

Informe Anual Comité Financiero

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

2007



Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2007. La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda: www.hacienda.cl/fondos

Registro de Propiedad Intelectual N° 170.591

ISSN: 0718-5790

Edición de 600 ejemplares

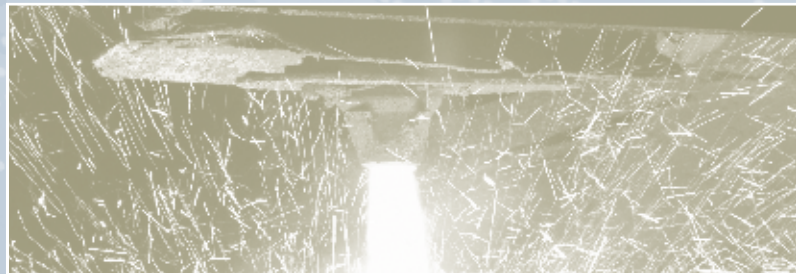
Abril de 2008, Santiago, Chile

Diseño y diagramación: Publisiga

Informe Anual Comité Financiero

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

2007



Contenidos

01_ Política Fiscal y Objetivos de los Fondos	6
A_ Política Fiscal	6
B_ Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos	7
02_ Mandato y Rol del Comité Financiero	10
A_ Funciones	10
B_ Reuniones	12
C_ Directrices de Inversión	17
03_ Efecto Potencial de las Recomendaciones	24
04_ Anexos	28
Anexo 1: Evolución y Desempeño del FRP y del FEES	28
Anexo 2: Fondos de Riqueza Soberanos en el Mundo	32
Anexo 3: Integrantes del Comité Financiero	39
Anexo 4: Glosario	41

Recuadros:

Recuadro 1:	17
Etapas en la definición de la nueva política de inversión	
Recuadro 2:	18
¿Qué es un <i>benchmark</i> ?	
Recuadro 3:	20
Comparación de la estructura de inversión actual y la propuesta por el Comité Financiero	
Recuadro 4:	21
Administración pasiva y administración activa	

Cuadros:

Cuadro 1:	12
Reuniones ordinarias del Comité Financiero en 2007	
Cuadro 2:	20
Comparación de directrices por composición de moneda	
Cuadro 3:	21
Comparación de directrices por riesgo crediticio	
Cuadro 4:	23
Comparación de <i>benchmarks</i> por clases de activos	
Cuadro A1.1:	29
Evolución del valor de mercado del FRP	
Cuadro A1.2:	29
Evolución del valor de mercado del FEES	
Cuadro A2.1:	33
Principales fondos de riqueza soberanos	
Cuadro A2.2:	36
Estructura de inversión del CDP, ABP, NBIM y portafolio modelo para los SWFs	
Cuadro A2.3:	38
Resumen evaluación buenas prácticas de los SWFs	

Gráficos:

Gráfico 1:	8
Regla de acumulación de fondos y aportes al capital del BCCh	
Gráfico 2:	19
Evolución de la estructura de inversión: actual (2007) y propuesta (2008)	
Gráfico 3:	25
Retornos totales de diversas clases de activos	
Gráfico 4:	27
Volatilidad de los retornos de diversas clases de activos	
Gráfico 5	27
Índice de retornos totales ajustados por volatilidad	
Gráfico A1.1:	30
Descomposición de la rentabilidad del FRP	
Gráfico A1.2:	30
Descomposición de la rentabilidad del FEES	
Gráfico A1.3:	31
Evolución índice de rentabilidad del FRP	
Gráfico A1.4:	32
Evolución índice de rentabilidad del FEES	
Gráfico A2.1:	34
Fondos según existencia de un pasivo y exposición a monedas extranjeras	
Gráfico A2.2:	35
Fondos según horizonte de inversión y tolerancia al riesgo	

Prefacio

Desde 2001, la política fiscal se ha guiado por la regla de balance estructural, cuyo objetivo es asegurar la sostenibilidad del gasto público en el tiempo, contribuyendo así a la estabilidad macroeconómica del país.

La regla del balance estructural excluye el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre, y de otros factores de similar naturaleza. Así, el gasto público se vincula a los ingresos fiscales estructurales y no a los ingresos de carácter transitorio.

Congruente con la implementación de una política fiscal que asegure la sostenibilidad del gasto público y la competitividad de la economía, la ley sobre Responsabilidad Fiscal creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), a través de los cuales se administran los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

Para efectos de decidir la política de inversión de los recursos de los fondos y definir las directrices necesarias para su implementación, el Ministro de Hacienda cuenta con la asesoría de un Comité Financiero de carácter externo y privado, integrado por profesionales con experiencia en los ámbitos económicos y financieros.

El presente Informe, que da a conocer las labores y actividades del Comité Financiero durante el año 2007, es parte del esfuerzo sistemático de difusión e información pública sobre las deliberaciones de esta instancia y sobre el estado de los fondos de responsabilidad fiscal. De este modo, se da además cumplimiento a la obligación establecida por el Decreto N° 621 del Ministerio de Hacienda, que dispone que el Comité informará anualmente de su trabajo al Ministro de Hacienda, a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos.

El Comité



Miembros Comité Financiero. De izq. a der:

Andrés Sanfuentes, Martín Costabal, Andrés Bianchi (Presidente), Oscar Landerretche, Ana María Jul (Vicepresidenta) y Eduardo Walker.



CAPITULO

01

Política Fiscal y Objetivos de los Fondos

Política Fiscal

A

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

Desde el año 2001, la política fiscal se ha guiado por la regla de balance estructural. El concepto del balance estructural refleja la situación financiera de tendencia del Gobierno Central. Para ello, se excluye el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores de similar naturaleza. De esta manera, se desvincula el gasto público de la evolución cíclica de los ingresos fiscales y, en contraste, se lo relaciona con la trayectoria de los ingresos fiscales estructurales. Esto ayuda a evitar ajustes drásticos en el gasto público ante eventos económicos adversos, a la vez que implica ahorrar en tiempos de bonanza, cuando el Fisco recibe substanciales ingresos de carácter transitorio.



Consistente con la implementación de una política fiscal que asegure la sostenibilidad del gasto público en el tiempo y la competitividad de la economía, en septiembre del 2006 se promulgó la ley sobre Responsabilidad Fiscal. Esta ley creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), a través de los cuales se administran los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural. En la ley se establecen, además, reglas de acumulación específicas tanto para los ingresos de ambos fondos como para los posibles aportes de capital que el Fisco puede realizar al Banco Central de Chile (BCCCh).

Asimismo, con el propósito de contribuir a la competitividad de la economía, reduciendo presiones sobre el tipo de cambio, el Ministerio de Hacienda estableció que los recursos acumulados en estos fondos serán invertidos en su totalidad en el exterior en instrumentos denominados en moneda extranjera.

B Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos

Objetivos

Los fondos creados bajo la ley sobre Responsabilidad Fiscal (los “Fondos”) tienen objetivos definidos y diferentes entre sí.

En el caso del FRP, el objetivo es complementar el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones. En particular, el FRP está destinado a apoyar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez.

Por su parte, los objetivos principales del FEES son financiar eventuales déficits fiscales y realizar amortizaciones de la deuda pública. De este modo, el FEES contribuirá a que el gasto fiscal no sea afectado mayormente por la volatilidad de los ingresos fiscales del gobierno.

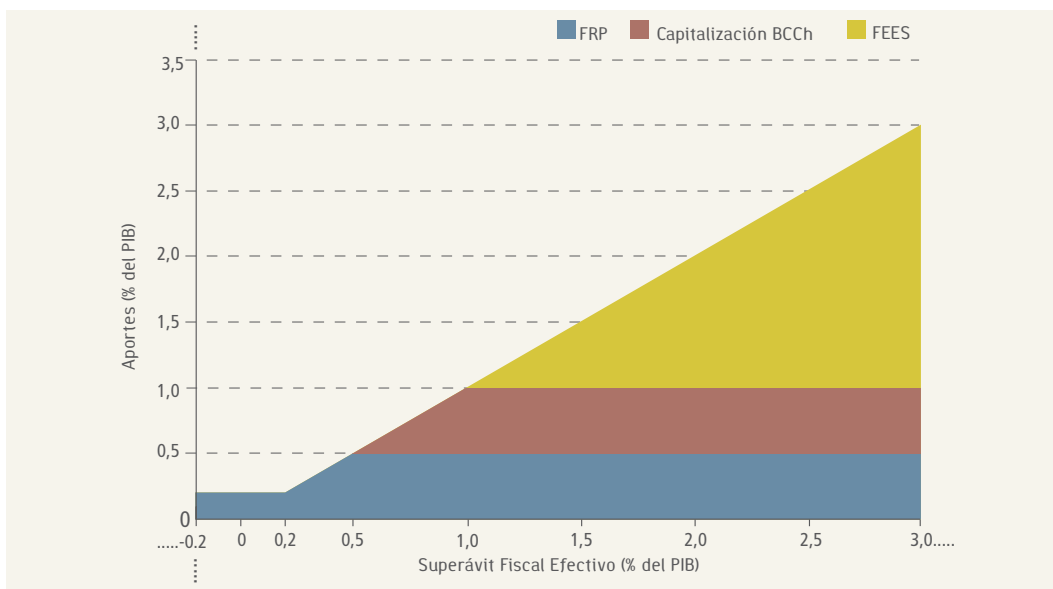
Reglas de acumulación

La ley sobre Responsabilidad Fiscal establece las reglas de constitución y acumulación de los Fondos y plantea la posibilidad de capitalizar al BCCCh. El Gráfico 1 ilustra las reglas de acumulación de los Fondos y el aporte al BCCCh a distintos niveles de superávit fiscal.

Conforme a la ley, el FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del producto interno bruto (PIB) del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es

superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen una cantidad equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF). Una vez alcanzado ese monto, no procederá efectuar aportes adicionales a dicho fondo.

Gráfico 1: Regla de acumulación de fondos y aportes al capital del BCCh



Fuente: Ministerio de Hacienda

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

Por último, al FEES ingresará el saldo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP y al BCCh, siempre que este saldo sea positivo.

Reglas de uso

Como ya se señaló, los aportes de recursos al FRP tienen por objeto exclusivo complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez. Sin embargo, dichos recursos sólo podrán ser utilizados para este objeto a partir de septiembre de 2016.

A partir de esa fecha, el monto de los recursos del FRP que podrá ser utilizado anualmente no deberá ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto total que corresponda efectuar en el año respectivo por concepto del pago de las obligaciones previsionales ya mencionadas y el gasto total efectuado por dicho concepto en 2015. Esta última cifra deberá actualizarse anualmente de acuerdo a la variación que experimente el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

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

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

Políticas actuales de administración e inversión

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

Desde marzo de 2007, la política de inversión de los Fondos ha consistido en invertir en clases de activos similares al portafolio de inversiones de las reservas internacionales administradas por el BCCh. Por ello, la estructura actual incluye únicamente instrumentos financieros de corto plazo y de bajo riesgo. De hecho, 30% del portafolio está invertido en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación. Además, entre otras restricciones, el portafolio actual fija límites para la exposición de monedas, estableciendo las siguientes proporciones referenciales: 50% en dólares de EE.UU., 40% en euros y 10% en yenes.



CAPITULO

02

Mandato y Rol del Comité Financiero

Funciones

A

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

En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los Fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento de un comité asesor, externo y de carácter privado, que estaría integrado por profesionales con experiencia en los ámbitos económicos y financieros.

Dicho Comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621 del Ministerio de Hacienda, publicado el 11 de agosto de 2007 en el Diario Oficial. Tal decreto oficializó la designación de sus primeros integrantes: Andrés Bianchi Larre, Martín Costabal Llona, Ana María Jul Lagomarsino, Oscar Landerretche Moreno, Andrés Sanfuentes Vergara y Eduardo Walker Hitschfeld. El Ministro de Hacienda designó a Andrés Bianchi como presidente del Comité Financiero y sus integrantes eligieron a Ana María Jul como vice-presidenta.



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:

- a. Asesorar sobre los aspectos fundamentales para una política de inversión de largo plazo que le sean consultados por el Ministro de Hacienda, tales como la distribución de las inversiones por clases de activos, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales del portafolio de los Fondos, la definición de los límites a las desviaciones permitidas y la delimitación de las posibilidades de inversión de los Fondos;
- b. 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;
- c. Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los Fondos que deben ser presentados al Ministerio de Hacienda por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los Fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas;
- d. Emitir opinión sobre la estructura y contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los Fondos que debe preparar trimestralmente el Ministerio de Hacienda; y
- e. Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los Fondos que éste le encomiende.

Asimismo, el Comité puede expresar sus puntos de vista sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de largo plazo de los Fondos.

El Comité Financiero basa sus recomendaciones en los principios, objetivos y reglas que rigen los Fondos, aspectos mencionados en la sección anterior.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los Fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean de dominio público. Para ello, se creó una sección destinada a los Fondos en la página web del Ministerio de Hacienda, en la cual está disponible para consulta toda la información actualizada relacionada con estas materias¹.

1 <http://www.hacienda.gov.cl/fondos>

B Reuniones

En 2007 el Comité Financiero se reunió formalmente en ocho ocasiones. Estas reuniones constituyen la instancia principal donde se acuerdan las recomendaciones que el Comité entrega al Ministro de Hacienda respecto de las políticas de inversión de los Fondos. A pesar que, conforme al decreto que lo estableció, el Comité debe reunirse a lo menos una vez por semestre, sus miembros consideraron indispensable realizar un mayor número de sesiones (Cuadro 1).

Cuadro 1: Reuniones ordinarias del Comité Financiero en 2007

Reuniones	Fecha
Reunión 1	2 de enero
Reunión 2	27 de marzo
Reunión 3	25 de junio
Reunión 4	30 de julio
Reunión 5	3 de septiembre
Reunión 6	2 de octubre
Reunión 7	26 de octubre
Reunión 8	30 de noviembre

Adicionalmente a estas sesiones de trabajo y en cumplimiento de su misión, el Comité también sostuvo reuniones con personeros de fondos de riqueza soberanos y consultores internacionales. Además, entre reuniones, los miembros del Comité trabajaron intercambiando información y análisis por medio de correo electrónico.

El Comité analizó diversos esquemas institucionales de países que cuentan con este tipo de fondos—entre ellos Noruega, Australia y Nueva Zelanda—de modo de obtener información y antecedentes útiles para Chile. En este contexto, el Comité Financiero se reunió con Knut Kjaer, ex Director del Norges Bank Investment Management (NBIM), institución establecida en el Banco Central de Noruega encargada de administrar los fondos fiscales de Noruega. Asimismo, el Comité invitó a expertos de la Superintendencia de Administradores de Fondos de Pensiones (SAFP) y del BCCh para conocer sus experiencias en relación a las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones y al proceso de selección de administradores externos, respectivamente.

Para facilitar su funcionamiento, el Comité Financiero cuenta con el apoyo de personal especializado del Ministerio de Hacienda. Para ello, el Ministro de Hacienda designó a uno de sus principales asesores como contraparte en el Comité Financiero. Hasta agosto del

2007, dicha función fue cumplida por el Coordinador de Política Económica, Luis Felipe Céspedes, y a partir de dicho mes por el Coordinador de Finanzas Internacionales, Eric Parrado. El equipo del Ministerio de Hacienda incluye, además, a un economista senior y un abogado del Área de Finanzas Internacionales, al Jefe de la División de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos, al Jefe del Área de Programación Financiera de esa División y a dos analistas de la misma Dirección.

En general, las reuniones ordinarias del Comité Financiero se estructuraron en cuatro partes. En la primera parte, el equipo del Ministerio de Hacienda presenta, entre otras materias, el estado de los Fondos, incluyendo la evolución de los recursos acumulados y su rentabilidad. En la segunda, los expertos del Ministerio proporcionan antecedentes, análisis y comparaciones internacionales relacionados con la administración de los recursos y sus políticas de inversión, presentando las posibles ventajas y desventajas de distintas opciones. Posteriormente éstas son analizadas y evaluadas por el Comité. En la tercera parte, los miembros del Comité fundamentan y votan las recomendaciones. Por último, se aprueba el comunicado que informa al público de las recomendaciones acordadas.

A continuación se detallan los principales temas analizados en cada reunión, así como un resumen de los acuerdos adoptados.

Reunión N° 1: 2 de enero de 2007

La primera reunión del Comité Financiero estuvo dedicada a la presentación por parte del Ministro de Hacienda de la política fiscal del Gobierno, la ley sobre Responsabilidad Fiscal y las funciones que ésta asigna al Comité. Además se revisaron las distintas normas que regulan los Fondos, la política inicial para la inversión de sus recursos y las funciones que el Ministro quería encomendar al Comité, incluyendo una propuesta de nuevas directrices de inversión y la selección de administradores externos de cartera. En esta reunión, los consejeros adoptaron diversos acuerdos relacionados con el funcionamiento interno del Comité, tales como la periodicidad al menos trimestral de las reuniones, la publicación en la página web del Ministerio de las minutas de las reuniones y el trabajo a través de correos electrónicos en los períodos entre sesiones.

Reunión N° 2: 27 de marzo de 2007

La segunda reunión estuvo dedicada al análisis del borrador de decreto que regula el Comité Financiero y de su reglamento interno; a la presentación de los avances en la tramitación de los decretos y oficios referentes a los Fondos; y a una discusión general de la política de inversión de los Fondos y la selección de administradores externos.

Reunión N° 3: 25 de junio de 2007

En su tercera reunión el Comité tomó conocimiento de la experiencia del BCCh en la selección de administradores externos de cartera. Además, el Ministerio de Hacienda informó sobre la contratación de la empresa Mercer Investment Consulting (Mercer) para asesorarlo en el diseño de la nueva política de inversión de los Fondos. Mercer es una empresa líder en la prestación de servicios de asesoría relacionados con la inversión de fondos públicos y tiene entre sus clientes al Banco Central Europeo, a los bancos centrales de países como Chile y España, y a numerosos fondos de riqueza soberanos.

Reunión N° 4: 30 de julio de 2007

El Comité dedicó su cuarta reunión a revisar el borrador del informe de Mercer sobre las políticas de inversión recomendadas para el FRP y el FEES. A ella asistieron representantes y especialistas de la empresa consultora, quienes respondieron el cuestionario que el Comité les había hecho llegar con anterioridad. La discusión se centró en los supuestos, metodología y resultados del informe de Mercer. Los miembros del Comité y el equipo de Hacienda también analizaron temas vinculados a la valoración, liquidez y plazo de vencimiento de las inversiones de los Fondos.

Reunión N° 5: 3 de septiembre de 2007

La quinta reunión se dedicó principalmente a revisar aspectos institucionales respecto al manejo de los Fondos. Para ello se contó con la versión preliminar de un informe del Banco Mundial sobre la materia. En especial se analizó el planteamiento que sugiere que las políticas de administración de activos y el monitoreo de sus resultados estén a cargo de unidades especializadas de alto nivel técnico, de carácter independiente y/o ubicadas en el Ministerio de Hacienda o en el Banco Central. También se revisaron diversos esquemas institucionales de países que cuentan con este tipo de fondos, de modo de conocer experiencias relevantes para el caso de Chile.

Por otra parte, el Comité acordó recomendar al Ministro de Hacienda el siguiente calendario de trabajo en relación a las inversiones de los Fondos:

Segundo semestre de 2007

- Definir e implementar una nueva política de inversiones para el FRP.
- Definir una nueva política de inversiones para el FEES.
- Fortalecer la unidad de administración financiera de alto nivel técnico en el Ministerio de Hacienda.
- Asignar la gestión de parte de los recursos del FRP a administradores externos.

Primer semestre de 2008

- Implementar una nueva política de inversiones para el FEES.
- Asignar la gestión de parte de los recursos del FEES a administradores externos.

Reunión N° 6: 2 de octubre de 2007

La sexta reunión se centró en la discusión de una nueva política de inversión para los Fondos y concluyó con una propuesta del Comité Financiero al Ministro de Hacienda sobre esta materia. Para ello, se analizaron, en primer lugar, las propuestas de los integrantes del Comité Financiero, diversos informes de expertos, y diferentes experiencias internacionales, incluyendo las del estado de Alberta (Canadá), Australia, Noruega, Nueva Zelanda, Rusia y Singapur, así como los fondos de pensiones chilenos y de California (Calpers), y fondos de universidades como Harvard, Stanford y Yale.

En segundo término, el Comité Financiero examinó estructuras alternativas de inversión de los Fondos y acordó recomendar al Ministro una política orientada a diversificar su portafolio de inversiones. Con este fin, el Comité propuso que a finales de 2008 se haya invertido una proporción en torno al 15% de la cartera de ambos fondos en renta variable y 20% en renta fija corporativa, reduciendo paulatinamente la inversión en los activos que se mantienen actualmente y, en particular, la inversión en activos líquidos. Esta política tiene como objetivo maximizar los retornos financieros de los Fondos sujetos a límites de riesgo tolerables, dados sus fines y horizontes de inversión.

El Comité recomendó que esta política se implementara gradualmente y que se licitara el manejo de parte de los Fondos a administradores externos.

Las decisiones adoptadas tuvieron en cuenta, entre otros, los siguientes criterios: una política de inversión de mediano a largo plazo; la diversificación financiera de ambos portafolios; la inversión de los recursos fuera de Chile; y la elección de inversiones cuya rentabilidad tenga una baja correlación con el precio del cobre y la tasa de crecimiento de la economía chilena.

Reunión N° 7: 26 de octubre de 2007

En su séptima reunión, el Comité acordó proponer una política de selección de administradores externos de los Fondos.

La sesión estuvo dividida en dos partes. En la primera, expertos de la Superintendencia de AFP y del Banco Central de Chile realizaron presentaciones sobre sus experiencias en relación a las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones y al proceso de selección de administradores externos, respectivamente. En ellas se abordaron los aspectos operativos y las fases y plazos del proceso de selección de este tipo de

administradores, como también aquellos relacionados con el aporte que estos agentes pueden hacer. Asimismo, se analizaron las fortalezas y debilidades de los distintos tipos de administración y los requisitos cuantitativos y cualitativos que se deben tener en cuenta para seleccionar administradores externos.

La segunda parte se centró en evaluar propuestas para el proceso de selección de administradores externos del FRP y FEES. Entre las recomendaciones acordadas se incluyó la de contratar un consultor externo para apoyar el proceso de selección de administradores, de modo de contar con su apoyo técnico y bases de datos amplias y adecuadas para la evaluación de los participantes. También se recomendó contratar administradores por clases de activos (contratando más de uno por cada clase), asignar a cada uno de ellos montos determinados, utilizar al comienzo un tipo de administración predominantemente pasiva y evolucionar gradualmente hacia una administración más activa.

Reunión N° 8: 30 de noviembre de 2007

En su octava reunión, el Comité Financiero acordó recomendar al Ministro de Hacienda una serie de directrices para implementar su propuesta de diversificar el portafolio de los Fondos, en los términos acordados en su séptima reunión.

Para ello, el Comité recomendó al Ministro que se considere un portafolio referencial para cada clase de activo, de modo de ir evaluando el rendimiento de las decisiones adoptadas respecto de la inversión en activos líquidos, bonos soberanos, bonos soberanos indexados, bonos corporativos y renta variable. Asimismo, para maximizar los retornos financieros de ambos Fondos manteniendo una reducida exposición al riesgo, el Comité planteó la conveniencia de establecer requisitos mínimos de diversificación, tanto en renta fija como en renta variable, al igual que límites globales a la composición por riesgo de las carteras de renta fija.

C Directrices de Inversión

Las recomendaciones efectuadas por el Comité Financiero en 2007 representan la primera etapa del proceso de definición de la nueva política de inversiones (Recuadro 1).

Recuadro 1: Etapas en la definición de la nueva política de inversión

Este proceso se llevó a cabo en varias etapas. Entre éstas, las más relevantes incluyeron:

Recomendaciones del Comité Financiero: En esta etapa el Comité preparó un conjunto de recomendaciones al Ministro de Hacienda en relación a la política de inversiones de los Fondos. Estas sugerencias fueron entregadas después de examinar numerosos informes y diversas experiencias internacionales.

Discusión y aceptación de las recomendaciones por parte del Ministerio de Hacienda: Las recomendaciones planteadas por el Comité fueron analizadas por el Ministerio de Hacienda. Una vez estudiadas, el Ministro de Hacienda las aceptó en su totalidad, tras lo cual se prepararon nuevas directrices de inversión para el BCCh.

Aceptación de nuevas directrices por parte del BCCh: El BCCh aceptó la responsabilidad de continuar su trabajo en la administración de los recursos de los Fondos en representación del Fisco bajo estas nuevas directrices.

Las principales recomendaciones que realizó el Comité versan sobre cinco tópicos. El primero es la administración operativa de los Fondos; es decir, la forma de ejecutar las inversiones financieras de sus recursos. El segundo se refiere a la estructura de las inversiones de los Fondos, lo que implica la determinación de las proporciones que deben representar las diversas clases de activos en sus portafolios. El tercer tópico se refiere al proceso de selección de administradores externos de cartera, incluyendo los criterios de selección, la determinación de quiénes serán los encargados de analizarlos y seleccionarlos, y el tipo de administración buscado. El cuarto se refiere a la elección de un consultor externo que ayude a seleccionar a los administradores más idóneos, dados los objetivos de los Fondos. El último tópico consiste en la elección de los *benchmarks* y metodologías de medición del desempeño, resguardos y monitoreo de los riesgos financieros asumidos por el BCCh y los administradores externos (Recuadro 2).

Recuadro 2: ¿Qué es un *benchmark*?

Un *benchmark*, o comparador referencial, es un portafolio utilizado con fines comparativos que permite evaluar la gestión de un administrador. Un *benchmark* tiene la característica de ser ampliamente representativo de una clase de activo, además de ser conocido y accesible al público. Habitualmente incluye la mayor parte de los activos de una determinada clase (renta fija internacional, renta variable internacional, bonos de empresas, etc.). Para medir el desempeño de los *benchmarks*, se construyen índices que normalmente asignan a cada activo de la clase respectiva la misma importancia relativa que tiene según su capitalización de mercado. Por ejemplo, para las inversiones globales en acciones, un índice representativo y frecuentemente utilizado es *MSCI All Country World Index (ACWI)*, mientras que para los bonos corporativos lo es el *Lehman Global Aggregate Corporate Index*.

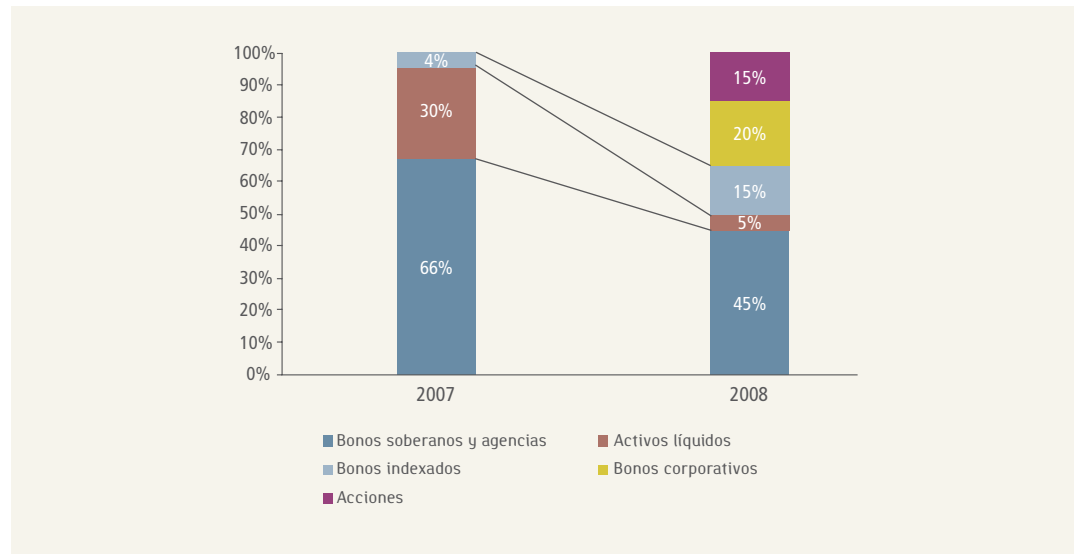
Administración operativa

Como ya se mencionó, la ley sobre Responsabilidad Fiscal estableció que la administración operativa podía encomendarse al BCCh, en calidad de Agente Fiscal, o licitarse a administradores externos. Considerando la amplia experiencia del BCCh en el manejo de las reservas internacionales del país, el Comité recomendó que en 2008 el BCCh continuara a cargo de la administración operativa de los recursos de los Fondos. Además, teniendo en cuenta que el BCCh ha llevado a cabo varios procesos de selección de administradores externos, propuso que la selección de administradores externos se hiciese bajo la modalidad de administradores delegados del Agente Fiscal, tal como lo permite la ley sobre Responsabilidad Fiscal y el Decreto de Agencia.

Estructura de inversión

Tras analizar las propuestas presentadas por sus integrantes y examinar diferentes experiencias internacionales e informes de expertos, el Comité recomendó ampliar las clases de activos incluidas en los actuales portafolios de los Fondos, las cuales, como ya se señaló, son similares a la de las reservas internacionales del BCCh. En particular, el Comité propuso cambiar gradualmente la estructura de la cartera actual de ambos fondos—30% en activos líquidos, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación—hacia una estructura de inversión más diversificada. Específicamente, recomendó que hacia fines del 2008, la nueva estructura para ambos fondos incluyera la inversión de un 15% de la cartera en renta variable, 20% en renta fija corporativa, 45% en bonos soberanos, 15% en bonos indexados y 5% en activos líquidos (Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución de la estructura de inversión: actual (2007) y propuesta (2008)



Fuente: Ministerio de Hacienda

La recomendación del Comité tiene en cuenta la diferente naturaleza y distintos objetivos de las reservas internacionales, por una parte y de los Fondos, por otra. En efecto, el objetivo esencial de las reservas es asegurar alta liquidez para enfrentar eventuales crisis externas. Por ello, las reservas se invierten en activos líquidos de corto plazo cuyo riesgo y rentabilidad son relativamente bajos.

En cambio el FEES—en las perspectivas actuales—y el FRP—por su propia naturaleza—tienen horizontes de inversión de mediano a largo plazo. En estos casos, tanto la teoría financiera como la experiencia demuestran que un portafolio diversificado invertido en distintas clases de activos (incluyendo instrumentos de renta variable) permite generar retornos adicionales en el mediano a largo plazo. Sin embargo, la experiencia demuestra también que los instrumentos de renta variable son más volátiles que los activos líquidos de corto plazo. Con todo, el riesgo que implica la estructura propuesta es acotado, pues la proporción del portafolio de los Fondos que, según la recomendación del Comité, se habría invertido a fines del 2008 en bonos corporativos y en renta variable sería sólo 1/3 mientras que los 2/3 restantes continuarían invertidos en activos con menor riesgo (Recuadro 3). Esta estructura se encuentra en el extremo prudente o conservador para fondos similares a nivel nacional e internacional².

² La exposición propuesta en renta variable es equivalente al límite mínimo del Fondo C del sistema de pensiones chileno y está dentro de los límites autorizados del Fondo D.

Recuadro 3: Comparación de la estructura de inversión actual y la propuesta por el Comité Financiero

La estructura de inversión propuesta considera la inversión en forma progresiva de parte de los recursos de los Fondos en instrumentos de renta variable y de renta fija corporativa, un aumento de la “duración” de las inversiones, una mayor diversificación de monedas y mayor tolerancia al riesgo crediticio. En efecto, se libera la restricción actual de composición referencial de monedas que incluye sólo el dólar, el euro y el yen: el número de las monedas elegibles se amplía de 12 a 22, la “duración” se extiende significativamente de 1,9 a 5,4 años, y el riesgo de crédito máximo aceptado pasa de A- a BB+.

En términos más específicos, la actual directriz tiene una composición referencial fija de 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes. En cambio, las nuevas directrices no fijan rígidamente la composición de monedas ya que ésta dependerá de la evolución de la importancia de las monedas en los *benchmarks* seleccionados. Como ejemplo, el Cuadro 2 muestra el posible cambio en la composición de monedas según las directrices actuales y las nuevas, considerando para estos efectos la composición actual de los *benchmarks* seleccionados para la nueva estructura de inversión propuesta.

Cuadro 2: Comparación de directrices por composición de moneda (porcentajes del total)

Monedas	Directrices Actuales	Directrices Nuevas
Dólar Canadiense	0	2
Dólar de EE.UU.	50	35
Euros	40	31
Libra Esterlina	0	8
Yen Japonés	10	16
Otra	0	8

Por su parte, el Cuadro 3 muestra la comparación entre ambas directrices en términos de riesgo crediticio. Cabe mencionar que en este caso también la composición crediticia de las nuevas directrices dependerá del comportamiento de los *benchmarks* seleccionados. Por lo tanto, para los efectos del ejemplo se consideró la composición actual de los *benchmarks* de la nueva estructura de inversión propuesta.

Cuadro 3: Comparación de directrices por riesgo crediticio
(porcentajes del total)

Riesgo Crediticio	Directrices Actuales	Directrices Nuevas
AAA	65	46
AA	30	30
A	5	16
BBB	0	8
BB+	0	0

Selección de administradores externos

El Comité recomendó contratar administradores externos para la inversión en renta variable y renta fija corporativa, elegir varios administradores por cada clase de activo y asignar a cada uno de ellos montos determinados. Propuso, asimismo, que en un principio la administración fuese del tipo predominantemente pasivo, y que ella evolucionara gradualmente hacia una administración más activa (Recuadro 4). Además, recomendó al Ministro de Hacienda que tanto el Ministerio de Hacienda como el BCCh participen conjuntamente en la selección de los administradores externos.

Recuadro 4: Administración pasiva y administración activa

Una vez definida la política de inversión, es necesario seleccionar estrategias de manejo de portafolios. Estas se pueden clasificar en activas o pasivas.

Una estrategia activa usa la información disponible y proyecciones de corto a mediano plazo para intentar obtener rendimientos superiores a los del *benchmark* representativo de la clase de activo en que invierte. Por su parte, una estrategia pasiva busca igualar el desempeño de dicho *benchmark*.

La elección de una u otra estrategia depende de la visión que se tiene respecto a la eficiencia de los mercados financieros. En efecto, en mercados eficientes es poco probable obtener rentabilidades mayores a las ofrecidas por estrategias pasivas para las mismas clases de activos. Mayores rentabilidades esperadas obedecerían sólo a mayores niveles de riesgo.

Sin embargo, el debate sobre las ventajas relativas de cada una de estas estrategias no está zanjado y las dos fórmulas cuentan con defensores y detractores. A favor de la gestión pasiva se puede señalar que en periodos largos los índices representativos

de clases de activos suelen superar la rentabilidad de la gestión activa. Ello se debe principalmente a que las estrategias pasivas tienen menores costos de transacción y de administración que las activas, mientras que es difícil encontrar administradores activos que superen en período largo a sus *benchmarks* por un margen suficiente para compensar sus mayores costos.

Por otro lado, existen casos en que ciertos administradores activos han generado rentabilidades significativamente superiores a sus *benchmarks* por períodos prolongados. No obstante, una pregunta siempre difícil de responder en este caso es si esa mayor rentabilidad ha sido fruto de haber asumido mayor riesgo o de que los mercados no siempre son eficientes. Este punto es precisamente lo que mantiene inconcluso el debate sobre las ventajas relativas de los dos tipos de administración.

Selección del consultor externo

Luego de analizar el proceso de selección de administradores externos, el Comité recomendó contratar un consultor externo para prestar asesoría en dicho proceso. Así, en la evaluación de los potenciales administradores externos se contará con apoyo técnico especializado y se tendrá acceso a las amplias bases de datos que el consultor externo contratado posee. El consultor externo deberá proveer apoyo técnico en la selección de administradores y colaborar en la evaluación y elección de éstos. Algunas tareas específicas del consultor incluyen proponer el conjunto de administradores apropiados, sugerir cuestionarios y esquemas para su evaluación, opinar sobre aspectos cuantitativos y cualitativos específicos de cada firma, y preparar una lista corta de administradores preseleccionados.

El Comité propuso al Ministro de Hacienda seleccionar al consultor basándose en los siguientes criterios: costos (precio de la asesoría), plazos (número de semanas que tomará el desarrollo de la asesoría), experiencia (número de clientes y servicios) y cobertura de sus bases de datos (cantidad y calidad de la información contenida). De acuerdo a ellos, el Comité recomendó la contratación de la firma *Strategic Investment Solutions*.

Evaluación de la gestión de administradores y monitoreo de riesgos

Para la evaluación de la gestión de los administradores, el Comité recomendó que se considere un portafolio referencial o *benchmark* específico para cada clase de activo, de modo de poder evaluar las decisiones adoptadas respecto de la inversión en activos líquidos, bonos soberanos, bonos soberanos indexados, bonos corporativos y renta variable (Cuadro 4).

Cuadro 4: Comparación de *benchmarks* por clases de activos

Clases de Activos	Directrices Actuales	Directrices Nuevas
<i>Benchmark</i> Activos Líquidos (corto plazo)	6 Month Libid rate / 6 Month T-bills rate	Merril Lynch Libid 6 Month Average / Merrill Lynch T-Bills Index
<i>Benchmark</i> Bonos Soberanos (nominal)	JPMorgan Global Bond Index	Lehman Global Treasury and Other Government Related Securities Index
<i>Benchmark</i> Bonos Soberanos Indexados (real)	Barclays US TIPS 1-10 Years	Lehman Global Inflation-Linked Index
<i>Benchmark</i> Bonos Corporativos	-	Lehman Global Aggregate Corporate Securities Index
<i>Benchmark</i> Renta Variable	-	MSCI All Country World Index (ACWI)-Global Equity Index

Para maximizar los retornos financieros de ambos Fondos manteniendo una exposición al riesgo limitada, el Comité planteó la conveniencia de establecer requisitos mínimos de diversificación, tanto en renta fija como en renta variable, al igual que límites globales a la composición por riesgo de las carteras de renta fija. Adicionalmente, recomendó establecer márgenes de desviación máximos para los administradores respecto a los *benchmarks*. Para los portafolios gestionados por los administradores externos (renta variable y bonos corporativos), propuso que las desviaciones respecto a los *benchmarks* estén sujetas a un límite de riesgo por clases de activos.

CAPITULO
— 03Efecto
Potencial de las
Recomendaciones

Como ya se comentó, desde la creación de los Fondos las clases de activos consideradas en su política de inversión han sido similares a las incluidas en el portafolio de inversión de las reservas internacionales. Sin embargo, bajo las perspectivas actuales, los objetivos y horizontes de inversión de los Fondos son diferentes a los de las reservas internacionales. En el manejo de éstas, la consideración más importante es la liquidez. Consecuentemente, las reservas internacionales se invierten en activos de corto plazo y con riesgo y rentabilidad relativamente bajos.

En el caso de los Fondos, dados sus horizontes de inversión más largos, es posible aceptar mayor variabilidad de los retornos en el corto plazo y, por lo tanto, se puede aspirar a una rentabilidad mayor que la que genera la política de inversión actual, tomando un nivel de riesgo aceptable.

En efecto, tanto la teoría como la evidencia empírica sugieren que un portafolio diversificado de inversiones, de mínimo riesgo dada una rentabilidad esperada en el largo plazo, incluye combinaciones de activos de renta fija—tanto de gobierno como de empresas—y activos de renta variable. Los retornos de dicho portafolio serían

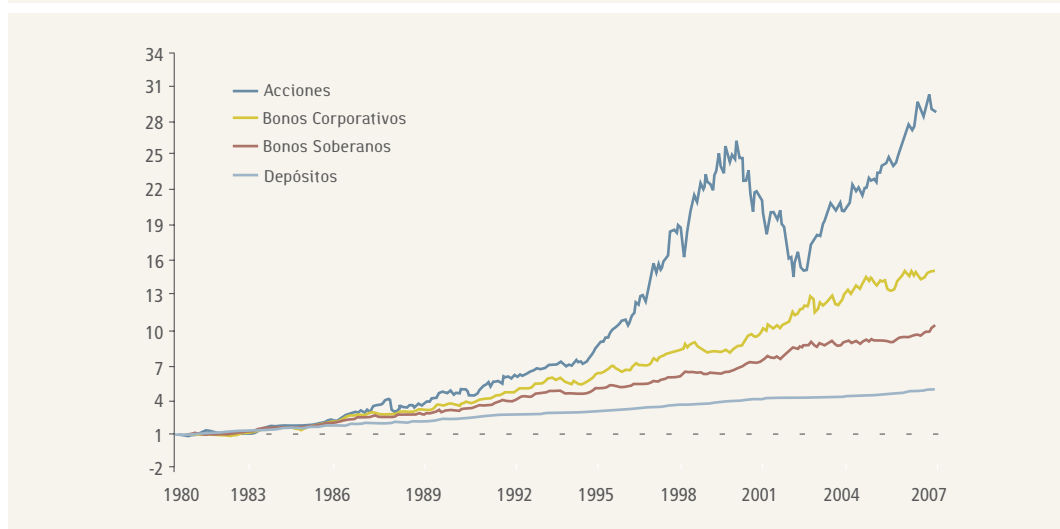




mayores que los de uno compuesto sólo por instrumentos de renta fija de corto plazo o líquidos. Considerando los horizontes previstos para el FEES y el FRP, la inclusión de una fracción moderada de renta variable, de instrumentos de renta fija de plazos más largos y con riesgo de crédito prudente implica una mayor rentabilidad esperada sin afectar significativamente el riesgo.

Así, un análisis histórico muestra que entre 1980 y 2007 las acciones han generado mayores retornos que otras clases de activos³. De hecho, si se hubiese invertido US\$1 en 1980 en acciones, a fines del 2007 se habría tenido US\$28. Si esta misma inversión se hubiera hecho en bonos corporativos, su valor habría llegado a US\$15 en 2007. Por último, si se hubiese invertido en bonos soberanos y en depósitos—los activos del actual portafolio de inversiones de ambos fondos—las inversiones a fines de 2007 hubiesen valido US\$10 y US\$5, respectivamente (Gráfico 3).

Gráfico 3: Retornos totales de diversas clases de activos
(Enero 1980=1)



Fuente: Morgan Stanley Research Latin America

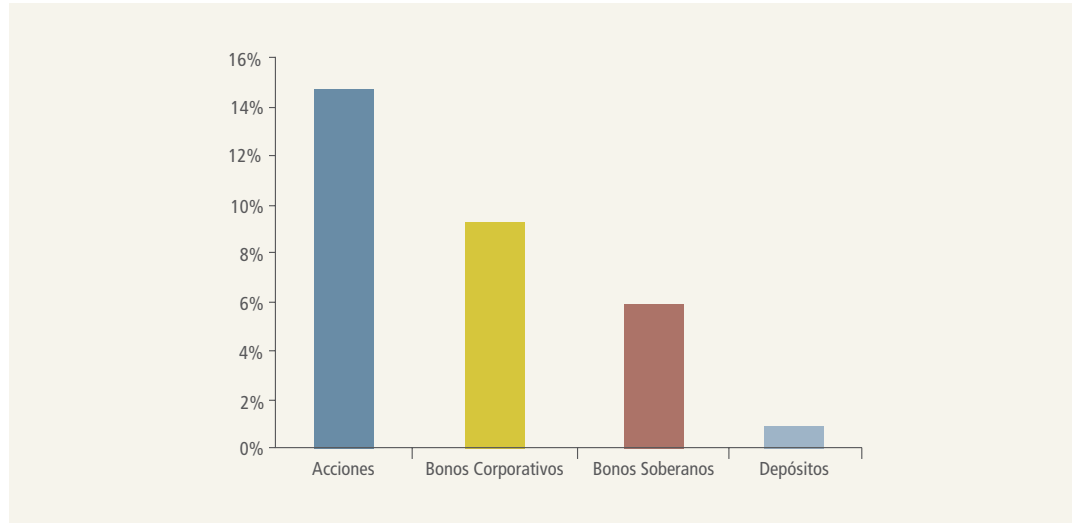
3 Luis Arcentales, "Chile: Can't Beat the Real Thing", Morgan Stanley Research Latin America, 17 de marzo de 2008.

La rentabilidad, sin embargo, constituye sólo una de las variables que deben considerarse. También es indispensable tener en cuenta la volatilidad de los retornos. Así, como lo sugiere el Gráfico 3 y lo mide el Gráfico 4, las acciones fueron los activos más volátiles durante este período. Por lo tanto, la elección de diversas clases de activos para el portafolio de los Fondos debe buscar un balance apropiado entre retorno y volatilidad esperados.

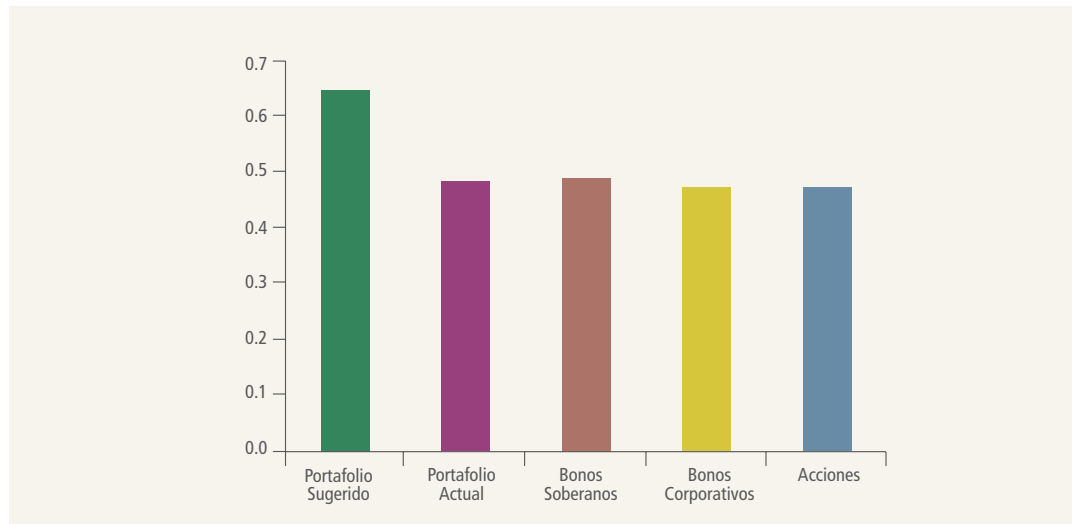
Para ello, una medida ilustrativa es la razón de Sharpe, la cual calcula los retornos ajustados por su volatilidad. Mientras más alta sea la razón de Sharpe de un activo o portafolio, más conveniente será éste, bajo ciertos supuestos. Durante el período analizado las razones de Sharpe de los bonos soberanos, los bonos corporativos y las acciones fueron muy similares, pero más bajas que la que habría tenido el portafolio sugerido por el Comité (Gráfico 5).

En este contexto, las recomendaciones realizadas por el Comité y aceptadas por el Ministerio de Hacienda buscan maximizar la rentabilidad de los Fondos sujeto a un nivel de riesgo aceptable. Es por esto que, como ya se explicó, la nueva política de inversión para ambos fondos a fines del 2008 incluirá 15% en acciones, 20% en bonos corporativos, 45% en bonos soberanos, 15% en bonos soberanos indexados a la inflación y 5% en activos líquidos (depósitos). Esta nueva estructura de inversión implica una mayor diversificación de las inversiones que la actual y está más en línea con los objetivos de los Fondos.

Por último, es importante destacar tres puntos en relación a la nueva política de inversión propuesta para el 2008. Primero, ella es conservadora y busca una diversificación gradual de las inversiones. Segundo, corresponde a una fase de transición que podría ser seguida por una política menos conservadora. Tercero, es la misma para ambos fondos, lo que se justifica por las economías de escala que en esta fase se pueden ganar al utilizar una misma distribución de activos para ambos fondos. Naturalmente, dados los diferentes objetivos de los Fondos, las estructuras de los respectivos portafolios serán distintas en el futuro.

Gráfico 4: Volatilidad de los retornos de diversas clases de activos

Fuente: Morgan Stanley Research Latin America

Gráfico 5: Índice de retornos totales ajustados por volatilidad

Fuente: Morgan Stanley Research Latin America



CAPITULO

04

Anexos

Anexo 1: Evolución y Desempeño del FRP y del FEES

Desde su creación el 28 de diciembre de 2006, el FRP recibió aportes por un total de US\$ 1.340,89 millones. Su valor a fines de diciembre 2007 fue de US\$ 1.466,35 millones. En consecuencia, las inversiones financieras realizadas durante ese período generaron recursos adicionales por US\$ 125,46 millones. Ello implicó una tasa interna de retorno (TIR) de 11,84% en base anual⁴.

Por su parte, desde su creación el 6 de marzo del 2007, el FEES recibió aportes por un total de US\$ 13.100 millones. Su valor a fines de diciembre 2007 fue de US\$ 14.032,61 millones. Las inversiones financieras realizadas durante ese período generaron así recursos adicionales por US\$ 932,6 millones (Cuadros A1.1 y A1.2). Ello implicó una tasa interna de retorno (TIR) de 12,24% en base anual.

⁴ La TIR es la tasa implícita calculada a partir de una serie de flujos de caja. Es el retorno que iguala la inversión inicial con el valor presente de dichos flujos, o bien es la tasa de descuento que hace igual a cero el valor presente de todos los flujos de caja.



Cuadro A1.1: Evolución del valor de mercado del FRP

Cambio en Valor de Mercado (MM USD)	2006	Año 2007				
	Total	1 Trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim	Total
Valor de Mercado Inicial		604,6	611,4	1.350,1	1.418,9	
Aportes	604,5		736,4			1.340,9
Cambio en Valor de Mercado	0,1	6,8	2,4	68,7	47,5	125,5
Valor de Mercado Final	604,6	611,4	1.350,1	1.418,9	1.466,4	

Fuente: JP Morgan

Cuadro A1.2: Evolución del valor de mercado del FEES

Cambio en Valor de Mercado (MM USD)	Año 2007				
	1 Trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim	Total
Valor de Mercado Inicial		7.128,8	9.656,4	11.150,5	
Aportes	7.100,0	2.500,0	1.000,0	2.500,0	13.100,0
Cambio en Valor de Mercado	28,8	27,6	494,2	382,1	932,6
Valor de Mercado Final	7.128,8	9.656,4	11.150,5	14.032,6	

Fuente: JP Morgan

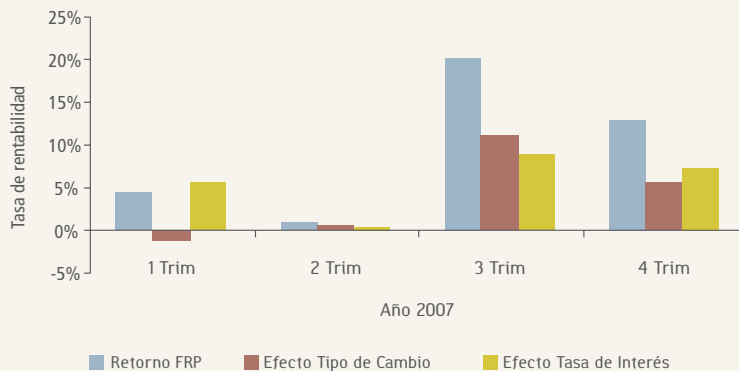
Sobre la evolución favorable del valor de ambos fondos influyeron principalmente dos factores.

El primero fue la baja de las tasas de interés en los EE.UU. Para hacer frente a la denominada crisis sub prime, la Reserva Federal redujo la tasa de instancia en 100 puntos base durante el segundo semestre de 2007, dejándola en 4,25%. A raíz de ello, las tasas de los instrumentos de renta fija disminuyeron significativamente y su valor de mercado subió. La crisis generó además problemas de liquidez interbancaria e indujo a los inversionistas a buscar refugio en activos más seguros, lo que contribuyó a acentuar la caída de las tasas de los instrumentos de renta fija y el alza de su valor de mercado.

El segundo factor que incidió favorablemente en el valor de los Fondos fue la depreciación del dólar de EE.UU. En efecto, dado que la mitad del portafolio de los Fondos está invertida en instrumentos denominados en monedas distintas al dólar—40% en euros y 10% en yenes—, la apreciación de estas monedas con respecto al dólar elevó sustancialmente el retorno de los Fondos medido en dólares.

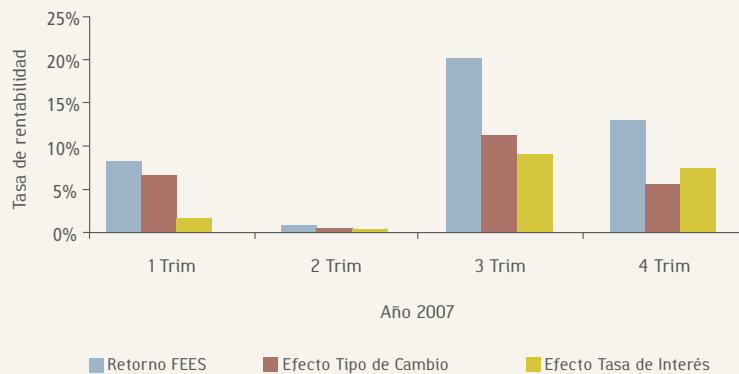
Los gráficos A1.1 y A1.2 muestran la contribución al retorno de ambos fondos de la variación de los tipos de cambios entre el euro, el yen y el dólar, por una parte, y de la baja de las tasas de interés, por otra.

Gráfico A1.1: Descomposición de la rentabilidad del FRP



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda

Gráfico A1.2: Descomposición de la rentabilidad del FEES

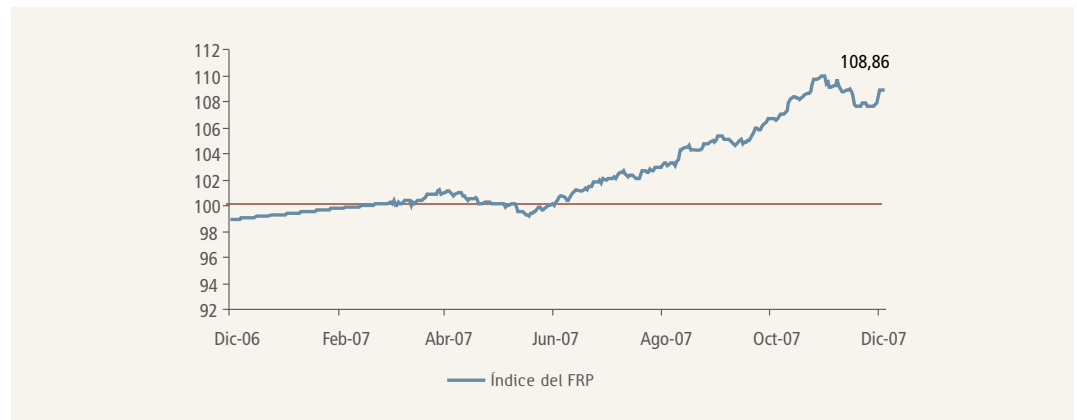


Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda

Cabe señalar que la TIR depende no sólo de la rentabilidad de las inversiones, sino también del momento en que se efectúen los aportes y retiros a los Fondos y de la magnitud de éstos. La TIR no permite, por tanto, evaluar el desempeño de los administradores de los portafolios, ya que ellos no controlan ni el momento ni la magnitud de los aportes o eventuales retiros de los Fondos.

Por lo tanto, para eliminar la incidencia que tienen los flujos netos de caja (aportes menos retiros) en la rentabilidad de los Fondos, se utilizó el denominado *Time Weighted Return* (TWR)⁵. Para obtener el TWR de un periodo determinado, se calculan y luego se promedian los retornos diarios del portafolio, netos de aportes y retiros. Utilizando el TWR, se construyeron para cada fondo índices que permiten medir su desempeño. Para ambos fondos, la base de los respectivos índices es 100 el 31 de marzo 2007 y su valor al 31 de diciembre fue de 108.86 en el caso del FRP y 108.89 en el del FEES (Gráficos A1.3 y A1.4). Ello implica que el retorno en base anual del FRP fue de 11,60%, mientras que el del FEES fue de 11,64%, algo inferiores ambos al de su *benchmark* (11,93%).

Gráfico A1.3: Evolución índice de rentabilidad del FRP
(31 marzo 2007=100)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda en base a información suministrada por JP Morgan, Banco Central de Chile y Bloomberg

5 Retorno ponderado por tiempo (*Time Weighted Return*, TWR) es la tasa de crecimiento medida como porcentaje de cambio en el valor de un activo en un periodo de tiempo que no considera el efecto de los flujos de entrada y salida de capital.

Gráfico A1.4: Evolución índice de rentabilidad del FEES
(31 marzo 2007=100)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda en base a información suministrada por JP Morgan, Banco Central de Chile y Bloomberg

Anexo 2: Fondos de Riqueza Soberanos en el Mundo

Caracterización de los fondos de riqueza soberanos

Los Fondos de Riqueza Soberanos o *Sovereign Wealth Funds* (SWFs por sus siglas en inglés) son vehículos creados por los gobiernos para invertir sus excedentes de recursos. Se puede distinguir dos clases de SWFs de acuerdo al origen de sus recursos:

- i) Fondos basados en *commodities* en los cuales se acumulan activos internacionales adquiridos con las divisas generadas por las exportaciones de petróleo o de otras materias primas no renovables. Por ejemplo, Botswana (diamantes), Noruega y Rusia (petróleo) y Chile (cobre).
- ii) Fondos basados en *non-commodities* en los cuales se acumulan activos internacionales adquiridos con las divisas generadas por los superávits en cuenta corriente. Por ejemplo, China y Singapur.

La existencia de estos fondos no es un fenómeno nuevo. Por ejemplo, el *Kuwait General Reserve Fund* se creó en 1953 y el *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) se estableció en 1976. ADIA es el mayor de los SWFs, cuyos activos se estiman en US\$875 mil millones. Los SWFs más recientes son los de Rusia, Corea y Chile.

Se calcula que en la actualidad las reservas de los fondos soberanos alcanzan a US\$2,9 billones (2.900.000 millones) (Cuadro A2.1). Además, si se agregan las reservas internacionales de los países, el monto total alcanza los US\$5,6 billones (5.600.000 millones).

Cuadro A2.1: Principales fondos de riqueza soberanos

País	Nombre del Fondo	Activos en Millones US\$	Fecha de Creación	Fuente de Acumulación
Emiratos Árabes	ADIA	875.000	1976	Petróleo
Noruega	Government Pension Fund - Global	341.200	1996	Petróleo
Singapur	GIC	330.000	1981	Otra
Arabia Saudita	Saudi Arabian funds of various types	300.000	N/A	Petróleo
Kuwait	Reserve Fund for Future Generation	250.000	1953	Petróleo
China	State FX Investment Corp. + Hueijing Co.	200.000	2007	Otra
Singapur	Temasek Holdings	159.210	1974	Otra
Rusia	Stabilisation Fund	133.000	2003	Petróleo
Libia	Oil Reserve Fund	50.000	2005	Petróleo
Argelia	Fond de régulation des recettes	42.600	2000	Petróleo
Qatar	Qatar Investment Authority	40.000	N/A	Petróleo, gas
Estados Unidos de América (Alaska)	Permanent Reserve Fund	38.000	1976	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Authority	30.000	1983	Petróleo
Malasia	Khazanah Nasional BHD	25.700	1993	Otra
Corea	KIC (Korea Investment Corporation)	20.000	2006	Otra
Kazajstán	National Fund	17.600	2000	Petróleo, gas
ROC (Taiwán)	National Stabilisation Fund	15.000	N/A	Otra
Canadá	Alberta Heritage TF	15.500	1976	Petróleo
Irán	Petróleo Stabilisation Fund	15.000	1999	Petróleo
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	11.151	2007	Cobre
Nigeria	Excess Crude Account	11.000	2003	Petróleo
Botswana	Pula Fund	6.800	1966	Diamante
Omán	State General RF	2.000	1980	Petróleo, gas
Azerbaijón	State Oil Fund	1.500	1999	Petróleo
Venezuela	FIEM	756	1998	Petróleo
Canadá	Fond des générations (Québec)	560	2006	Electricidad
Trinidad & Tobago	Revenue SF	460	2000	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalization Fund	400	1956	Fosfatos
Uganda	Poverty Action Fund	350	1998	Donantes
TOTAL		2.932.787		
Fondos relacionados con petróleo o gas		2.163.616		
Fondos no relacionados con petróleo o gas		769.171		

Fuente: Morgan Stanley Research Global

Según Stephen Jen, investigador de *Morgan Stanley Research Global*, un SWF típico debe tener las siguientes características: ser soberano, presentar una alta exposición a monedas extranjeras, no tener un pasivo explícito, tener una alta tolerancia al riesgo y tener un horizonte de inversión de largo plazo⁶.

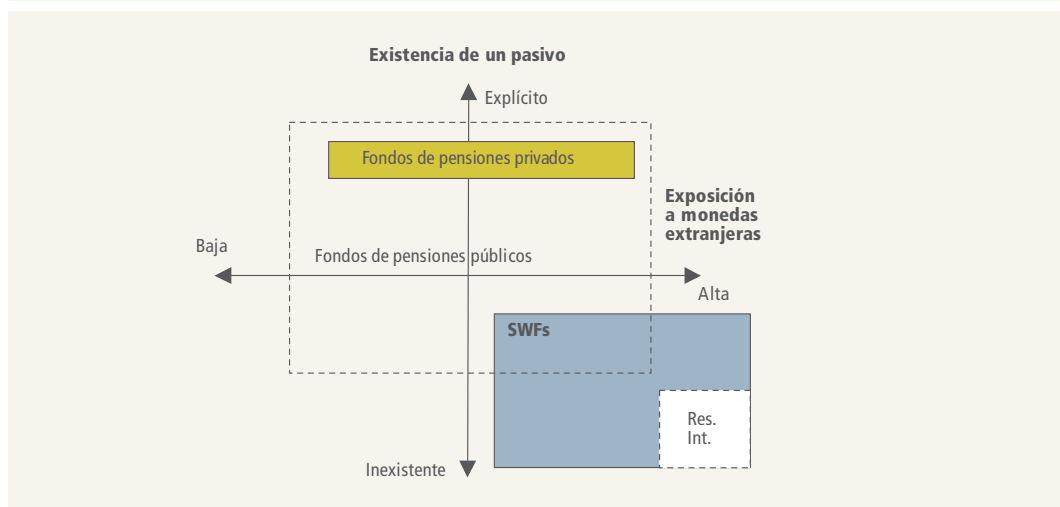
Jen sitúa distintos tipos de fondos existentes en el mercado—fondos de pensiones privados, fondos de pensiones públicos, SWFs y reservas internacionales— de acuerdo a dos dimensiones: existencia de un pasivo y exposición a monedas extranjeras (Gráfico A2.1).

Por definición, el 100% de las reservas internacionales se invierte en moneda extranjera. Por otra parte, ellas no tienen un pasivo explícito, aunque indirectamente financian las operaciones de mercado abierto, en especial los papeles colocados en el mercado local.

Los SWFs si bien no deben estar invertidos 100% en moneda extranjera, mayoritariamente suelen tener una alta exposición a monedas extranjeras. Por ejemplo, los fondos *Singapore's Temasek Holdings*, *Malaysia's Khazanah Nasional BHD* y *Canada's Fond des Generations* (Quebec) no están invertidos 100% en monedas extranjeras.

Los fondos de pensiones soberanos (*Sovereign Pension Funds* o SPFs) suelen tener menor exposición a monedas extranjeras. Por ejemplo, el fondo japonés *GPIF* y el fondo *US Social Security Trust Fund*, tienen un 0% y 13% invertido en monedas extranjeras, respectivamente. Los SPFs tienden a tener un pasivo explícito o implícito relativamente claro.

Gráfico A2.1: Fondos según existencia de un pasivo y exposición a monedas extranjeras

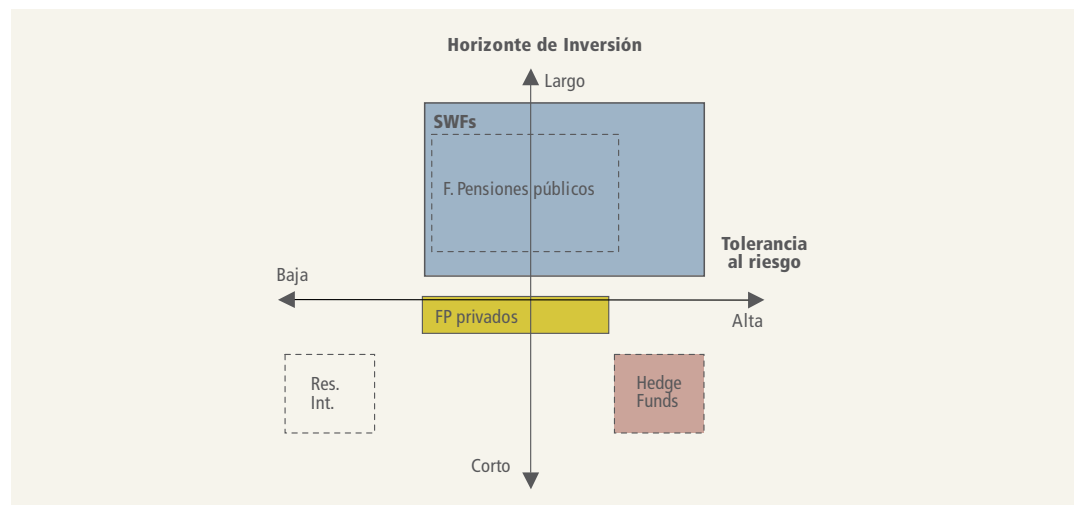


Fuente: Morgan Stanley Research Global

⁶ Stephen Jen, "The Definition of a Sovereign Wealth Fund", Morgan Stanley Research Global, 25 de Octubre, 2007.

Finalmente, se sitúa los mismos fondos anteriores y agrega los *hedge funds* en dos dimensiones: horizonte de inversión y tolerancia al riesgo (Gráfico A2.2). Debido a la necesidad de liquidez y seguridad, las reservas internacionales tienen un horizonte de inversión de corto plazo y una baja tolerancia al riesgo crediticio. Por ello, la mayoría de ellas está invertida en bonos soberanos muy líquidos y en mercados profundos. Los *hedge funds* tienden también a realizar inversión de corto plazo pero con una mayor tolerancia al riesgo. Los SWFs y los SPFs generalmente muestran una tolerancia al riesgo mediana (entre las reservas internacionales y los *hedge funds*) y un horizonte de inversión relativamente de largo plazo.

Gráfico A2.2: Fondos según horizonte de inversión y tolerancia al riesgo



Fuente: Morgan Stanley Research Global

Diversificación por clases de activos de los SWFs

Jen postula que los SWFs tenderán en los próximos años a una estructura de inversión o asignación entre las distintas clases de activos similar a los SPFs⁷. Esta diversificación por clases de activos incluye 25% en renta fija (soberana y corporativa), 45% en renta variable y 30% en inversiones alternativas⁸ (Cuadro A2.2).

Cuadro A2.2: Estructura de inversión del CDP, ABP, NBIM y portafolio modelo para los SWFs (porcentajes del total)

Clases de Activos	CDP de Canadá	ABP (Países Bajos)	NBIM (Noruega)	Portafolio Modelo
Renta Fija	35	40	58	25
Renta Variable	36	34	42	45
Inversiones Alternativas	29	26	-	30

Fuentes: Reportes anuales de Caisse de dépôt et placement du Quebec (Canadá), de ABP (Países Bajos) y de NBIM (Noruega); y Morgan Stanley Research Global

Uno de los ejemplos de este fenómeno, según el investigador, es el fondo de pensiones de Noruega el cual se encontraría en un proceso de maduración, pasando, en primer lugar, por una mayor proporción de las inversiones en renta variable (que subirían de 40% a 60%) y que posteriormente incluiría inversiones alternativas. De hecho, recientemente el Fondo de Noruega ha anunciado su intención de iniciar la inversión de tipo alternativo.

7 Para sus conclusiones, Jen realiza un ejercicio considerando la estructura de inversión de los dos SPFs más grandes del mundo: Caisse de dépôt et placement du Quebec (Canadá) y ABP (Países Bajos).

8 Entre las inversiones alternativas se encuentran los *hedge funds*, *commodities*, infraestructura, bienes raíces y capital de riesgo.

Transparencia

Debido a su fuerte crecimiento y su posible impacto en los mercados financieros, recientemente se ha prestado más atención y existe mayor interés en los SWFs. Una de las dimensiones considerada es su transparencia, la que comprende, entre otras características, la naturaleza, objetivos y gobiernos corporativos de los SWFs.

En respuesta a la incertidumbre respecto a los gobiernos corporativos y política de inversiones de algunos fondos de riqueza soberanos, en numerosos países desarrollados han surgido preocupaciones respecto a sus inversiones en sectores estratégicos. Entre las preocupaciones y preguntas sin responder se encuentran las que tienen relación con la estructura de estos fondos: ¿Son ellos una herramienta de política de sus gobiernos? ¿Adhieren a las prácticas y normas de los fondos fiduciarios de los países? ¿Tendrán la capacidad de afectar la estabilidad financiera de los mercados?

Estas preguntas no tienen respuestas claras, debido en gran medida a la poca información que entregan algunos fondos, en especial respecto a sus objetivos, inversiones, manejo de riesgos y responsabilidades institucionales. Motivado por lo anterior, han surgido diversas iniciativas internacionales para establecer un conjunto de buenas prácticas respecto a la transparencia de este tipo de fondos. Cabe destacar la reciente iniciativa del FMI para tipificar los fondos soberanos según sus fuentes de acumulación, objetivos y estructura de inversión. Paralelamente, el FMI ha iniciado un diálogo con los distintos encargados de los fondos, con el objeto de discutir las mejores prácticas en materia de transparencia en la gestión y estructura de inversión.

Se suele citar como ejemplo de transparencia al fondo de pensiones de Noruega. Los fondos soberanos chilenos aparecen también entre los fondos soberanos más transparentes (Cuadro A2.3).

Cuadro A2.3: Resumen evaluación buenas prácticas de los SWFs (porcentaje de máximos puntos posibles)

Fondo	Transparencia y Accountability	Evaluación Agregada
United States (Alaska) Alaska Permanent Fund	100	94
Norway Government Pension Fund–Global	100	92
United States (Wyoming) Permanent Mineral Trust Fund	82	91
United States (New Mexico) Severance Tax Permanent Fund	86	86
Timor-Leste Petroleum Fund for Timor-Leste	96	80
Azerbaijan State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	89	77
Canada Alberta Heritage Savings Trust Fund	79	74
Chile Economic and Social Stabilization Fund	82	70
Hong Kong Exchange Fund	79	67
Kazakhstan National Fund for the Republic of Kazakhstan	64	64
Botswana Pula Fund	54	55
Trinidad and Tobago Heritage and Stabilization Fund	46	53
Korea Investment Corporation	45	51
Russia Reserve Fund and National Welfare Fund	50	51
São Tomé and Príncipe National Oil Account	29	48
Kuwait Investment Authority	41	48
Mexico Oil Income Stabilization Fund	43	47
Singapore Temasek Holdings	61	45
Singapore Government of Singapore Investment Corporation	39	41
Malaysia Khazanah Nasional	46	38
China Investment Corporation	14	29
Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund	7	29
Algeria Revenue Regulation Fund	11	27
Nigeria Excess Crude Account	14	26
Iran Oil Stabilization Fund	18	23
Venezuela Macroeconomic Stabilization Fund	18	23
Venezuela National Development Fund	27	20
Oman State General Reserve Fund	18	20
Sudan Oil Revenue Stabilization Account	14	20
Brunei Darussalam Brunei Investment Agency	25	18
United Arab Emirates Mubadala Development Company	7	15
United Arab Emirates (Dubai) Istithmar World	7	14
Qatar Investment Authority	2	9
United Arab Emirates Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	4	9
Promedio	44	46

Fuente: Edwin Truman, "A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices", *Policy Brief* Peterson Institute for International Economics, Abril de 2008.

Anexo 3: Integrantes del Comité Financiero



ANDRÉS BIANCHI LARRE

Presidente

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



ANA MARÍA JUL LAGOMARSINO

Vicepresidenta

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



MARTÍN COSTABAL LLONA

Consejero

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y MBA de la Universidad de Chicago. Ha sido Director de Presupuestos y Ministro de Hacienda, Ejecutivo de Pizarreño e Infraestructura Dos Mil, y Gerente General de AFP Habitat. Actualmente es director de Empresas CMPC S.A. y Empresas Pizarreño S.A.



OSCAR LANDERRETCHÉ MORENO

Consejero

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology (M.I.T.). Actualmente es profesor del Departamento de Economía de la Universidad de Chile y director académico del Magíster en Políticas Públicas conjunto de la Universidad de Chile y la Universidad de Chicago.



ANDRÉS SANFUENTES VERGARA

Consejero

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



EDUARDO WALKER HITSCHFELD

Consejero

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

Anexo 4: Glosario

Acciones:

Son instrumentos representativos de una parte del patrimonio de una sociedad. De esta forma, al adquirir una acción se participa de los beneficios y pérdidas que puede generar el negocio de esa sociedad.

Activos líquidos:

Son instrumentos de corto plazo que son fácilmente convertibles a efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor.

Agencias financieras de EE.UU.:

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

Bonos:

Un bono es una obligación financiera contraída por un emisor (por ejemplo, una empresa o un gobierno) con inversionistas. Por dicha obligación el emisor se compromete, además de devolverle el capital prestado a los inversionistas, a pagar una tasa de interés pactada en una o varias fecha(s) determinada(s).

Bonos corporativos:

Bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

Bonos indexados a la inflación:

Bonos cuyo valor se reajusta 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.

Clase de activo:

Consiste en una categoría específica de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos y activos líquidos, entre otros. Los activos de la misma clase generalmente exhiben características similares respecto a riesgo y estructura, reaccionan de manera similar en el mercado y generalmente están sujetos a las mismas regulaciones.

Clasificación de riesgo:

Se refiere al grado de riesgo crediticio que tiene asociado un instrumento financiero, institución o país, definido por alguna empresa clasificadora de riesgo.

Duración:

Corresponde a una medida de exposición del precio de los bonos a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor es la sensibilidad de su precio frente a cambios en las tasas de interés.

Efectivo:

Caja y depósitos bancarios a la vista.

Hipotecas sub-prime:

Son préstamos otorgados para financiar la compra de viviendas a personas cuyo perfil crediticio no les permite acceder a un financiamiento estándar. Son hipotecas relativamente más caras y riesgosas.

Instrumentos de mercado monetario: Son instrumentos transables cuya madurez es menor o igual al plazo de un año.

Liquidez:

Facilidad con la que se puede vender una inversión (o instrumento).

Política de inversión:

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

Portafolio:

Es una combinación de instrumentos de inversión adquiridos por un individuo o un inversionista institucional.

Punto base:

Corresponde a una centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio en la tasa de interés.

Renta fija:

Instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Estos títulos o bonos representan una deuda para la entidad emisora (por ejemplo, empresas o gobiernos). El emisor o deudor debe devolver íntegramente el capital y pagar los intereses pactados en un período determinado.

Renta variable:

Instrumentos representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compren estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por lo tanto, obtendrán ganancias o pérdidas dependiendo de los resultados de la empresa. Si la empresa tiene resultados positivos, podrá pagar dividendos a sus accionistas y el precio de la acción en el mercado tenderá a aumentar. Si tiene resultados negativos, no podrá pagar dividendos y el precio de la acción tenderá a bajar.

Riesgo:

La posibilidad de sufrir daño o pérdidas. La variabilidad en el retorno de una inversión.

Spread:

Diferencial del rendimiento a madurez entre instrumentos de renta fija. Este diferencial se utiliza para evaluar el comportamiento relativo de distintos activos.

Tasa Libor:

London interbank offered rate, tasa cobrada de los préstamos interbancarios.

Tasa Libid:

London interbank bid rate, tasa pagada de los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa Libor menos 0,125%.

Volatilidad:

Es una medida del riesgo en cualquier activo. Representa la variación que ha tenido su precio en un período de tiempo. Los valores pueden fluctuar con las alzas y bajas del mercado, debido a eventos como variaciones en las tasas de interés, desempleo y cambios en la economía en general.

Ministerio de Hacienda
Teatinos 120 - Piso 12
Santiago - Chile
Código Postal: 8340487
Teléfono: (56-2) 473 2000
www.hacienda.cl

