jaime Casassus, Cristián Eyzaguirre y Paulina Yazigi por el período en que se desempeñaron como miembros del Comité.

## REUNIÓN 6 | 6 DE DICIEMBRE DE 2021

---

En la última reunión del año, el Comité fue informado de la solicitud por parte del Ministro de Hacienda de comenzar con el trabajo de evaluación sobre la incorporación de criterios de Inversión Responsable en las políticas de inversión de los fondos soberanos. A partir de los antecedentes presentados por la Secretaría Técnica, el Comité concluyó, preliminarmente, que, este tipo de consideraciones podrían ser aplicadas a acciones en el FRP, donde existe más experiencia internacional respecto a cómo incorporar este tipo de consideraciones en las inversiones. El Comité solicitó a la Secretaría Técnica antecedentes adicionales para evaluar la factibilidad de realizar una recomendación concreta al Ministro de Hacienda en 2022. Por otra parte, la firma consultora RVK presentó su reporte final del estudio de política de inversión del FEES. Los miembros del Comité tomaron nota de las principales conclusiones, que incluyó distintas composiciones estratégicas de activos para diferentes tamaños del fondo. El Comité decidió analizar estas conclusiones durante 2022, teniendo en cuenta la evolución esperada del fondo para los próximos años. El Comité también revisó información adicional del FCE con el fin de entender de mejor forma su objetivo de política y comportamiento de sus flujos de efectivo. Esta información será utilizada por el Comité para revisar durante 2022 la composición estratégica de activos que fue definida para este fondo en 2020. Por último, el Comité revisó las proyecciones para los próximos años de aportes y retiros en el FRP y FEES.

## Referencias bibliográficas

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



# Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Bonos 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.

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

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

**Efectivo** — caja y depósitos bancarios a la vista.

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

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

**Global Depositary Receipts (GDRs)** — título físico transado en más de un país emitido por un banco representando

un número específico de acciones de una compañía cuya sociedad fue constituida fuera de los países en que se negocia el mismo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Rentabilidad generada por movimientos de paridades cambiarias** — componente de la rentabilidad que se ori-

gina por la variación en la paridad cambiaria del dólar con respecto a las otras monedas en que se realizan las inversiones.

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

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

**Renta variable** — acciones.

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

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

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

**Swift** — *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **Autores**

Juan Andrés Fontaine

Macarena Pérez Ojeda

Ricardo Budinich Diez

Nicolás Eyzaguirre Guzmán

Martín Costabal Llona

Mauricio Villena Chamorro



