

# INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

---

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

## 2011



► Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2011.

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

*<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>*

Portada: Gentileza Fundación Imagen de Chile, © Max Donoso

Registro de Propiedad Intelectual N° 215.369

ISSN: 0718-5790

Edición de 250 ejemplares.

Abril de 2012, Santiago de Chile.

Todos los derechos reservados.



# INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

---

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

## 2011

# Contenido

Prefacio	7
Integrantes del Comité Financiero	8
<b>CAPÍTULO 1: Política fiscal, objetivos e institucionalidad y política de inversión de los fondos</b>	<b>10</b>
<b>A</b> Política fiscal	11
<b>B</b> Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
<b>C</b> Institucionalidad	13
<b>D</b> Política de inversión	16
<b>CAPÍTULO 2: Estado de los fondos soberanos</b>	<b>20</b>
<b>A</b> Análisis de mercado	21
<b>B</b> Valor de mercado	25
<b>C</b> Rentabilidad	26
<b>CAPÍTULO 3: Proceso de selección de administradores externos</b>	<b>30</b>
<b>A</b> Proceso de selección	31
<b>CAPÍTULO 4: Actividades y recomendaciones del Comité Financiero</b>	<b>34</b>
<b>A</b> Estudio sobre “Una composición estratégica de activos para el FEES”	35
<b>B</b> Otras recomendaciones en 2011	36
<b>Anexo: Resumen de reuniones 2011</b>	<b>38</b>
Referencias bibliográficas	42
Glosario	43



## Cuadros

1 Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2011	27
--	----

## Gráficos

1 Regla de acumulación de los fondos	12
2 Comparación entre la política de inversión actual del FRP y la recomendada por el Comité Financiero	19
3 Credit Default Swaps (CDS) a 5 años de algunos países europeos y Chile, 2010 – 2011	21
4 TED spread, 2006 – 2011	22
5 Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2011	23
6 Índice de paridades cambiarias en 2011	23
7 Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 – 2011	24
8 Evolución del valor de mercado del FEES y del FRP, marzo 2007 – diciembre 2011	25
9 Índice de rentabilidad acumulada del FEES y del FRP, abril 2007 – diciembre 2011	28

## Diagramas

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

## Recuadros

1 Retornos y riesgos de los fondos soberanos	16
2 ¿Por qué diversificar en años de turbulencia?	19
3 El límite de la deuda en EE.UU. y sus implicancias para los fondos soberanos	24
4 Comparador referencial o <i>benchmark</i>	28
5 Administración pasiva	29
6 Una composición estratégica de activos para el FEES	35
7 ¿Qué son los ETF?	37





## Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Comité Financiero fue creado el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).

El presente informe, el quinto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2011, y es parte del esfuerzo sistemático por difundir y hacer públicas tanto sus deliberaciones y recomendaciones como el estado de los fondos soberanos. De este modo, se da cumplimiento a la obligación establecida por el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, que dispone que el Comité informará anualmente de su trabajo al Ministro de Hacienda y remitirá copia de dicho informe a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados, así como a la Comisión Especial de Presupuestos.

*El Comité*

## Integrantes del Comité Financiero



### **KLAUS SCHMIDT-HEBBEL DUNKER**

#### *Presidente*

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology (M.I.T.). Actualmente es profesor titular de la Pontificia Universidad Católica de Chile, profesor asociado de la Universidad de Chile, consultor internacional y director de empresas. Ha sido Economista Jefe de la OCDE en París y Director de su Departamento Económico. Anteriormente se desempeñó como Gerente de Investigación Económica del Banco Central de Chile y Economista Principal del Departamento de Investigación del Banco Mundial en Washington. Ha sido Presidente de la Sociedad de Economía de Chile. Se incorporó al Comité en agosto de 2009.



### **CRISTIÁN EYZAGUIRRE JOHNSTON**

#### *Vicepresidente*

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



### **ARTURO CIFUENTES OVALLE**

#### *Consejero*

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





**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 y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



**ERIC PARRADO HERRERA**

*Consejero*

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



**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, Berkeley. Actualmente es profesor titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, consultor internacional y miembro del Consejo Técnico de Inversiones. Ha sido profesor asociado visitante en el departamento de finanzas de McCombs School of Business, en la Universidad de Texas, Austin, Gerente de Estudios de AFP Habitat, miembro del Comité de Mercado de Capitales y de la Comisión Clasificadora de Riesgo. Se incorporó al Comité en enero de 2007.

# CAPÍTULO 1

---

Política fiscal, objetivos e institucionalidad y  
política de inversión de los fondos

## A. Política fiscal

---

La política fiscal del Gobierno de Chile tiene por objeto contribuir a la estabilidad macroeconómica y proveer bienes públicos que incrementen las oportunidades y la protección social de los chilenos<sup>1</sup>.

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por la regla de balance estructural o, conceptualmente más apropiado, una regla de balance cíclicamente ajustado<sup>2</sup>, que busca atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios. Ello ayuda a evitar cambios drásticos en el nivel del gasto público ante eventos económicos cíclicos o inesperados, ahorrando en tiempos de bonanza y utilizando esos ahorros en períodos de debilidad cíclica del producto interno bruto y/o del precio internacional del cobre<sup>3</sup>.

A fin de asegurar la sustentabilidad del gasto público en el tiempo y contribuir a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal. Ésta creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y facultó al Presidente de la República para crear el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

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

---

### Objetivos

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

### Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en el *gráfico 1*, están establecidas por ley<sup>4</sup>.

---

1 Schmidt-Hebbel (2012) y Velasco et al. (2012).

2 Ver nota de pie N°1 en Larraín et al. (2011).

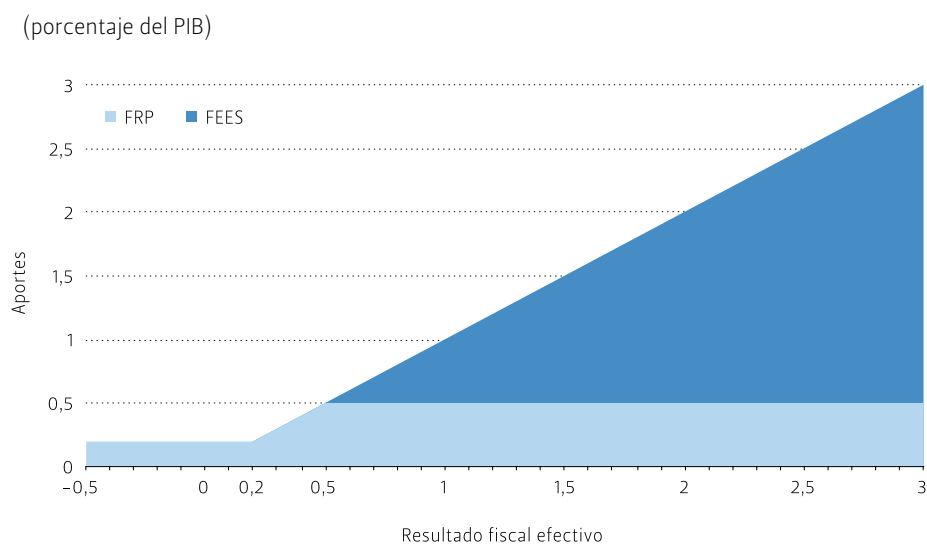
3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación y resultados véase Marcel et al. (2001), Rodríguez et al. (2006), Velasco et al. (2010), Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011) y Larraín et al. (2011).

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

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).

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar el aporte al FRP del superávit fiscal efectivo, descontando las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo<sup>5</sup>.

**Gráfico 1** Regla de acumulación de los fondos



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

### Reglas de uso

A partir de 2016 los recursos del FRP podrán utilizarse para complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez. El monto de los recursos del FRP que podrá ser utilizado anualmente no debe ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales y el gasto previsional en 2008 ajustado por inflación. Adicionalmente, hasta 2016 se puede girar desde el FRP el equivalente a la rentabilidad que haya generado el año anterior.

<sup>5</sup> La legislación mencionada permite realizar amortización de deuda pública y aportes 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.

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 de la suma del gasto fiscal previsional considerado en la Ley de Presupuestos de dicho año. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

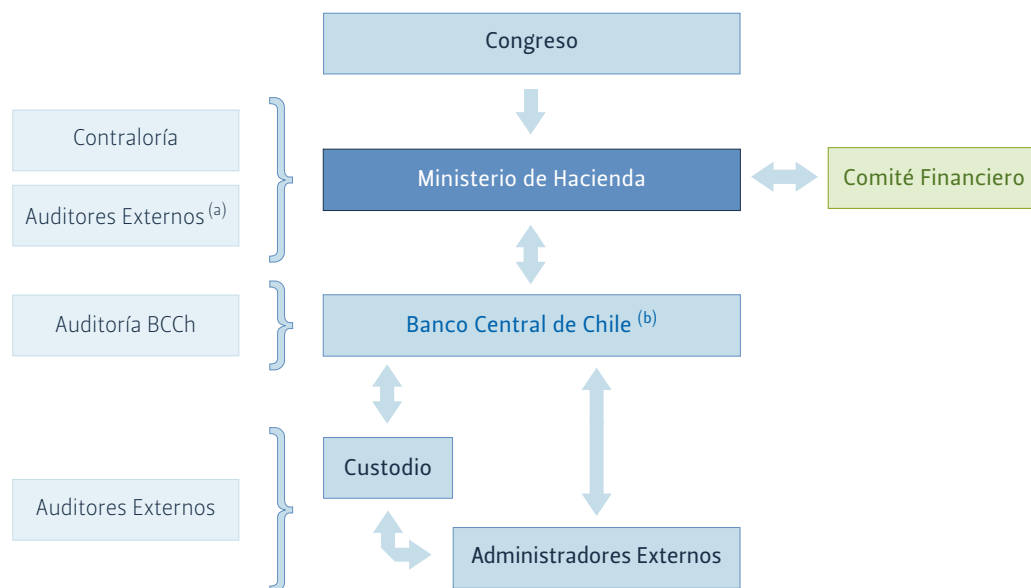
Por su parte, los recursos del FEES se pueden utilizar en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado en caso de déficit fiscal. Además puede utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo 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.

### C. Institucionalidad

El marco legal establece una división clara de funciones y responsabilidades que facilita la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión de los fondos. A continuación se describen brevemente las principales funciones de cada una de las entidades involucradas en la administración de los fondos (véase *diagrama 1*).

Diagrama 1 Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



a. Los auditores externos son utilizados para auditar los estados financieros que elabora la Tesorería General.

b. Hasta el cierre de 2011 el Banco Central de Chile ha gestionado directamente la totalidad de los recursos del FEES y del FRP. Sin embargo, a partir de 2012 administradores externos delegados del Banco gestionarán aproximadamente 35% del FRP (mandatos de acciones y bonos corporativos).

## Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

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

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

## Banco Central de Chile

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

A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh eligió a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión del 35% de la cartera del FRP a partir de enero de 2012 (véase el capítulo 3 que explica el proceso de selección de administradores externos).

## Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un Comité Asesor del Ministerio de Hacienda para los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y aconseja al Ministro sobre la definición de las directrices necesarias para su implementación. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento del Comité Financiero. Dicho comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda. Según dicho decreto, el Comité debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual equivalente al de cinco sesiones. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual equivalente al de cinco sesiones. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre.

Las funciones del Comité Financiero y las normas de procedimiento necesarias para su correcto funcionamiento fueron determinadas en el mismo decreto. De acuerdo a éste, las funciones y atribuciones del Comité son las siguientes:

- Asesorar sobre los aspectos fundamentales para una política de inversión, consultados por el Ministro de Hacienda al Comité, tales como la distribución de las inversiones por clases de activos, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos, la definición de los límites a las desviaciones permitidas a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio de Hacienda por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Emitir opinión sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio de Hacienda.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.
- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que rigen los fondos.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio de Hacienda, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias<sup>6</sup>.

---

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

## D. Política de inversión

---

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

### Fondo de Estabilización Económica y Social

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

La política de inversión vigente ha sido coherente con estos objetivos. Ésta considera la inversión en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, que típicamente se ven favorecidas en momentos de crisis. Ello no sólo permite maximizar el valor acumulado de estos recursos medido en moneda extranjera, sino que también su conversión a pesos (moneda en la cual se realiza la mayor parte del gasto fiscal) cuando el uso de estos recursos es más necesario. A modo de ejemplo, durante la crisis de 2008, la rentabilidad de los fondos no se vio mermada. Por el contrario, su desempeño en pesos fue muy favorable. Esto contrasta con la rentabilidad obtenida por otros fondos del mundo cuyo perfil más riesgoso los hizo sufrir importantes pérdidas de corto plazo (véase *recuadro 1*). Específicamente, la composición estratégica de activos de la política es 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indizados a la inflación, con una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros, y 10% en yenes.

#### Recuadro 1 Retornos y riesgos de los fondos soberanos

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



El cuadro R1 presenta una comparación de las principales características de fondos soberanos de diversos países. Esta comparación incluye el tamaño de los fondos, el tipo de fondo, la composición de activos, los retornos anuales en dólares para el periodo 2007 a 2011, el retorno promedio anualizado en dicho periodo y la desviación estándar de sus retornos anuales.

Dicho cuadro muestra que la rentabilidad media anual (medida por Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo o Time-Weighted Rate of Return, TWR) en dólares de los fondos soberanos de Chile desde sus inicios (5,0%), se compara favorablemente con las obtenidas en el mismo período por los fondos soberanos de otros países. Por ejemplo, el retorno obtenido por el fondo de Irlanda desde comienzos de 2007 fue -0,7%; el de Alaska, 1,8%; Noruega, 1,9%; Trinidad y Tobago, 3,4%; Nueva Zelanda, 3,6%; Timor Oriental, 4,3%; Canadá, 4,5%; y Australia, 7,6%.

**Cuadro R1 Composición estratégica de activos y retornos en dólares de fondos soberanos seleccionados**

(en porcentajes a menos que se indique algo distinto)

Fondo	Tamaño (US\$ miles de millones)	Tipo de fondo (a)	Composición de activos			Retorno en dólares						
			Renta fija	Acciones	Inversiones alternativas (b)	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011 (anualizado) (c)	Desviación estándar (anualizada) (d)
Australia	75	P	32	32	36		-26,3	44	24,8	1,4	7,6	30
<b>Chile (e)</b>	<b>18</b>	<b>P/E</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>3</b>
Canadá	14	A	24	51	25	20,7	-31,7	28,7	15,7	1,8	4,5	24
Timor Oriental	9	E	96	4	0	7,4	6,9	0,6	3,8	2,8	4,3	3
Nueva Zelanda	14	P	6	64	30	15,1	-44,2	48,4	24,3	0,8	3,6	34
Trinidad y Tobago	4	E	69	31	0	4,2	3,1	3,0	7,5	-1,5	3,4	3
Noruega (f)	509	A	41	59	0	10,2	-27,2	30,8	8,8	-4,0	1,9	21
Alaska	39	A	23	44	33	8,8	-24,7	18,9	11,9	0,3	1,8	17
Irlanda	7	P	22	40	38	14,2	-33,3	23,6	4,4	-1,6	-0,7	22

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

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

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

(c) En el caso de Trinidad y Tobago se considera la última información disponible, que es de septiembre de 2011. La rentabilidad de Australia se estima con la información para 2008, 2009, 2010 y 2011. Metodológicamente, se utiliza el retorno publicado por los fondos y se transforma a dólares utilizando la variación de la paridad del dólar con respecto a la moneda utilizada para calcular la rentabilidad publicada.

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

(e) Incluye FEES y FRP.

(f) Government Pension Fund Global.

Los fondos con mayores asignaciones a renta fija experimentaron los mejores retornos en 2011. Esto se puede observar, por ejemplo, en los fondos de Chile y Timor Oriental, los cuales, con asignaciones superiores al 90% de sus portafolios en esta clase de activo, experimentaron los mejores resultados en dólares (3,4%, y 2,8%, respectivamente). Trinidad y Tobago, con un porcentaje importante en renta fija (69%), sufrió pérdidas (1,5%), ocasionadas principalmente por su portafolio de acciones<sup>1</sup>. Por su parte, los resultados obtenidos por los otros fondos dependieron de las estrategias seguidas en sus portafolios de acciones e inversiones alternativas. A modo de ejemplo, el retorno en dólares del fondo de Canadá fue de 1,8%; el de Australia, 1,4%; el de Nueva Zelanda, 0,8%; el de Alaska 0,3%, el de Irlanda, -1,6%; y el de Noruega, -4%. Asimismo, cabe señalar que la volatilidad experimentada por estos últimos fondos en el periodo 2007-2011 es mucho mayor que la experimentada por los tres primeros, que tienen políticas de inversión más conservadoras.

<sup>1</sup> Hay que considerar que a la fecha de publicación de este informe para Trinidad y Tobago no se disponía de la información al último trimestre de 2011.

## Fondo de Reserva de Pensiones

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

Al cierre de 2011, la política de inversión vigente (desde la creación de los fondos) del FRP era similar a la del FEES. Sin embargo, a comienzos del 2012, luego de un exhaustivo proceso de selección de administradores externos que finalizó en noviembre de 2011, comienza la implementación de una nueva política de inversión (véase *recuadro 2*), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos nominales, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase *gráfico 2*). La nueva política fue recomendada por el Comité Financiero a fines de 2010, con el apoyo de un estudio elaborado por la consultora Mercer, que utilizó los parámetros de retorno y riesgo antes definidos.

La nueva política de diversificación permitirá que el FRP se invierta acorde con su objetivo de largo plazo cual es el de complementar las futuras obligaciones fiscales en materia de pensiones. Así, considerando la naturaleza del pasivo a financiar en el FRP (pensiones), su política de inversión puede ser asimilada a la de los fondos de pensiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)<sup>7</sup>. Desde el punto de vista de las clases de activo y sus perfiles de riesgo, la política que el FRP había tenido hasta ahora era incluso más conservadora que la de un Fondo E que considera hasta 5% del fondo invertido en acciones y permite la inversión en bonos corporativos. La nueva política permitirá al FRP moverse hacia un

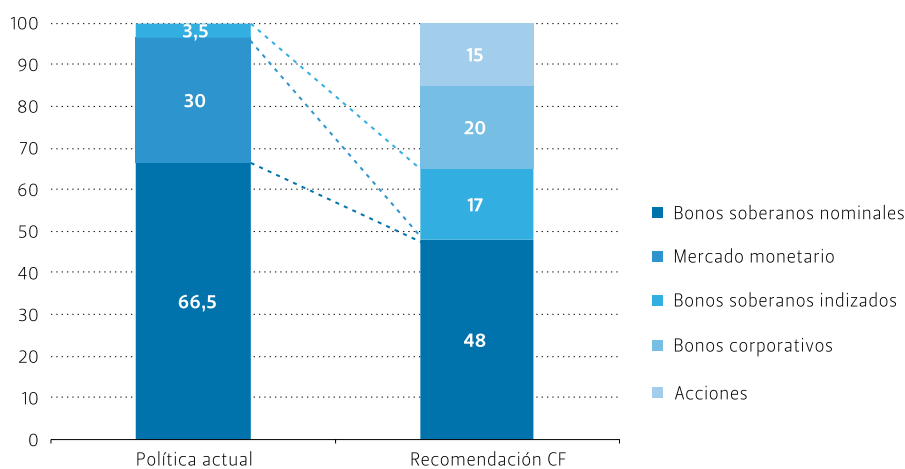
---

<sup>7</sup> Hay que tener en cuenta que la mayor parte de las inversiones en renta fija de los multifondos de las AFP (incluidos los fondos D y E) está invertida en renta fija nacional (en pesos y UF), sin riesgo cambiario. En el caso del FRP sus recursos son invertidos en el exterior y no existe cobertura cambiaria.

esquema relativamente similar al de un Fondo D (15% en renta variable), que sería más coherente con el objetivo de retorno y perfil de riesgo definidos para él. En suma, la tolerancia al riesgo sigue siendo moderada, pero va en la dirección de una política de inversiones más acorde al pasivo subyacente que se desea financiar a futuro.

**Gráfico 2 Comparación entre la política de inversión actual del FRP y la recomendada por el Comité Financiero**

(porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

### Recuadro 2 ¿Por qué diversificar en años de turbulencia?

Según la hipótesis de mercados eficientes, los precios de los activos financieros reflejan toda la información disponible en el mercado acerca de ellos. La evidencia empírica sugiere que los mercados como norma tienden a comportarse de manera coherente con dicha hipótesis.

Dado esto, para la mayoría de los inversionistas es muy difícil anticipar el comportamiento del mercado. Estrategias activas como las de *market timing* (la selección de fecha para la compra o venta de instrumentos) y de selectividad (la decisión de selección de un instrumento sobre otro), con el fin de ganar a un comparador referencial, tienden a no ser efectivas.

Considerando lo anterior, en la práctica resulta difícil determinar el momento óptimo para invertir. Así, las políticas de inversión deben ser implementadas con una visión de largo plazo teniendo en cuenta que en horizontes largos se obtendrían los retornos esperados considerados en la política de inversión, independientemente del momento de entrada.

Acorde con la visión anterior, el Comité recomendó implementar la política de diversificación del FRP, que se espera sea completada durante el primer trimestre de 2012, a pesar de las turbulencias financieras experimentadas en el año 2011. El Comité Financiero considera que, a pesar de la volatilidad que el fondo pueda experimentar en el corto plazo, en el largo plazo dicha política generará mayores retornos esperados que la política actual, con un nivel de riesgo moderado.

# CAPÍTULO 2

---

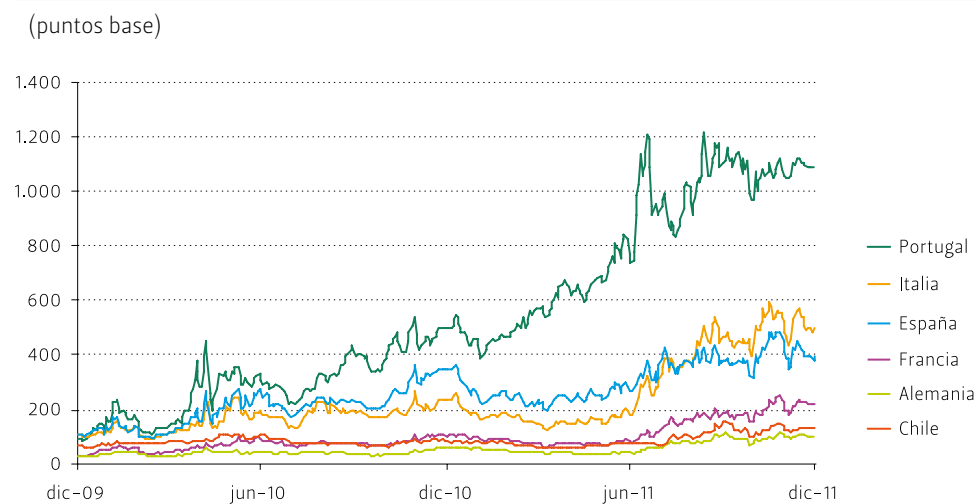
Estado de los fondos soberanos

## A. Análisis de mercado

El año 2011 se caracterizó por la profundización de la crisis europea y la ocurrencia de una serie de eventos que afectaron las principales variables financieras que impactan directamente el desempeño de los portafolios de inversión de los fondos soberanos.

En la zona euro, la crisis siguió profundizándose, afectando de manera significativa a varios países sistémicamente importantes, como España e Italia. Hacia fines de año éstos últimos tuvieron que enfrentar mayores costos de financiamiento, reflejando la mayor incertidumbre asociada a la sustentabilidad de su deuda pública y sus sustanciales déficits fiscales. En Grecia la situación empeoró a tal punto que los mercados reflejaban la expectativa que los tenedores de sus bonos soberanos incurrirían en pérdidas mayores al 50%, para aliviar parte de las presiones financieras de dicho país en el corto plazo. A pesar de lo anterior, hacia fines de año todavía persistían dudas sobre si Grecia cumpliría con sus obligaciones financieras y si ajustaría su nivel de gasto con el fin de reducir su déficit. La situación de otros países, como, Portugal, también empeoró. En el segundo trimestre de 2011, éste se convirtió en el tercer país, después de Grecia e Irlanda, en solicitar apoyo financiero a la Comunidad Europea y al Fondo Monetario Internacional. En este escenario el costo de financiamiento de dichos países, de las entidades financieras con exposición a esos países (principalmente europeas) y el costo de los Credit Default Swaps (CDS<sup>8</sup>), aumentaron considerablemente durante 2011 (véase *gráfico 3*). En este contexto, en los últimos dos meses del año el Banco Central Europeo volvió a bajar la tasa de política monetaria e impulsó un programa de extensión masiva de créditos a bancos europeos a tres años plazo y al 1% de interés, con el fin de hacer frente a la falta de liquidez que se estaba presentando en los mercados financieros (véase *gráfico 4*).

Gráfico 3 Credit Default Swaps (CDS) a 5 años de algunos países europeos y Chile, 2010 – 2011

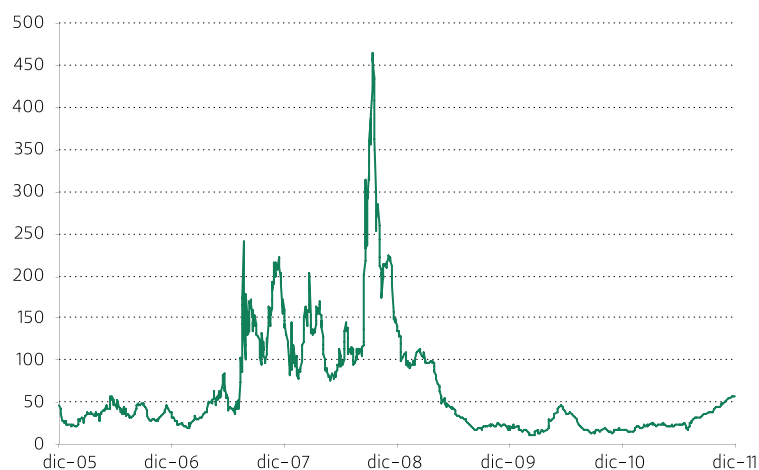


Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 4 TED Spread<sup>9</sup>, 2006 – 2011

(puntos base)



Fuente: Bloomberg

Para el caso de EE.UU., su alto nivel de endeudamiento fiscal y sus dificultades políticas para lograr un acuerdo de sustancial ajuste fiscal, significó que Standard and Poor's rebajara su clasificación de riesgo de AAA a AA+ en el tercer trimestre de 2011 (véase *recuadro 3*). Sin embargo, su economía se ha estado expandiendo moderadamente, lo que ha permitido mejorar lentamente sus indicadores de empleo. Aún así, todavía persisten debilidades significativas en el sector inmobiliario, el endeudamiento de los hogares y la inversión. Ello ha motivado a la Reserva Federal a extender su compromiso público de mantención de su tasa de política monetaria en el rango 0–0,25% hasta fines de 2014.

La economía japonesa comenzó a recuperarse en mayo del fuerte impacto adverso que tuvo el terremoto ocurrido en marzo de 2011. El Banco Central de Japón mantuvo su tasa de política monetaria en el rango 0–0,1%, con el fin de estimular la recuperación de la economía.

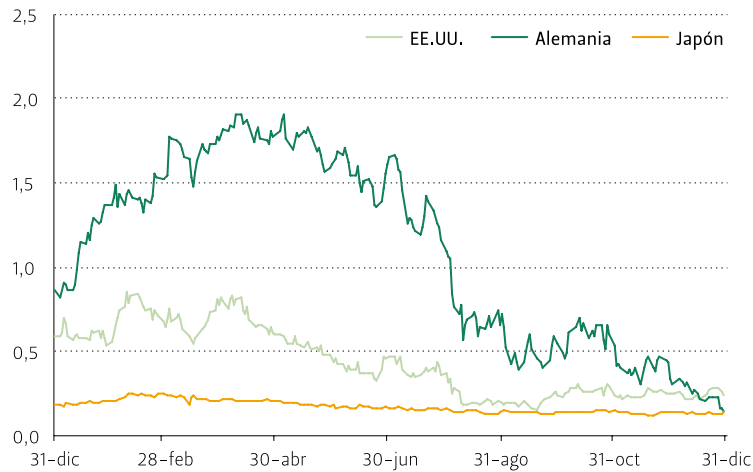
Las tasas de interés de los bonos emitidos por EE.UU., Alemania, y Japón han alcanzado niveles históricamente bajos en el segundo semestre de 2011, reflejando la valoración de estos como instrumentos de refugio, a medida que se intensificaba la crisis europea (véase *gráfico 5*).

---

9 El TED Spread corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de Estados Unidos). Un mayor TED Spread está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

Gráfico 5 Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2011

(porcentajes)

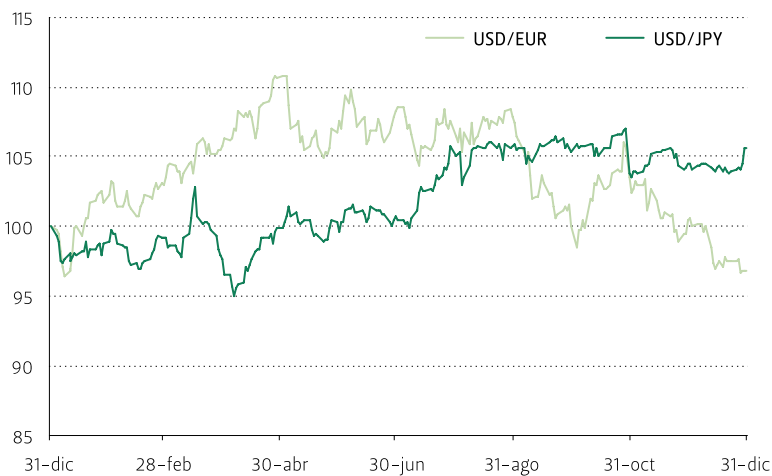


Fuente: Bloomberg

Las paridades cambiarias fluctuaron considerablemente en el 2011. El euro (EUR) terminó el año en 1,30 USD/EUR, lo que representa una depreciación de 3,16% en el año 2011. Por su parte el yen (JPY) terminó el año en un valor de 76,91 JPY/USD, lo que representa una apreciación anual de 5,5%. Es importante destacar que el valor del dólar por unidad de yen alcanzó su máximo histórico a fines de octubre lo que gatilló la intervención de la autoridad monetaria japonesa para depreciar el valor del yen (véase gráfico 6).

Gráfico 6 Índice de paridades cambiarias en 2011

(31 de diciembre de 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg

La intensa volatilidad de los mercados de capitales queda reflejada en el comportamiento del índice VIX, que representa la volatilidad esperada del índice accionario S&P 500 en EE.UU. (véase gráfico 7).

**Gráfico 7** Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 – 2011

(en porcentajes)



Fuente: Bloomberg

### Recuadro 3 El límite de la deuda en EE.UU. y sus implicancias para los fondos soberanos

Las dificultades que enfrentó el Gobierno de EE.UU. para aumentar el límite de endeudamiento público a mediados de 2011, es decir, la cantidad máxima autorizada por el Congreso de EE.UU. para el endeudamiento del Tesoro, dejaron en evidencia la difícil situación fiscal de este país. El Gobierno se vio en la necesidad de solicitar al Congreso un aumento en el límite de endeudamiento después de alcanzar el máximo autorizado en mayo de ese año. Sin este aumento, el Gobierno no podría cumplir con sus necesidades presupuestarias y/o sus obligaciones financieras. Sin embargo, este proceso fue complejo porque su aprobación fue supeditada a la implementación de medidas concretas para reducir en forma sustentable el déficit fiscal.

En este escenario, la clasificadora de riesgo Standard and Poor's advirtió que bajaría la clasificación de riesgo de EE.UU., si no se definían medidas concretas para dar sustentabilidad al nivel de endeudamiento de dicho país. Esta advertencia generó incertidumbre en los mercados financieros internacionales, porque los bonos del Tesoro de los Estados Unidos han sido considerados históricamente como los instrumentos de inversión más seguros.

Después de varios meses de debate en el Congreso, y sin llegar a un acuerdo concreto de cómo reducir el déficit, a comienzos de agosto éste autorizó el aumento del límite de la deuda y estableció un Comité para que definiera reducciones en el gasto fiscal. Si dicho Comité no era capaz de acordar a fines de 2011 qué gastos deberían ser reducidos, se gatillarían reducciones automáticas. A pesar de lo anterior, Standard and Poor's



redujo la clasificación de EE.UU. de AAA a AA+, argumentando que las medidas acordadas eran insuficientes para reducir el endeudamiento en el mediano plazo. Es importante señalar que las otras clasificadoras de riesgo, Fitch y Moody's, mantuvieron la clasificación de ese país y que las tasas de interés de los bonos de EE.UU. no sólo no aumentaron (que es lo que ocurriría si el mercado financiero estima que el riesgo soberano aumentó) sino que incluso cayeron después del anuncio.

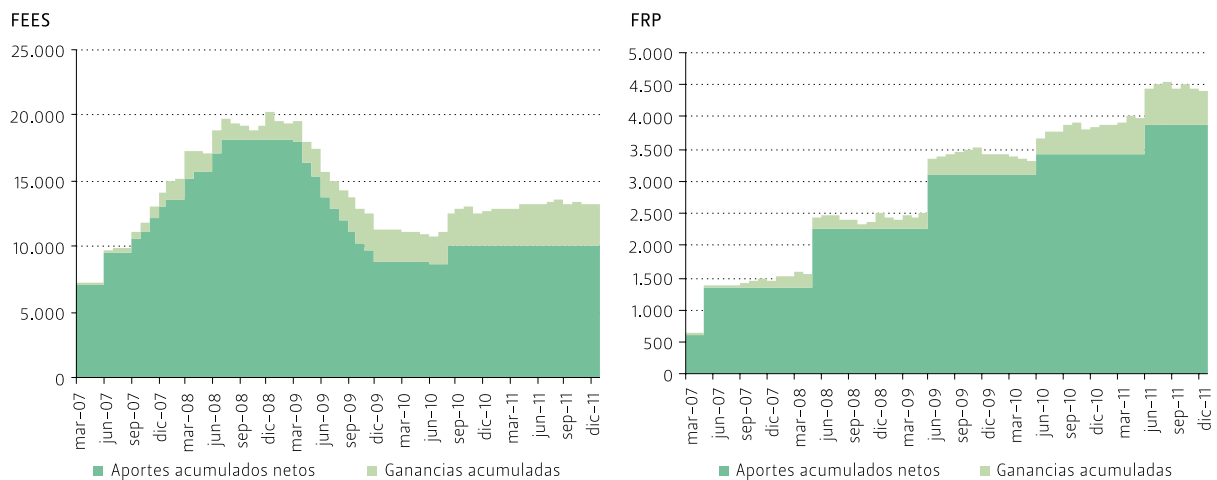
Los fondos soberanos se vieron favorecidos por la incertidumbre generalizada en los mercados financieros sobre la solidez financiera de diversos países en el mundo, especialmente debido a la crisis europea, debido a que sus portafolios de inversión estaban constituidos principalmente por instrumentos de renta fija de EE.UU., Alemania y Japón, considerados como activos de reserva. A su vez, esto reafirma la recomendación del Comité Financiero de no alterar la política de inversión, a pesar de las dificultades que estaba enfrentando el Gobierno de los EE.UU., manteniendo una perspectiva de largo plazo en sus recomendaciones.

## B. Valor de mercado

A fines de 2011 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 13.157 millones y US\$ 4.406 millones, respectivamente, comparado con US\$ 12.720 millones del FEES y US\$ 3.837 millones del FRP al término de 2010. El aumento en el valor del FEES se debió a ganancias netas de las inversiones por US\$ 437 millones. Por su parte, el aumento en el FRP fue el resultado de un nuevo aporte por US\$ 443 millones y de ganancias netas por US\$ 126 millones (gráfico 8).

Gráfico 8 Evolución del valor de mercado del FEES y del FRP, marzo 2007 – diciembre 2011

(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

## C. Rentabilidad

---

### 1. Aspectos Conceptuales

La rentabilidad de las inversiones de los fondos depende de varios factores que inciden en el valor de sus portafolios de renta fija. Los más importantes son el nivel y las variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias<sup>10</sup>.

La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés y tiende a ser estable en su moneda de origen. A su vez, la rentabilidad de los instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo depende principalmente del nivel y de los movimientos de las tasas de interés en el país donde se invierte. Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado de los bonos mientras que una disminución lo incrementa. La rentabilidad que resulta de estos factores se denomina aquí “rentabilidad en moneda de origen”.

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

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

### 2. Rentabilidad en 2011 y en el periodo 2007 – 2011

En el año 2011, la rentabilidad neta en dólares de los fondos medida por la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (o *Time-Weighted Rate of Return*, TWR) fue de 3,41% para ambos fondos. Al medir la rentabilidad utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de 3,42% para el FEES y de 3,06% para el FRP.

Dichas rentabilidades se explican, principalmente, por el rendimiento de 4% generado por los intereses devengados y por los cambios en las tasas de interés de los instrumentos financieros incluidos en los portafolios de ambos fondos. La rentabilidad se vio disminuida en 0,59% producto de las variaciones en las paridades cambiarias, principalmente por la depreciación del euro con respecto al dólar, lo cual fue compensado en parte por la apreciación del yen con respecto a la moneda estadounidense (*cuadro 1*).

---

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

Cuadro 1 Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2011

(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2011
		I	II	III	IV	
FEES	Monedas de origen	-0,35%	1,37%	2,17%	0,73%	4,00%
	Cambio en paridades cambiarias	2,09%	1,17%	-2,54%	-1,24%	-0,59%
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>1,74%</b>	<b>2,54%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>-0,51%</b>	<b>3,41%</b>
FRP	Monedas de origen	-0,35%	1,38%	2,17%	0,72%	4,00%
	Cambio en paridades cambiarias	2,09%	1,17%	-2,54%	-1,24%	-0,59%
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>1,74%</b>	<b>2,55%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>-0,52%</b>	<b>3,41%</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

La rentabilidad de los fondos, expresada en pesos chilenos, depende, además de los factores que determinan la rentabilidad en dólares, de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, en períodos de depreciación del peso el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta y viceversa. Así, durante 2011, año en el cual el peso registró una depreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de 14,75% para ambos fondos.

En 2011, las rentabilidades obtenidas por el FEES y el FRP fueron idénticas a las de sus comparadores referenciales o *benchmarks* (véase recuadro 4), lo que es coherente con el mayor énfasis dado a una “gestión pasiva” (véase recuadro 5) en la gestión de los fondos desde el 1° de mayo de 2011, la que exige carteras similares a las de los comparadores referenciales. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -13 puntos base y -19 puntos base, respectivamente<sup>11</sup>.

El gráfico 9 presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó de 100 al 31 de marzo de 2007 a 126,5 a fines de 2011, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 126,1 durante el mismo período.

La rentabilidad media anual en dólares (medida como TWR) de los fondos desde el 31 de marzo de 2007 alcanzó 5,07% para el FEES y 5,01% para el FRP<sup>12</sup>. A su vez, la TIR anualizada desde los inicios de los fondos fue de 4,93% para el FEES y de 4,03% para el FRP<sup>13</sup>.

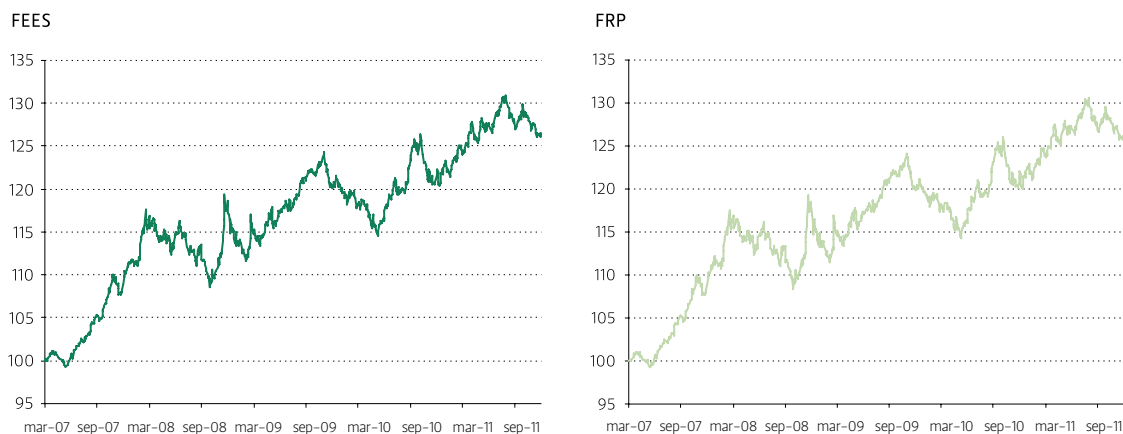
11 Esto significa que la cartera del administrador generó en promedio menores rentabilidades que la cartera implícita en el *benchmark* en el periodo completo 2007 y 2011 lo que está explicado por la menor rentabilidad entre los años 2007 y 2010.

12 Si bien el FRP recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006 y el FEES lo recibió el 6 de marzo de 2007, la Tasa de Retorno ponderada por el Tiempo (o TWR) se mide a partir del 31 de marzo de 2007, cuando se comenzó a medir el desempeño de la gestión del BCCCh como administrador de los fondos soberanos.

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

Gráfico 9 Índice de rentabilidad acumulada del FEES y del FRP, abril 2007 – diciembre 2011

(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

#### Recuadro 4 Comparador referencial o *benchmark*

Los comparadores referenciales o *benchmarks* son índices representativos del mercado de distintas clases de activos. Estos son utilizados como referencia para medir el desempeño de los administradores encargados de invertir los fondos. Por ejemplo, el *Barclays US Govt. Inflation-Linked Index*, que representa un portafolio de bonos del Tesoro de EE.UU. indizados a inflación, puede ser utilizado para evaluar las decisiones de inversión del administrador en esta clase de activo.

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

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

### Recuadro 5 Administración pasiva

La administración pasiva es una estrategia de inversión que tiene por objetivo replicar la rentabilidad de un índice representativo de alguna clase de activo o de una combinación de ellas. Por lo general involucra un número limitado de transacciones orientadas principalmente a obtener un portafolio de inversión representativo del comparador referencial.

En contraste, una estrategia de administración activa pretende obtener un retorno superior al del índice de referencia. Este tipo de administración supone que el inversionista anticipa cambios en eventuales tendencias en el mercado (*market timing*) y/o que escoge instrumentos que, en promedio, tendrán un desempeño mejor que el índice representativo (selectividad). Los costos asociados a una administración activa son, por lo general, mayores a los de una estrategia pasiva, porque requiere un monitoreo permanente de los mercados para identificar oportunidades de inversión y un mayor número de transacciones. Las ganancias dependerán en gran parte de la capacidad del administrador de generar excesos de retorno que superen los costos de transacción y el costo del administrador.

La evidencia empírica muestra que en general los administradores activos en mercados financieros tradicionales no superan las rentabilidades de los índices de mercado, una vez descontados los costos de administración involucrados.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Comité Financiero decidió en 2010 que ambos fondos se invirtiesen con un mayor énfasis en administración pasiva, lo cual fue implementado por el BCCh a partir del 1° de mayo de 2011. Los resultados obtenidos por el BCCh durante el 2011 son coherentes con este enfoque de administración.

# CAPÍTULO 3

---

Proceso de selección de administradores externos

## A. Proceso de Selección

---

Una parte importante de las actividades del Comité en 2011 estuvo relacionada con el proceso de selección de administradores externos que llevó a cabo el BCCh para la diversificación de la cartera del FRP hacia acciones y bonos corporativos, que deberá implementarse a comienzos de 2012. Con este fin, el Comité propuso que se eligieran varios administradores por cada clase de activo y que se asignara a cada uno montos determinados de inversión. El Comité sugirió que el proceso de selección comenzara con la solicitud de propuestas a las empresas que llegaron a esta etapa en el proceso iniciado en 2008, que el Ministerio de Hacienda apoyara al BCCh en el proceso de selección y que la administración fuese pasiva.

La selección de los administradores externos tuvo cinco etapas:

- a. Contratación del consultor. En primer lugar, el Ministerio de Hacienda, a partir de las recomendaciones del Comité, autorizó al BCCh para comenzar la selección con la solicitud de propuestas o *Request for Proposal (RFP)* a las empresas que llegaron a esta etapa en el proceso iniciado en 2008 y contratar un consultor para apoyarlo en la selección, de acuerdo con el estándar del BCCh en este tipo de procesos. Así, en la evaluación de los potenciales administradores externos, se contaría con apoyo técnico especializado y se tendría acceso a las amplias bases de datos del consultor elegido. El BCCh contactó a varias empresas lo que culminó en la selección de Strategic Investment Solutions (SIS) como consultor.
- b. Solicitud de propuestas. A mediados de agosto de 2011, y siguiendo las instrucciones del Ministerio de Hacienda, el BCCh invitó a participar en el nuevo proceso a las cuarenta y seis empresas que habían participado en la solicitud de propuestas del proceso de selección llevado a cabo el 2008<sup>14</sup>. El cuestionario enviado a las empresas incorporó las inquietudes de los técnicos del Ministerio de Hacienda y del Comité Financiero. De las empresas invitadas, quince presentaron propuestas para la inversión en acciones y doce para la inversión en bonos corporativos. Teniendo en cuenta las respuestas recibidas, se evaluaron aspectos cualitativos y cuantitativos de dichas empresas, tales como el estilo de inversión, la capacidad de gestión sujeta a presupuestos de riesgo limitados, la calificación y rotación de personal, la estructura de sus procesos de toma de decisiones, los costos de administración y otros gastos a incurrir. Estos criterios se ponderaron según lo concordado previamente por el BCCh y el Ministerio de Hacienda. Como resultado, se conformó una lista corta de cinco empresas para cada mandato (acciones y bonos corporativos globales).
- c. Entrevistas en San Francisco, EE.UU. Las cinco empresas seleccionadas para cada mandato fueron invitadas a participar en una ronda de entrevistas a comienzos de octubre en San Francisco. En estas entrevistas participaron miembros del BCCh, del Ministerio de Hacienda y de SIS. En ellas se analizó y validó la información entregada en etapas anteriores, se conoció al personal que administraría las carteras, se negociaron los costos de administración y se detalló el nivel de servicios

---

14 Este listado fue actualizado de acuerdo a los eventos corporativos sucedidos desde 2008.

adicionales que podrían ofrecer al BCCh y al Ministerio de Hacienda. En esta etapa se preseleccionó a tres empresas para cada mandato.

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





# CAPÍTULO 4

---

Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

## A. Estudio sobre “Una composición estratégica de activos para el FEES”

Durante el segundo semestre de 2010, el Ministro de Hacienda decidió encargar un estudio para evaluar la política de inversión de FEES con el fin de asegurar que cumpla con el objetivo para el cual fue creado. El Ministerio de Hacienda encargó el estudio al Dr. Eduardo Walker, profesor de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

Después de colaborar activamente en la confección de los términos de referencia a fines de 2010, el Comité Financiero revisó los avances del estudio durante gran parte de 2011, aportando sugerencias sobre los supuestos y el modelo utilizados, y proponiendo nuevos análisis a considerar, que permitiesen entender de mejor forma las conclusiones del estudio. Aunque el estudio fue finalizado a fines de 2011, el Comité Financiero espera terminar el análisis de sus conclusiones durante el primer semestre de 2012 con el fin de evaluar la entrega de eventuales recomendaciones al Ministro de Hacienda, basadas en el estudio (véase *recuadro 6*).

### Recuadro 6 Una composición estratégica de activos para el FEES

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

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

Las principales conclusiones del estudio fueron las siguientes:

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

## B. Otras recomendaciones en 2011

### 1. Administradores externos versus Exchange Traded Funds y Fondos Mutuos

A comienzos de 2011, el Comité analizó las ventajas y desventajas de utilizar administradores externos frente a otras alternativas disponibles en el mercado para lograr la exposición a las nuevas clases de activos de la nueva política de inversión del FRP, acciones y bonos corporativos. Específicamente, se comparó su uso con los Exchange Traded Funds (ETF) (véase *recuadro 7*) y con Fondos Mutuos internacionales (FFMM), ampliamente utilizados por las AFP en Chile. Después de analizar los antecedentes proporcionados por el Ministerio de Hacienda y el BCCh, el Comité decidió recomendar el uso de administradores externos. Las principales razones para dicha recomendación fueron las siguientes:

**Menores costos:** Por lo general, el costo asociado a la inversión a través de ETF y FFMM es mayor que el de administradores externos, ya que en este último caso por lo general sus clientes son inversionistas institucionales con recursos de tamaño considerable, lo que les permite negociar de mejor forma el costo asociado a su gestión.

**Mayor flexibilidad:** Dado que los ETF y los FFMM son productos estándares ofrecidos a un gran número de clientes, las empresas que ofrecen estos vehículos de inversión no los pueden acomodar a los requerimientos particulares de un inversionista. Por el contrario, los administradores externos, que como ya se indicó ofrecen sus servicios principalmente a inversionistas institucionales, pueden acomodar el conocimiento técnico que tienen en una clase de activo a las necesidades de cada cliente. Por ejemplo, existe un número muy limitado de proveedores de ETF que replican los comparadores que han sido elegidos para el FRP. Esto se soluciona utilizando administradores externos, que tienen experiencia siguiendo de cerca otros índices globales.

**No existe impacto de otros clientes:** En el caso particular de FFMM los retiros realizados por un cliente pueden gatillar la venta de instrumentos financieros desde el fondo para cubrir dichas necesidades de efectivo. A su vez estas ventas pueden producir ganancias o pérdidas de capital que son distribuidas entre todos los clientes del fondo mutuo y que pueden impactarlos desde el punto de vista tributario. En el caso de los ETF esto no sucede porque los retiros están configurados como un intercambio de acciones y, por lo tanto, los retiros no producen ganancias o pérdidas de capital. En el caso de administradores externos no existen otros clientes.

**Experiencia del BCCh:** El BCCh tiene una vasta experiencia invirtiendo directamente en portafolios de renta fija soberana y supervisando, en el caso de las reservas internacionales, administradores externos para otras clases de activos. Sin embargo, el BCCh no ha tenido la necesidad de invertir en ETF o FFMM y, por lo tanto, sus procesos y controles operativos internos no necesariamente se adecúan para la inversión directa en ellos.

## Recuadro 7 ¿Qué son los ETF?

ETF es la sigla para *Exchange Traded Fund*, o Fondo Cotizado en Bolsa. Representa un fondo, establecido sobre un conjunto de activos financieros, cuyo valor se cotiza y transa en algún mercado organizado y regulado.

Inicialmente los ETF eran utilizados principalmente para replicar algún índice accionario en forma pasiva<sup>1</sup>. Sin embargo, rápidamente su uso se ha ido expandiendo hacia nuevas clases de activos como renta fija y *commodities*, y hacia estrategias más activas. A diferencia de un fondo mutuo tradicional, el ETF se transa como lo hace una acción, al precio existente en cada momento. Aunque tradicionalmente los ETF adquirían todos los instrumentos del índice que seguían, en la actualidad hay ETF que pueden hacer un uso intenso de derivados (ETF “sintéticos”) para lograr la exposición al índice que replican, agregando nuevas dimensiones de riesgo, como el riesgo de crédito.

1. El Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR) fue el primer ETF, creado en 1993 con el objetivo de replicar el desempeño del índice accionario S&P 500 de EE.UU.

## 2. Depósitos en moneda extranjera en bancos locales

A fines de 2011, el Comité Financiero recomendó considerar a futuro los depósitos en moneda extranjera en la banca local como alternativa de inversión para el FEES. Esta opción de inversión debería estar sujeta a criterios similares de elegibilidad y riesgo utilizados para la inversión en entidades bancarias en el exterior. La recomendación del Comité se basó en que, de esta forma, se logra ampliar el abanico de opciones de inversión bancaria sin incurrir en riesgo transfronterizo ni afectar al tipo de cambio local, debido a que son en inversiones en moneda extranjera, en instrumentos emitidos y transados en Chile.

## 3. Externalización de parte de la cartera del BCCh

A partir de una consulta del Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero recomendó analizar la opción de externalizar parte del mandato que actualmente administra el BCCh en el FRP. Esto permitiría tener una diversificación de mandatos y otro punto de comparación más allá del comparador referencial. Sin embargo, existía preocupación acerca de los costos de administración involucrados, por lo que se hizo una consulta al mercado considerando dos escenarios posibles de externalización (15% y 30% del portafolio total del FRP). Los resultados de esta consulta fueron presentados al Comité. No se llegó a ninguna recomendación formal porque decidió no interferir con el proceso de selección que se estaba realizando para acciones y bonos corporativos.

# ANEXO

---

Resumen de reuniones 2011

**REUNIÓN 1**  
17 DE ENERO

En esta reunión, el Ministro de Hacienda comunicó al Comité su decisión de implementar la nueva política del FRP. Se discutió preliminarmente el uso de administradores externos versus ETF y FFMM. Se presentaron al Comité los cambios introducidos a las directrices de inversión de ambos fondos, FRP y FEES, para tener un mandato pasivo. Se discutieron los principales contenidos del Informe del Comité Financiero en 2010. Finalmente se analizó el estado de los fondos y la revisión de los mercados.

**REUNIÓN 2**  
28 DE ENERO

La discusión de esta reunión estuvo enfocada principalmente en analizar la conveniencia de utilizar administradores externos o ETF/FFMM para implementar la nueva política de inversión del FRP. Se postergó la decisión para la próxima reunión. Se analizaron las ventajas y desventajas de externalizar parte del mandato administrado por el BCCh.

**REUNIÓN 3**  
4 DE MARZO

A partir de los antecedentes proporcionados por el Ministerio de Hacienda y de una minuta preparada por el BCCh, el Comité Financiero recomendó el uso de administradores externos para las dos clases de activos que incluye la nueva política del FRP: bonos corporativos y acciones. Se rechazó la opción de invertir directamente en ETF/FFMM. El Comité recomendó al Ministerio analizar la externalización de parte de la cartera que administra el BCCh (15% del FRP). El Ministerio de Hacienda informó que las directrices para un mandato pasivo del FEES y del FRP estaban finalizando su tramitación. Los miembros presentaron comentarios adicionales al informe anual del Comité referente a 2010.

**REUNIÓN 4**  
1 DE ABRIL

El Comité revisó algunos aspectos asociados al tiempo requerido para seleccionar a los administradores externos. Concordó con la propuesta del Ministerio de Hacienda de retomar el proceso con las empresas que fueron seleccionadas en la etapa de solicitud de propuestas (*Request for Proposal*) en 2008, teniendo en cuenta los cambios corporativos que pudieron ocurrir desde entonces. Solicitó las preguntas que se incluirían en la solicitud de propuestas y la lista de las empresas que serán contactadas. Con respecto a la “externalización” de parte de la cartera que actualmente administra el BCCh en el FRP, el Comité estuvo de acuerdo con la propuesta del Ministerio de que éste realice una consulta acerca de los costos involucrados, para evaluar su factibilidad.

**REUNIÓN 5**  
27 DE MAYO

En esta reunión se presentó el primer informe del estudio “Una composición estratégica de activos para el FEES”, encargado por el Ministerio de Hacienda al profesor Eduardo Walker. El consultor explicó las conclusiones de la revisión bibliográfica y la dinámica del fondo, y el concepto de sorpresa en los ingresos fiscales, que se desea cubrir con el FEES. Luego describió tres soluciones analíticas y finalmente presentó sus conclusiones respecto a los determinantes de los ingresos fiscales y las estimaciones de las sorpresas. Los miembros del Comité discutieron el primer informe del estudio

e hicieron algunas recomendaciones iniciales. Se informó al Comité que el BCCh había comenzado el proceso de selección de los administradores externos para los nuevos activos del FRP, constatóndose que éste demoraría más de lo inicialmente planificado, debido a la necesidad del BCCh de seleccionar y contratar un consultor.

## **REUNIÓN 6** 29 DE JULIO

Sobre la base de los comentarios recibidos del Comité Financiero, del personal del Ministerio de Hacienda y de la Dirección de Presupuestos, el consultor contratado para revisar la política de inversión del FEES, el profesor Eduardo Walker, presentó una nueva versión del modelo a utilizar para definir dicha política. También presentó los resultados de un análisis realizado a través de vectores autorregresivos, las covarianzas entre las principales variables del modelo y las conclusiones de un estudio de eventos. El consultor señaló que los resultados preliminares indican que los instrumentos de renta fija de largo plazo en monedas de reserva, especialmente el yen, son útiles para cubrir las desviaciones de los ingresos fiscales. Los miembros del Comité discutieron el modelo utilizado y las conclusiones. Por otra parte, en relación al proceso de selección de administradores externos para los mandatos de acciones y bonos corporativos, el Comité constató que el cuestionario del *Request for Proposal* que se enviaría a las empresas para el mandato de acciones y bonos corporativos se encontraba en su etapa final de preparación y que había sido confeccionado con la ayuda de Strategic Investment Solutions, firma consultora contratada por el BCCh para que lo asesore en el proceso de selección. Asimismo, revisó los tiempos estimados por el BCCh para las siguientes etapas del proceso y analizó aspectos técnicos asociados a la nueva política de inversión del FRP. Por su parte, el Ministerio de Hacienda presentó los resultados de la consulta de costos realizada a empresas internacionales que podrían eventualmente administrar parte de la cartera del BCCh en el FRP. El Ministerio de Hacienda indicó que se podría considerar esta posibilidad una vez terminada la implementación de los mandatos de acciones y bonos corporativos. Finalmente, el Comité discutió un posible escenario de no pago (*default*) o una baja en la clasificación de riesgo de los instrumentos emitidos por EE.UU., concluyendo que no es necesario introducir cambios a la política de inversión, considerando que los instrumentos emitidos por dicho país siguen estando entre los más seguros del mundo.

## **REUNIÓN 7** 26 DE SEPTIEMBRE

En esta sesión se agradeció la valiosa contribución al trabajo del Comité prestadas por los dos miembros salientes del Comité, el Presidente Andrés Bianchi, y la Vicepresidenta Ana María Jul. Asumió Klaus Schmidt-Hebbel como Presidente del Comité, tras ser nombrado por el Ministro de Hacienda. Se dio la bienvenida a los dos nuevos miembros del Comité, Arturo Cifuentes y Eric Parrado, y se eligió como Vicepresidente a Cristián Eyzaguirre. Se presentó un resumen del segundo informe del estudio “Una composición estratégica de activos para el FEES”. Complementando lo presentado en reuniones pasadas, el consultor presentó portafolios según las fronteras eficientes originales y simuladas (metodología de Michaud) para distintos plazos, con distintas tolerancias al riesgo y betas. El consultor presentó sus conclusiones al Comité. Este último realizó diversos comentarios y sugerencias que debían ser incorporados en la versión final del informe (Ver capítulo 4. A: Estudio sobre “Una composición estratégica de activos para el FEES”). El Comité fue informa-



do que en el proceso de selección de administradores externos para acciones y bonos corporativos se recibieron veintisiete propuestas de un total de cuarenta y seis empresas contactadas y que, en la siguiente etapa, se analizarían las empresas con las propuestas mejor evaluadas y éstas serían entrevistadas en San Francisco, EE.UU. El Comité tendría la oportunidad de entrevistar a las finalistas a mediados de octubre en Chile. Finalmente, el Comité confirmó su recomendación de implementar el nuevo mandato para el FRP en el contexto vigente de los mercados internacionales.

## **REUNIÓN 8** 7 DE NOVIEMBRE

En esta sesión, el Gerente de División de Mercados Internacionales del Banco Central de Chile detalló a los miembros del Comité los resultados del proceso de selección de administradores externos para los nuevos activos del FRP. Luego de hacer preguntas e intercambiar opiniones, y considerando la recomendación general del Banco Central de Chile, de la firma consultora Strategic Investment Solutions y del personal del Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero estuvo de acuerdo con el proceso de selección realizado y con las tres empresas seleccionadas (dos por mandato). El Comité analizó aspectos técnicos de las directrices de inversión de la nueva política del FRP, realizó algunas recomendaciones y sugirió la oportunidad en que se deberían realizar los trasposos de fondos a las empresas seleccionadas. Finalmente, en esta sesión se analizó preliminarmente una propuesta de expandir los emisores bancarios elegibles en el FEES.

## **REUNIÓN 9** 12 DE DICIEMBRE

En esta sesión se presentaron las conclusiones finales del estudio “Una composición estratégica de activos para el FEES”, que incorporó las sugerencias realizadas por el Comité Financiero en su sesión de septiembre y las del Ministerio de Hacienda. Los miembros recomendaron que el estudio fuese compartido con otros académicos del área financiera para tener su opinión respecto a las conclusiones. El Comité fue informado que los contratos con los administradores externos de los nuevos activos del FRP deberían ser firmados a fines de diciembre y que los recursos se traspasarían en dos fechas preestablecidas, de acuerdo a lo sugerido por el Comité. Se informó que el plazo para que el BCCh implemente su parte de la nueva política de inversión del FRP será el 1° de febrero de 2012. Los miembros del Comité Financiero recomendaron considerar a futuro los depósitos en moneda extranjera en la banca local como alternativa de inversión para el FEES, sujeto a los mismos criterios de elegibilidad y riesgo utilizados para la inversión en entidades bancarias en el exterior. La recomendación del Comité se basó en que, de esta forma, se logra ampliar el abanico de opciones de inversión bancaria sin incurrir en riesgo transfronterizo ni afectar al tipo de cambio local, debido a que se trataría de inversiones en moneda extranjera. Finalmente, el Comité definió su plan de trabajo para 2012.

## Referencias bibliográficas

- Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación en Chile (2011). “Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final”.
- Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). “Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile”, Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Marcel M., M. Tokman , R. Valdés y P. Benavides (2001). “Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987–2000”, Serie de Estudios de Finanzas Públicas N°1, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). “Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile”, Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Schmidt–Hebbel K. (2012). “Fiscal Institutions in Resource–Rich Economies: Lessons from Chile and Norway “, preparado para la conferencia “Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World”, Kuwait.
- Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). “El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006–2009”, Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- Velasco A. y E. Parrado (2012). “The Political Economy of Fiscal Policy: the Experience of Chile (95–133)”, Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.

## Glosario

- Acciones** — instrumentos representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compran estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por lo tanto, participan de las ganancias o pérdidas de la empresa.
- Administración pasiva** — estrategia de inversión que tiene por objetivo replicar la rentabilidad de un índice representativo de alguna clase de activo o de una combinación de ellas.
- Administración activa** — estrategia de inversión que tienen por objetivo obtener un retorno superior al de un índice de referencia.
- Bonos** — obligaciones financieras contraídas por un emisor (por ejemplo, una empresa o un gobierno) con inversionistas. En dicha operación el emisor se compromete a devolverle el capital prestado a los inversionistas y a pagar una tasa de interés pactada en una o varias fechas preacordadas.
- Bonos corporativos** — bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.
- Bonos de reconocimiento** — instrumentos emitidos por el Instituto de Normalización Previsional que representan las cotizaciones que efectuaron los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de incorporarse al nuevo sistema de AFP.
- Bonos indizados a inflación** — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan Treasury Inflation Protected Securities (TIPS).
- Bonos soberanos** — bonos cuyos emisores son gobiernos.
- Credit Default Swaps** — Instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.
- Clases de activo** — categorías específicas de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos e instrumentos del mercado monetario, entre otros. Los activos de una misma clase generalmente exhiben características similares de riesgo, reaccionan de manera similar en el mercado y están sujetos a las mismas regulaciones.
- Clasificación de riesgo** — grado de solvencia del emisor de un instrumento financiero (empresa o país), definido por alguna institución clasificadora de riesgo.
- Duración** — parámetro que mide la sensibilidad de un bono a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor será la pérdida a que está expuesto el bono ante un alza de las tasas de interés.
- Efectivo** — caja y depósitos bancarios a la vista.
- Exchange Traded Funds (ETF)** — instrumento financiero transado en bolsa que típicamente replica a algún índice de mercado. Tradicionalmente se han utilizado para obtener exposiciones pasivas a índices accionarios, pero su uso se ha ido expandiendo a renta fija y *commodities*, incluso hacia estrategias activas.
- Fondos Mutuos (FFMM)** — vehículo de inversión administrado por una entidad que permite agrupar el capital de distintos inversionistas y lograr exposición a distintas clases de activos. A diferencia de un ETF no se transa en bolsa.
- Instrumentos del mercado monetario** — instrumentos de corto plazo con una madurez menor a un año que son fácilmente convertibles a efectivo y que tienen menores niveles de volatilidad respecto a otras clases de activos.
- Inversiones alternativas** — inversiones que no son las tradicionalmente utilizadas (acciones y renta fija). Las inversiones alternativas incluyen principalmente capital privado (*private equity*), 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 con la que se puede vender una inversión o instrumento sin incurrir en una pérdida significativa de valor.
- Política de inversión** — conjunto de criterios, lineamientos y directrices que regulan el monto, estructura y dinámica de las inversiones de un portafolio.
- Portafolio** — combinación de instrumentos de inversión adquiridos por un individuo o inversionista institucional.
- Punto base** — una centésima de un punto porcentual. 1 punto base = (1/100) de 1%.
- Rentabilidad en moneda de origen** — retorno obtenido por un instrumento financiero en su moneda de denominación. Corresponde al componente de la rentabilidad asociado al nivel y a las variaciones de las tasas de interés, calidad crediticia y otros factores.
- Rentabilidad generada por movimientos de paridades cambiarias** — componente de la rentabilidad que se origina por la variación en la paridad cambiaria del dólar con respecto a las otras monedas en que se realizan las inversiones.
- Rentabilidad total** — combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.
- Renta fija** — instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Los bonos soberanos, bonos corporativos y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.
- Renta variable** — Acciones.
- Riesgo** — la posibilidad de sufrir pérdidas financieras; la variabilidad del retorno de una inversión.
- Riesgo de titulares (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.
- Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR)** — primer ETF creado en 1993 con el objetivo de replicar el desempeño del índice accionario S&P500 de EE.UU.
- 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 libre de riesgo (Letras del Tesoro de Estados Unidos). Un mayor TED Spread está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.
- Volatilidad** — medida de riesgo de un activo financiero. Representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un período de tiempo.





Papeles fabricados con fibra de bosques manejados responsablemente, regidos por rigurosos estándares ambientales y sociales con un compromiso de largo plazo.





[WWW.HACIENDA.CL](http://WWW.HACIENDA.CL)

<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>