

20

Informe Anual
Comité Financiero

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

20

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del
Ministerio de Hacienda para el año 2020.

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

Abril de 2021, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

2

0

**Informe Anual
Comité Financiero**

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

2

0

Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	13
D. Política de inversión	16
Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos	23
A. Análisis de la economía internacional	24
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	34
C. Rentabilidad	35
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	38
A. Proyecciones del FRP	39
B. Modificaciones a las políticas de inversión del FEES y FRP	40
C. Proceso de selección administradores externos acciones y bonos corporativos	41
D. Estudio política de inversión FEES	42
E. Monitoreo de los administradores del FEES y FRP	43
F. Definición política de inversión Fondo de Contingencia Estratégico	43
G. Impacto de Programa de Cobertura Cambiaria del FRP en el Balance Fiscal	44
Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero	46
Anexo 2: Resumen de reuniones en 2020	47
Referencias bibliográficas	50
Glosario	51

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado en el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero, y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el décimo cuarto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2020.

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

El Comité

Resumen ejecutivo

Al cierre de 2020 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 19.112 millones, correspondiendo US\$ 8.955 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 10.157 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de 8,03% para el FEES y de 9,26% para el FRP¹, mientras que en pesos fue de 3,19% y 4,36%, respectivamente. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 15,5% en depósitos bancarios, 76,0% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 5,0% en acciones. Con respecto al FRP, a partir del 1 de octubre de 2020 se divide en un Portafolio de Inversión de Corto Plazo y un Portafolio de Inversión de Largo Plazo. La composición estratégica de activos del primero al cierre de año era de 7% en bonos soberanos de EE.UU. y 93% en letras del tesoro de ese mismo país, y la del segundo era de 34,0% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 8,0% en bonos soberanos indizados a la inflación, 6,0% en MBS de agencias de EE.UU., 13,0% en bonos corporativos, 8,0% en bonos de alto rendimiento y 31,0% en acciones.

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

Integrantes del Comité Financiero



Presidente José De Gregorio Rebeco

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



Vicepresidente Cristián Eyzaguirre Johnston

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



Consejero Ricardo Budinich Diez

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



Consejero Jaime Casassus Vargas

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



Consejero Martín Costabal Llona

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y MBA de la Universidad de Chicago. Ha sido Director de Presupuestos y Ministro de Hacienda, ejecutivo de Pizarreño e Infraestructura Dos Mil, Gerente General de AFP Habitat y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Actualmente es director de empresas. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



Consejera Paulina Yazigi Salamanca

Ingeniera Comercial y Máster en Macroeconomía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y Máster en Ciencias de Matemáticas en Finanzas de la Universidad de Nueva York. Actualmente se desempeña como Gerente de Inversiones en Nogaleda Inversiones. Ha sido Gerente de Inversiones, Gerente de Estrategia y Directora de Research de Renta Fija y Economía en Credicorp Capital (ex IMTrust), Vice Presidenta de Business Management en BBVA en Nueva York, y co-portfolio manager en Compass Group LLC en Nueva York. Ha dictado diversos cursos en la Universidad Adolfo Ibáñez desde el año 2012. Se incorporó al Comité en septiembre de 2018.

CAPÍTULO 1

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

A. Política fiscal

La política fiscal del Gobierno de Chile tiene por objeto contribuir a la estabilidad macroeconómica y proveer bienes públicos que incrementen las oportunidades y la protección social de los chilenos².

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado³, que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y tener la posibilidad de utilizar esos ahorros en períodos de debilidad cíclica. Como consecuencia, la regla fiscal a su vez tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y mejora el acceso al financiamiento del sector público y privado.

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

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

Objetivos

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

Reglas de acumulación

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

El FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del producto interno bruto (PIB) del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF). Cabe señalar que, en el marco de la emergencia sanitaria actual, la Ley N° 21.225, que estableció medidas para apoyar a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad COVID-19, en su artículo cuarto suspende los aportes al FRP en los años 2020 y 2021.

2 Decreto N°1579 de 2020, que modifica el decreto supremo N°743, de 2018, del Ministerio de Hacienda, que establece las bases de la política fiscal de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1° de la ley N°20.128 sobre Responsabilidad Fiscal.

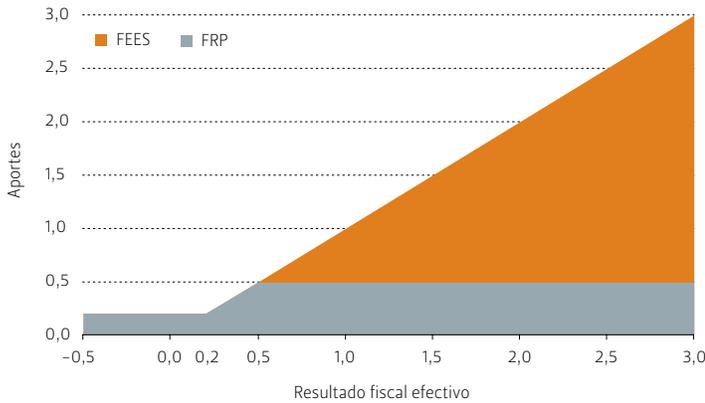
3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001);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

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

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁵. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

FIGURA 1

Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Reglas de uso

A partir de 2016 los recursos del FRP pueden utilizarse para complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez, así como los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez. El monto de los recursos del FRP que puede ser utilizado anualmente no debe ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales y el gasto previsional en 2008 ajustado por inflación⁶.

Sin embargo, en el marco de la pandemia, la Ley N° 21.227, que faculta el acceso a prestaciones del seguro de desempleo de la Ley N° 19.728, en circunstancias excepcionales, estableció en su artículo 19 que, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo octavo de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el monto de los recursos que se retirarán del FRP durante los años 2020 y 2021 corresponderán a la totalidad de la diferencia producida entre el gasto total de cada año por concepto del pago de las obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto en el año 2008, ajustado por inflación⁷.

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

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

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

7 El 1 de octubre de 2020 se retiraron US\$ 1.576 millones desde el FRP, monto casi tres veces a los retiros promedios entre 2017 y 2019 (US\$ 472 millones).

Por su parte, los recursos del FEES se pueden utilizar en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado en caso de déficit fiscal. Además, dichos recursos pueden utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo los Bonos de Reconocimiento) y para financiar el aporte anual al FRP, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

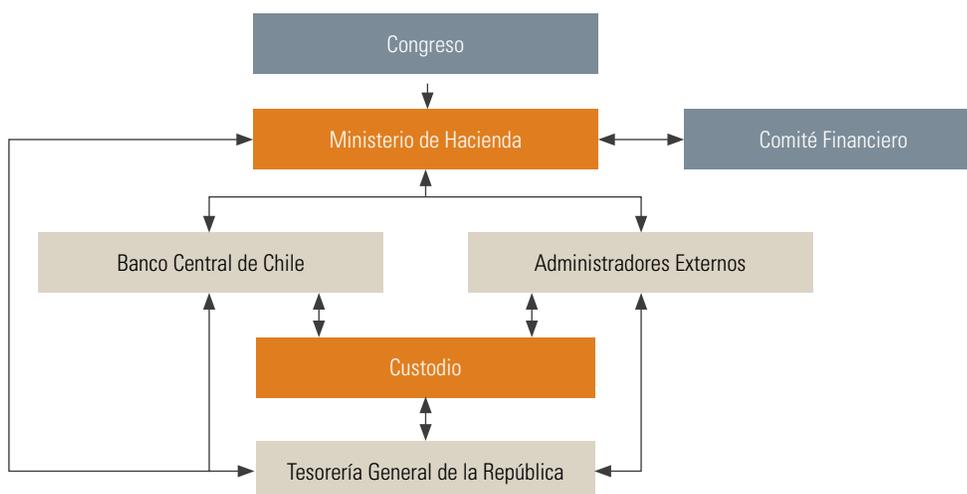
Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (Ministerio o MdH).

C. Institucionalidad

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

FIGURA 2

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General de la República (TGR) es la titular de los recursos. A su vez, otorga al Ministro de Hacienda la responsabilidad sobre la administración de los fondos y sus políticas de inversión. Para lo anterior, el Ministerio elabora directrices de inversión, que definen los criterios que deben ser respetados por los administradores de los fondos. Al mismo tiempo, el Ministerio es responsable de supervisar la gestión de los administradores encargados de invertir los recursos de los fondos y de elaborar los reportes mensuales, trimestrales y anuales que dan cuenta del estado de los fondos al público.

La TGR es responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros auditados, monitorear el cumplimiento de los límites de inversión, conciliar la información de los portafolios que mantienen

los administradores y el custodio y validar los pagos a los administradores. La Dirección de Presupuestos (Dipres) es responsable de los aspectos presupuestarios que tengan relación con los fondos.

Banco Central de Chile

El Ministerio, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (“Decreto de Agencia”), modificado por el Decreto N° 1.618 de 2012, designó al Banco Central de Chile (BCCh) como agente fiscal para: i) administrar los portafolios que estén constituidos por instrumentos elegibles para las Reservas Internacionales; ii) delegar la gestión de dichos portafolios a administradores externos; iii) seleccionar administradores externos; y iv) gestionar al custodio; entre otras responsabilidades. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices impartidas por el Ministro de Hacienda.

Administradores Externos

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

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

En el *Cuadro 1* se presentan los administradores externos que se tenían contratados al cierre de 2020.

CUADRO 1

Administradores externos de los fondos soberanos al 31 de diciembre de 2020.

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda

Cabe señalar que, a partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2020, el BCCh contrató a UBS y Credit Suisse como administradores para la gestión de la cartera de renta fija corporativa en el FRP, y a UBS y Mellon para la administración del portafolio de acciones en el mismo fondo. Posteriormente, teniendo en cuenta que el mandato de acciones del FEES es idéntico al del FRP, pero de un tamaño mucho menor, el Ministerio, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, instruyó al BCCh para que seleccionara a una de las dos empresas que fueron elegidas en el FRP para que gestionara dicha cartera en el FEES. Así, el BCCh seleccionó a UBS debido a su mejor

propuesta económica. Todos los administradores seleccionados en 2020 comenzaron a gestionar sus portafolios el 1 de diciembre del mismo año⁸.

Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un comité asesor para la administración de los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este Comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y asesora al Ministro con el propósito de establecer pautas de inversión coherentes con los objetivos de los fondos. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento del Comité Financiero. Dicho Comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio. Según dicho decreto, el Comité Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2020.

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

- Asesorar sobre los aspectos de la política de inversión que le sean consultados por el Ministro de Hacienda. Estos aspectos incorporan, por ejemplo, la distribución de las inversiones por clases de activo (asset allocation), la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos (véase *Recuadro 1*), la definición de límites de desviación permitidos a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Opinar sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.

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

- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que los rigen.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias⁹.

RECUADRO 1: Comparador referencial o *benchmark*

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

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

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

D. Política de inversión

Fondo de Estabilización Económica y Social

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

Objetivos de inversión: En concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo manteniendo un grado de liquidez que permita cubrir las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

Composición estratégica de activos: La política de inversión considera una composición estratégica de activos de 15,5% en depósitos bancarios, 76% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 5% en acciones. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total¹⁰.

⁹ www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html.

¹⁰ El 1 de abril de 2020 se redujo la participación de acciones desde 7,5% hasta 5%, disminución que fue compensada con aumentos leves en las otras clases de activo. Para más información acerca de esta modificación ver Capítulo 3, Sección B.

Comparadores referenciales (benchmarks): Para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 2).

CUADRO 2

Comparadores referenciales FEES
(porcentaje del portafolio)

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Depósitos bancarios		5,25	ICE BofA US Dollar 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		6,25	ICE BofA Euro Currency 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		4,0	ICE BofA Japanese Yen 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		15,5	Subtotal depósitos bancarios
2. Letras del tesoro y bonos soberanos	2.1. Letras del tesoro	6,0	ICE BofA US Treasury Bill Index
		7,25	ICE BofA Germany Treasury Bill Index
		6,25	ICE BofA Japan Treasury Bill Index
		19,5	Subtotal letras del tesoro
	2.2. Bonos soberanos	27,25	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasuries: U.S. 7-10 Yrs
		11,25	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasuries: Germany 7-10 Yrs
		10,25	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasuries: Japan 7-10 Yrs
		7,75	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasuries: Switzerland 5-10 Yrs
		56,5	Subtotal bonos soberanos
		76,0	Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos
3. Bonos soberanos indizados a inflación		2,5	Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs
		1,0	Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs
		3,5	Subtotal bonos soberanos indizados a inflación
4. Acciones		5,0	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: El FEES es administrado mayoritariamente por el BCCh, quien, en calidad de agente fiscal, gestiona el portafolio de renta fija que corresponde al 95% del total de los activos. El portafolio de acciones es gestionado por un administrador externo contratado por el BCCh, previamente seleccionado para el FRP mediante licitación.

Límite de tracking error ex ante¹¹: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de renta fija y de 60 puntos base para el de acciones.

Monedas y emisores elegibles: Solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de la exposición soberana, son elegibles los emisores incluidos en los comparadores referenciales e instituciones supranacionales, agencias, y entidades elegibles con garantía estatal explícita de acuerdo a los criterios de elegibilidad que utiliza el BCCh para la inversión de sus Reservas Internacionales y de acuerdo a los límites que se establecen en las pautas de inversión. En relación a la exposición bancaria, se permite invertir en

¹¹ El *tracking error ex ante* es una estimación de la desviación estándar de la diferencia entre los retornos del portafolio y del comparador referencial. Mientras menor es el *tracking error ex ante* más pasiva es la gestión del portafolio.

bancos con al menos dos clasificaciones de riesgo mayor o igual a A-/A3 (las clasificadoras consideradas son Standard & Poor's, Moody's y Fitch) y de acuerdo a los límites establecidos en las pautas de inversión. Para acciones son elegibles los emisores que se incluyen en el comparador referencial, sin embargo, también se permite la inversión en Exchange Traded Funds (ETFs), fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

Apalancamiento y uso de derivados: En el fondo no se permite el apalancamiento¹². Respecto al uso de derivados, se distingue según el tipo de portafolio:

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

Política de rebalanceo: La política de rebalanceo será revisada durante 2021 tomando en cuenta la reducción de la participación de acciones en la composición estratégica de activos que tuvo lugar durante 2020 y el estudio de la política de inversión que podría modificar la composición estratégica de activos¹³. Cabe destacar que cada vez que se hace un retiro o aporte se converge a la composición estratégica de activos definida para el fondo.

Pautas de inversión: En las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio¹⁴, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, las restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes y otros aspectos asociados a su gestión.

Fondo de Reserva de Pensiones

En 2020 se modificó la política de inversión del FRP de manera de incorporar en ella el impacto que algunas reformas legales tuvieron en el tamaño esperado del fondo y en los desembolsos del año 2020 y aquellos proyectados para el 2021. Estas reformas fueron aprobadas por el Congreso como parte de la agenda social implementada a fines de 2019 y como fuente de financiamiento a la respuesta de política fiscal ante la pandemia en 2020 (véase *Recuadro 2*).

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

13 Para más información ver Capítulo 3, Secciones B y D.

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

RECUADRO 2: Reformas legales que han impactado en el FRP 2019-2020

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

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

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio de Hacienda dividió el fondo en dos portafolios de inversión: el Portafolio de Inversión de Corto Plazo (PICP) y el Portafolio de Inversión de Largo Plazo (PILP)¹⁵.

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

Portafolio de Inversión de Corto Plazo

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

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

Comparadores referenciales (o benchmarks): Para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 3).

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

CUADRO 3

Comparadores referenciales - PICP
(porcentaje del PICP)

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: La totalidad del portafolio es administrado por el BCCh en su calidad de agente fiscal.

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

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

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

Portafolio de Inversión de Largo Plazo

Objetivos de inversión: Obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%¹⁶.

Composición estratégica de activos: La composición de cartera es de 31% en acciones, 34% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 6% en MBS de agencias de EE.UU., y 8% en bonos soberanos indizados a inflación¹⁷.

Comparadores referenciales (benchmarks): Para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 4).

16 Este objetivo corresponde al definido en la política de inversión que fue aprobada por el Ministro de Hacienda a fines de 2017 pero será revisado durante 2021 teniendo en cuenta la decisión del Ministro de Hacienda de parar la convergencia a la composición estratégica de activos de dicha política (para más información ver Capítulo 3, Sección B).

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

CUADRO 4

Comparadores referenciales - PíCP
(porcentaje del PíCP)

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

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

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

Límite de tracking error ex ante: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos indizados a inflación, 60 puntos base para el de acciones, 50 puntos base para el de bonos corporativos, y 150 puntos base para el de bonos de alto rendimiento. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

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

- MBS de agencias de EE.UU.: Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs¹⁸.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.

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

- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

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

- Portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indizados a inflación: Solo se podrá contratar *forwards* o *swaps* para cobertura cambiaria. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Por otra parte, el monto nominal de los contratos *forwards* o *swaps* vigentes no debe exceder, en su conjunto, el 4% del portafolio.
- MBS de agencias de EE.UU.: La exposición a TBAs no debe sobrepasar el 30% del portafolio. Los montos nominales de futuros de tasas de interés en EE.UU. valorizados a precio de mercado y expresados en valor absoluto, no deben exceder el 10% de valor de mercado del portafolio.
- Portafolio accionario, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento: Cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros –accionarios o de renta fija según corresponda– con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 3% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

Las pautas de inversión tanto del PICP y PILP, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio¹⁹, proporcionan información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

¹⁹ <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion.html>.

CAPÍTULO 2

Estado de los
fondos soberanos

A. Análisis de la economía internacional

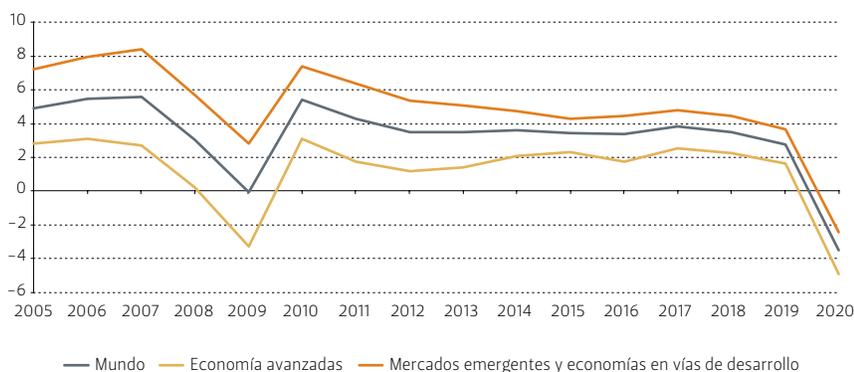
Para un mejor entendimiento del desempeño reciente de los fondos soberanos, en esta sección se resumen los principales acontecimientos de la economía internacional durante el año 2020.

La propagación mundial del COVID-19 y las medidas de confinamiento y cierres de fronteras que los distintos países realizaron para contener y reducir la velocidad de contagio afectaron fuertemente a la población global y sus economías. Lo anterior requirió la implementación de medidas de apoyo extraordinarias por los distintos gobiernos y bancos centrales para estimular el consumo interno y la actividad económica. En este escenario, según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)²⁰, la economía mundial se contrajo en 3,5% durante el año 2020, frente a un crecimiento de 2,8% del 2019.

En el agregado y bajo este nuevo contexto económico, las economías avanzadas disminuyeron su crecimiento de 1,6% en 2019 a -4,9% en 2020. Las economías emergentes y en vías de desarrollo experimentaron una contracción de -2,4% en 2020 desde una tasa de crecimiento de 3,6% el año anterior (véase *Figura 3*). En las economías avanzadas las fuertes contracciones estuvieron lideradas por Reino Unido y Japón, cuyo crecimiento estimado fue de -10,0% y -5,1%, respectivamente. (véase *Figura 4*). Por su parte, en las economías emergentes y en vías de desarrollo, se destaca la desaceleración de China, y la contracción de India y Brasil (véase *Figura 5*).

FIGURA 3

Evolución crecimiento PIB Real, 2005 – 2020
(en porcentaje)

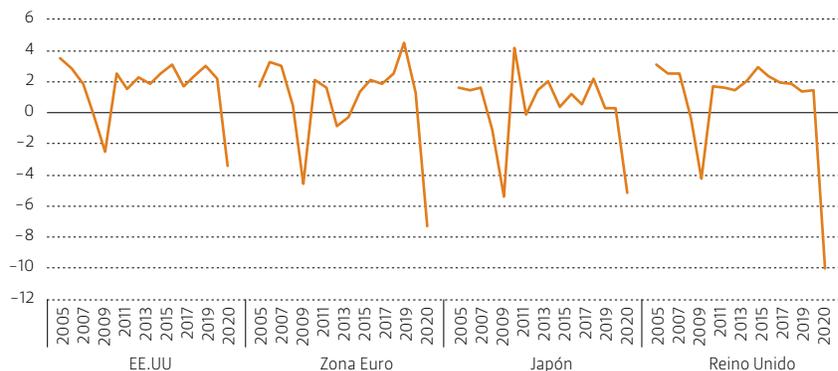


FUENTE: Fondo Monetario Internacional

20 Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos World Economic Outlook de octubre de 2020 del FMI, adicionando su correspondiente actualización de enero 2021.

FIGURA 4

Crecimiento del PIB Real de algunas economías avanzadas, 2005 - 2020
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 5

Crecimiento del PIB Real de algunas economías emergentes, 2005 - 2020
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

En el caso de EE.UU., se estima que su economía se contrajo 3,4%, muy por debajo del crecimiento de 2,2% de 2019. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo aumentó a 6,7%, terminando con la trayectoria descendente que se había visto entre 2010 y 2019 (véase *Figura 6*). El salario nominal por hora al cierre del año creció 5,1% en relación con el año anterior (véase *Figura 7*)²¹. En el caso de la inflación, el índice general de precios terminó el año con una variación de 1,4% respecto a 2019, ubicándose bajo el objetivo de 2% anual de la Reserva Federal (FED), mientras que la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, tuvo una variación de 1,6% en el año (véase *Figura 8*). En un contexto en que la economía mundial y la de EE.UU. tuvo una fuerte contracción, especialmente durante el segundo trimestre, la FED disminuyó el rango de la tasa de política monetaria (Federal Funds Rate) primero en 50 puntos base y luego 100 puntos base durante el 2020 hasta²² 0,0% - 0,25%. Por otro

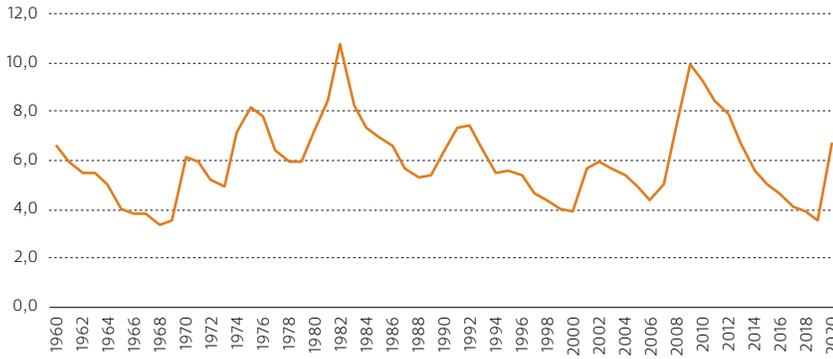
21 El aumento de los salarios en abril de 2020 se debió a una fuerte caída en el empleo de trabajadores de bajos salarios producto de la pandemia.

22 En marzo de 2020 el FED disminuyó en dos ocasiones el rango de la tasa de política monetaria. Primero de 1,50% - 1,75% a 1,00% - 1,25%, y luego a 0,0% - 0,25%.

lado, durante el 2020 fueron aprobados dos planes de estímulo fiscal para intentar contener el impacto económico de la pandemia. El primero fue promulgado en marzo con un monto de US\$ 2,2 billones, y en diciembre el segundo con un monto de US\$ 900 mil millones, los cuales incluyeron pagos directos a hogares y préstamos para pequeñas empresas y la ampliación de los beneficios por seguro de desempleo entre otras acciones.

FIGURA 6

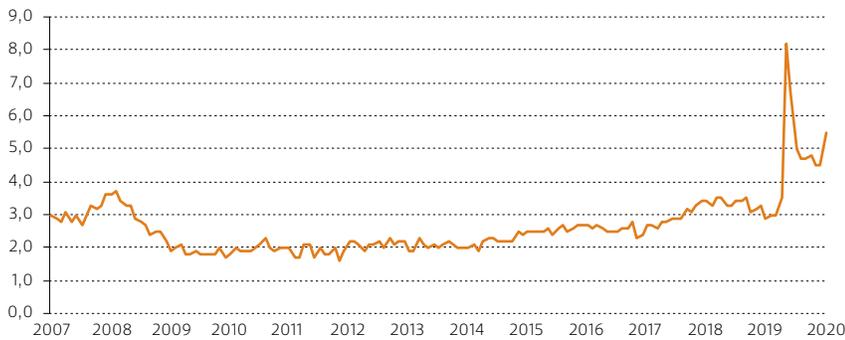
Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1960 - 2020
(en porcentaje)



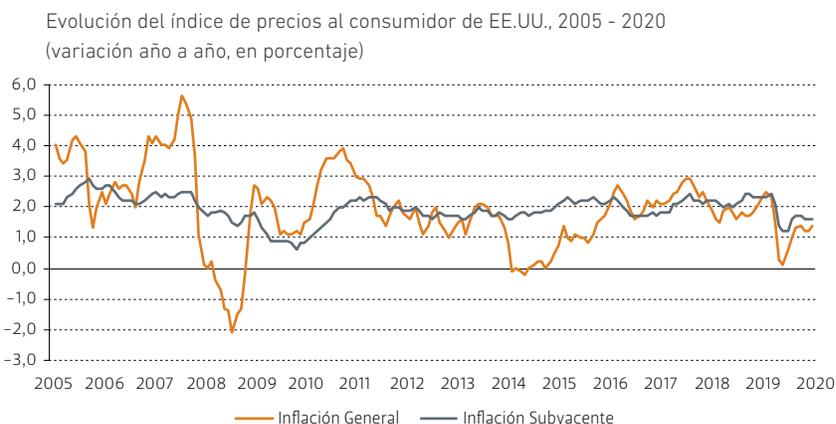
FUENTE: Bureau of Labor Statistics

FIGURA 7

Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2020
(variación año a año, en porcentaje)

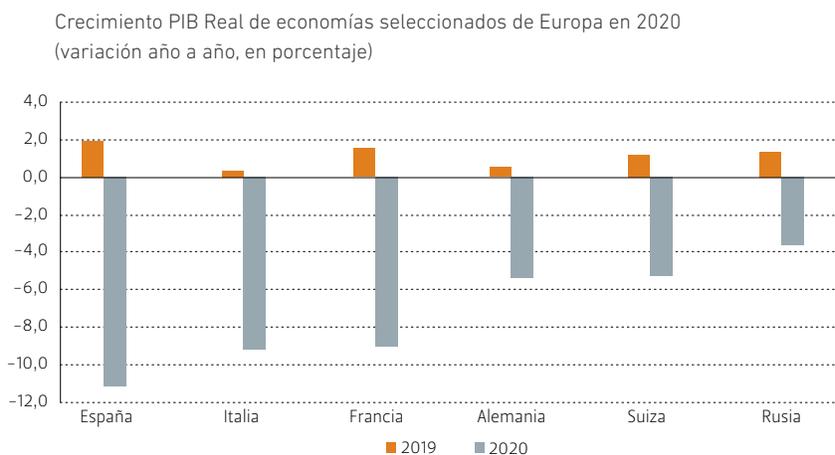


FUENTE: Bloomberg

FIGURA 8

FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro pasó de un crecimiento anual de 1,3% en 2019 a una contracción estimada de 7,2% en 2020, reflejando el efecto de la crisis sanitaria en las economías del bloque. Se destacan las mayores caídas de España e Italia, cuyo crecimiento estimado fue de -11,1% y -9,2%, respectivamente. En cuanto a Alemania, se estima que su PIB se contrajo en 5,4%. (véase *Figura 9*). Por su parte, la inflación en la Zona Euro terminó el año en -0,3% (véase *Figura 10*). En relación con el nivel de desempleo, éste aumentó a lo largo del año terminando en 8,3%, rompiendo con una trayectoria descendente que se había visto desde el 2013 (véase *Figura 11*). En este escenario, para enfrentar el impacto de la pandemia en la economía, el Banco Central Europeo (BCE) anunció en marzo de 2020 un nuevo Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP)²³ con una dotación inicial de 750 mil millones de euros como forma de contrarrestar los riesgos para los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las expectativas de contracción económica. En junio y en diciembre se aumentó el PEPP en 600 mil millones de euros y en 500 mil millones de euros, respectivamente, cerrando el año con un total de 1.850 millones de euros. En este contexto, el BCE mantuvo los tipos de interés de los depósitos en -0,5%.

FIGURA 9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

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

FIGURA 10

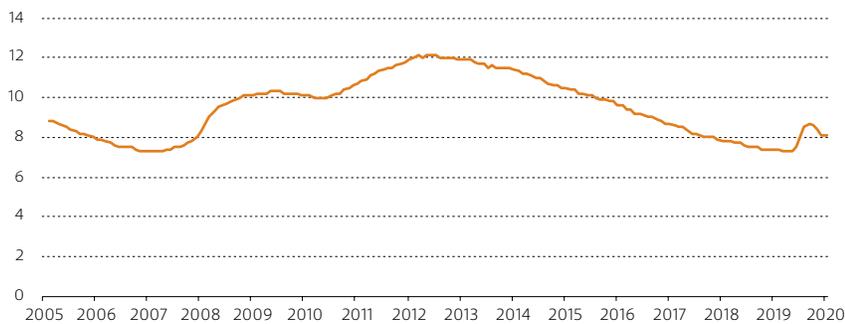
Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2005 - 2020²⁴
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2005 - 2020
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Japón experimentó una pronunciada contracción en el año, desde una leve tasa de expansión de 0,3% en 2019 a una tasa de -5,1% en 2020. El Banco Central de Japón mantuvo su objetivo de tasa de interés de corto plazo en -0,1% y amplió su programa de compra de bonos de diez años en casi 80 mil millones de yenes con el fin de que las tasas a dicho plazo se mantengan en torno al 0%.

Por su parte, China creció 2,3% durante 2020, cifra muy por debajo del 6,0% de 2019. A pesar de la fuerte contracción en el primer trimestre (-6,8%), debido al cierre de fábricas y plantas industriales, pudo recuperarse después de implementar una serie de medidas de rápido y estricto confinamiento para controlar la propagación del virus, y de estímulos que proporcionaron fondos para ayudar a los consumidores y a las empresas²⁵.

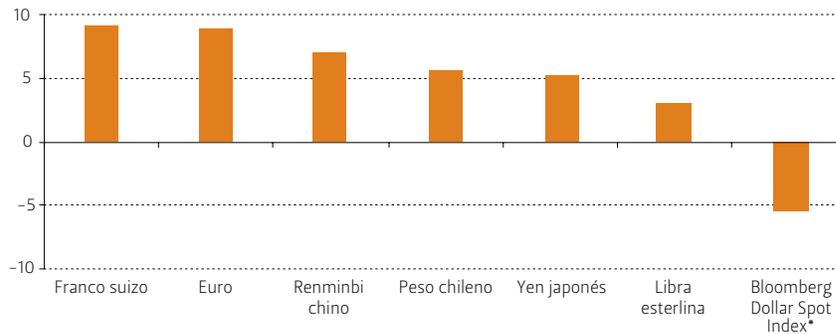
24 Dato correspondiente al índice armonizado de precios al consumidor (HICP, por su sigla en inglés).

25 El Banco Popular de China anunció en mayo de 2020 que mantendría una amplia liquidez, utilizando medidas de política agregadas y estructurales, y que continuaría con la profundización de las reformas de los tipos de interés para reducir los costes de los préstamos. Con respecto a otras medidas de estímulo económico, China se enfocó en la inversión en infraestructura de los gobiernos locales de forma de aumentar la producción para suministrar bienes a los países paralizados por la pandemia.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se debilitó respecto de las principales monedas del mundo en 5,45% (véase *Figura 12*)²⁶. Entre las principales divisas en que se invierten los fondos soberanos, el franco suizo y el euro fueron las monedas que más se apreciaron (9,2% y 9,0%, respectivamente). Cabe señalar que el peso chileno se apreció 5,6%.

FIGURA 12

Desempeño de monedas seleccionadas en relación con el dólar durante el año 2020²⁷
(variación año a año, en porcentaje)

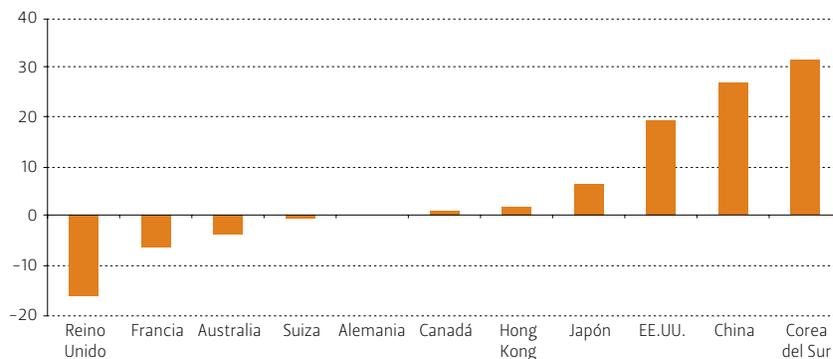


FUENTE: Bloomberg

Durante 2020 se observaron importantes aumentos y caídas en los precios de las acciones en los mercados. Para la muestra seleccionada (véase *Figura 13*), los mercados bursátiles tuvieron retornos mixtos. Así, las bolsas con mejor desempeño fueron las de Corea del Sur, China y EE.UU., cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de 31,4%, 26,7% y 19,2%, respectivamente. Los índices que tuvieron el peor rendimiento en términos relativos, en moneda de origen, fueron los de Reino Unido, Francia y Australia con -16,1%, -6,0% y -3,7%, respectivamente.

FIGURA 13

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2020
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

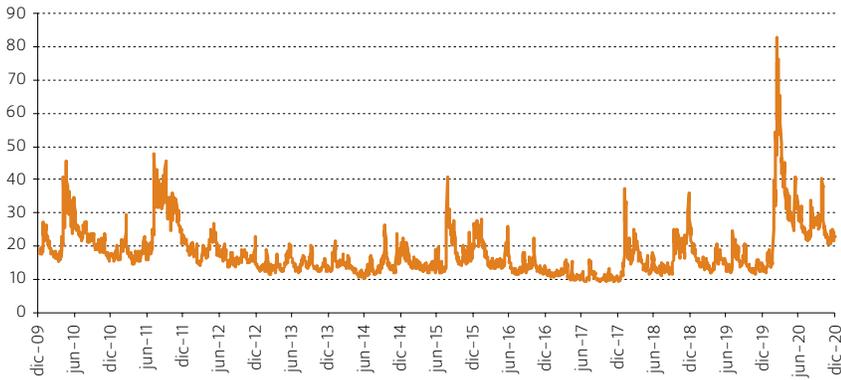
26 El Bloomberg Dollar Spot Index es un índice transable que muestra el valor del dólar en relación con las diez principales monedas del mundo. Rentabilidades del índice mayores a cero son indicativas de que el dólar se apreció en relación con el valor de la canasta de monedas, mientras que rentabilidades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

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

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX Index), presentó en 2020 un nivel promedio mayor que el año anterior, experimentando su máximo en marzo con un valor de 82,7 (véase *Figura 14*).

FIGURA 14

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2020 (en nivel)

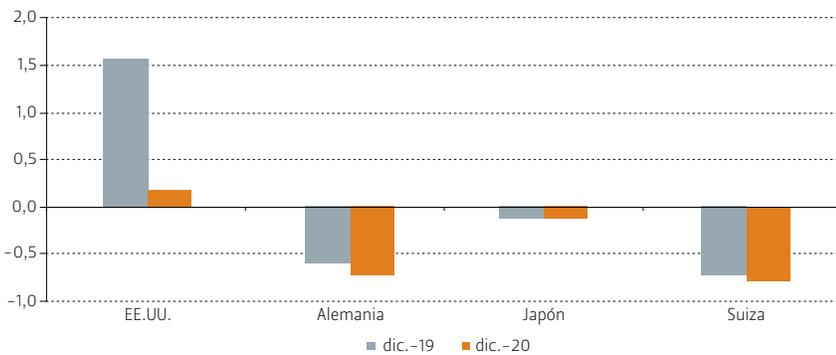


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, las tasas de interés soberanas nominales a 2 y a 10 años habían disminuido en relación con el nivel observado el mismo período del año anterior en EE.UU., Alemania y Suiza mientras que en Japón aumentaron levemente (véase *Figura 15 y 16*).

FIGURA 15

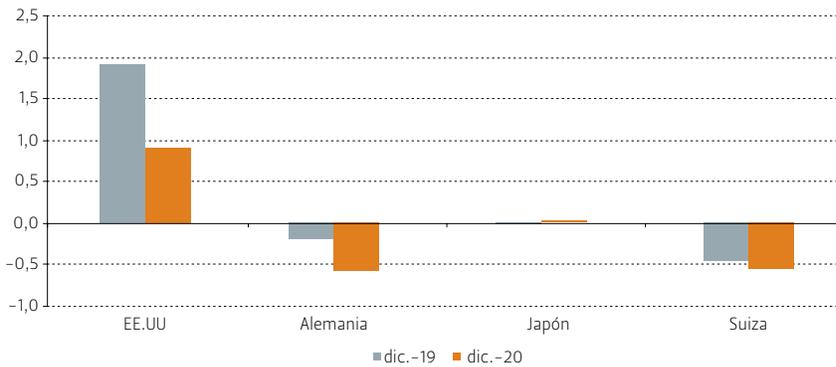
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2019-2020 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 16

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2019-2020
(en porcentaje)

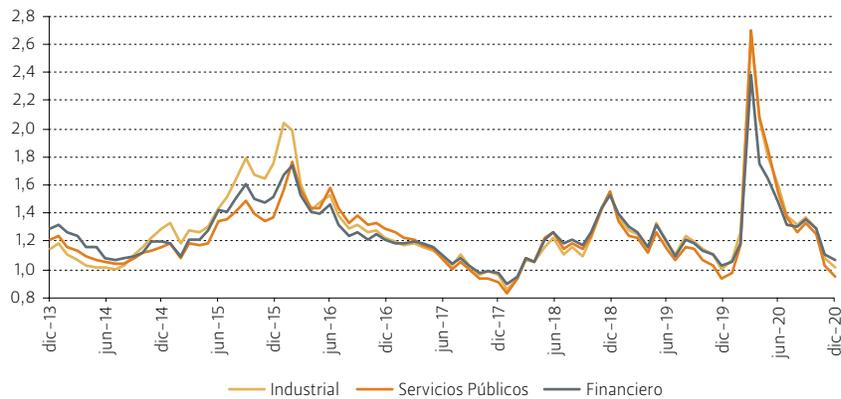


FUENTE: Bloomberg

Con relación al mercado corporativo en 2020, los *spreads* de los sectores industrial, servicios públicos y financiero del índice "Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate" alcanzaron máximos anuales en marzo de 2,7%, 2,4% y 2,7%, respectivamente, sin embargo, finalizaron el año en niveles similares al del cierre del año anterior (véase *Figura 17*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento experimentaron una disminución en sus *spreads* con respecto a 2019. Esto se puede constatar al observar los *spreads* del índice "Bloomberg Barclays Global High Yield" que, a pesar de alcanzar un máximo de 10,1% en marzo, finalizaron el año en 4,1%, menor al 4,8% del cierre de 2019 (véase *Figura 18*).

FIGURA 17

Spreads bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013-2020
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg Barclays

FIGURA 18

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013-2020
(en porcentaje)

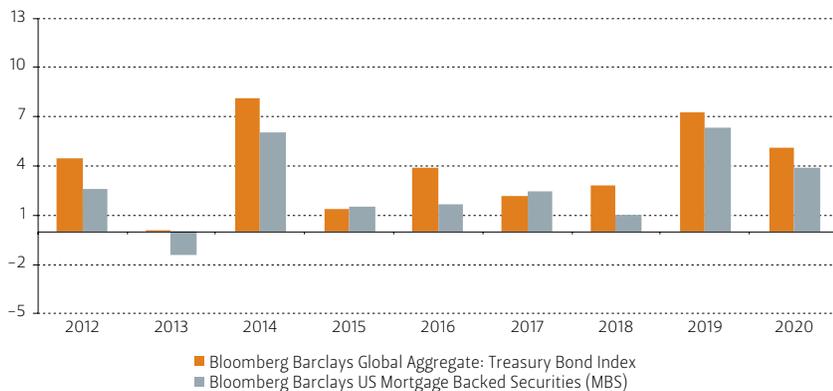


FUENTE: Bloomberg Barclays

Durante 2020, los rendimientos en moneda de origen de los bonos soberanos con grado de inversión y los MBS de agencias de EE.UU. experimentaron retornos positivos. Así, el “Bloomberg Barclays Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)” y el “Bloomberg Barclays US Mortgage Backed Securities (MBS)”, cerraron el año con rentabilidades de 5,1% y 3,9%, respectivamente (véase *Figura 19*). Asimismo, los bonos corporativos, con grado de inversión, representados por el índice “Bloomberg Barclays Global Aggregate: Corporates Index (hedged)”, y los bonos de alto rendimiento (soberano y corporativo), representados por el “Bloomberg Barclays Global High Yield Index (hedged)”, cerraron el año con rentabilidades de 8,3% y 5,7%, respectivamente (véase *Figura 20*).

FIGURA 19

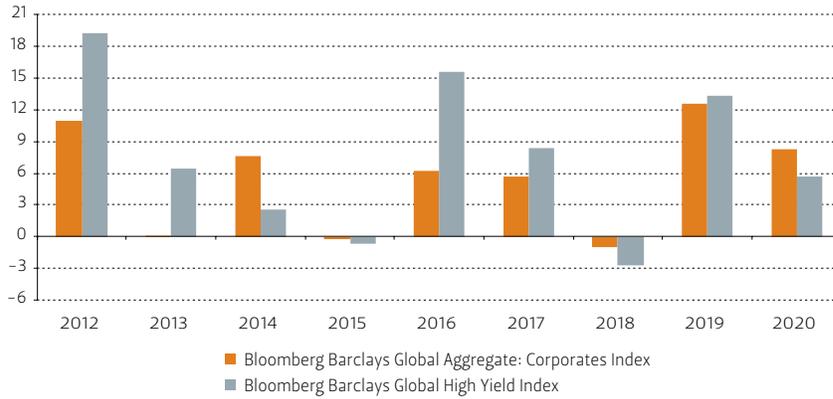
Retornos índices Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (hedged), 2012 - 2020
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg Barclays

FIGURA 20

Retornos índices Bloomberg Barclays Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2012 – 2020 (en porcentaje, medido en moneda de origen)

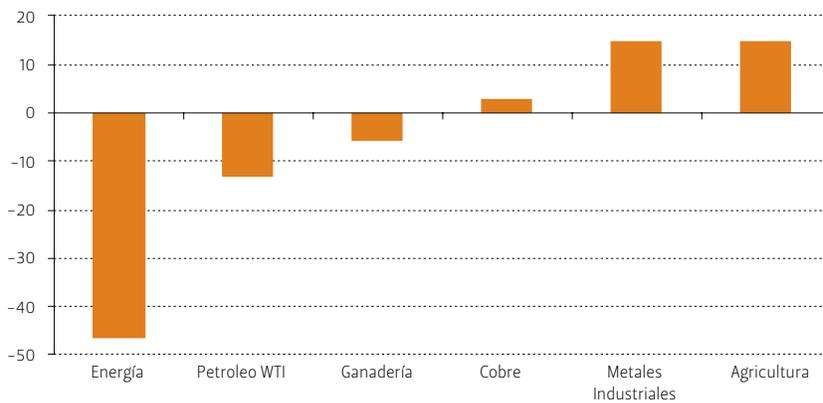


FUENTE: Bloomberg Barclays

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2020 versus los de 2019, se observan variaciones positivas en el sector de agricultura, metales industriales y el cobre, los que aumentaron en 14,9%, 14,8% y 3,0%, respectivamente. El sector de energía se vio fuertemente afectado con una caída de su precio promedio de 46,3% (véase *Figura 21*).

FIGURA 21

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2020 (variación año a año, en porcentaje)



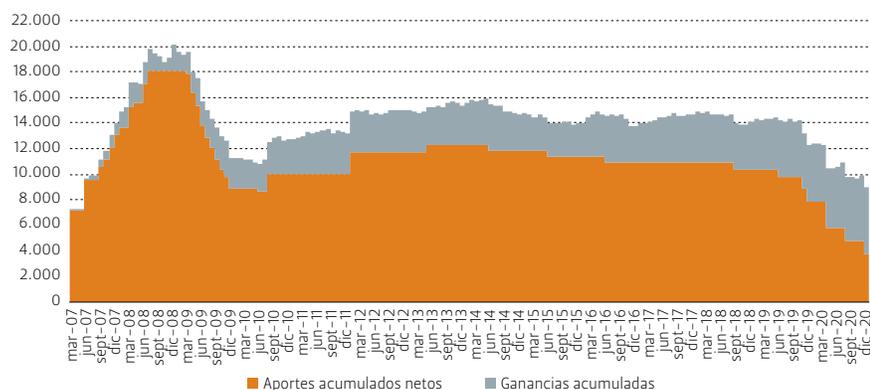
FUENTE: Bloomberg

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2020 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 8.955 millones y US\$ 10.157 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 12.233 millones y US\$ 10.812 millones respectivos al término de 2019. La variación negativa en el valor del FEES se debió principalmente a retiros por US\$ 4.090 millones, utilizados para apoyar las necesidades de financiamiento del Fisco debido al deterioro de los ingresos fiscales durante 2020 como consecuencia de la crisis social a fines de 2019 y la pandemia en 2020. Lo anterior fue compensado en parte con ganancias netas en las inversiones del FEES por un valor de US\$ 812 millones (véase *Figura 22*). Por su parte, la variación negativa en el FRP se debió principalmente a retiros por US\$ 1.576 millones lo que fue compensado en parte por las ganancias netas en las inversiones del fondo por US\$ 921 millones (véase *Figura 23*). Según lo mencionado anteriormente, durante 2020 no se realizaron aportes al FRP²⁸.

FIGURA 22

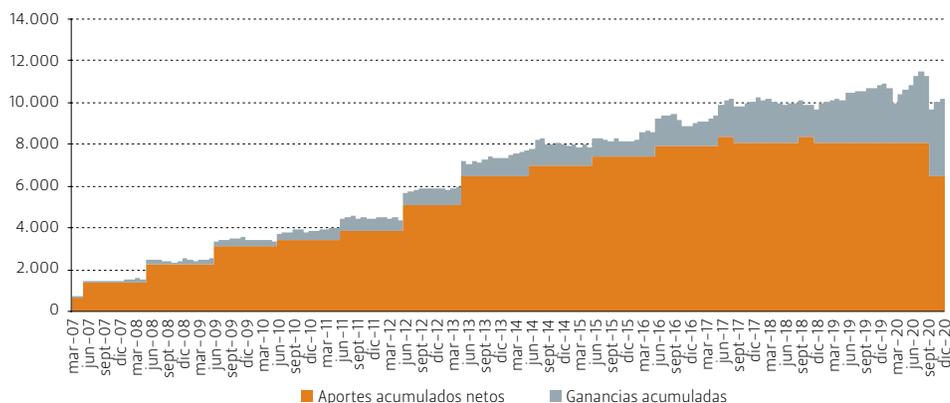
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2020 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 23

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2020 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

28 Ver Capítulo 1, Sección B y Recuadro 2.

C. Rentabilidad

En el año 2020, la rentabilidad neta en dólares de los fondos fue de 8,03% en el FEES y de 9,26% para el FRP (véase Cuadro 5).

Para el FEES, el retorno positivo se descompone en la rentabilidad del portafolio de renta fija de 7,94% y la rentabilidad del portafolio de acciones de 15,87%. A su vez, el resultado en renta fija se descompone en 3,44% producto del rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen y en 4,35% debido al cambio en las paridades cambiarias, en relación al dólar, de las monedas en que se encuentran denominados dichos instrumentos (véase Recuadro 3).

El retorno del FRP se separa entre la rentabilidad del PICP, que tuvo una rentabilidad de 0,03%²⁹, y la del PILP, que rindió 11,36% en el año. Esta última se explica por los resultados positivos de todas las clases de activo. En renta fija las rentabilidades fueron de 10,23% para los bonos soberanos y otros activos relacionados, 12,68% para los bonos indizados a inflación, 4,04% en MBS de agencias de EE.UU., 10,29% para los bonos corporativos y 6,85% para los bonos de alto rendimiento. Por su parte las acciones del FRP tuvieron un rendimiento de 15,06% durante el año.

CUADRO 5³⁰

Factores determinantes del retorno en dólares de los fondos soberanos en 2020
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2020
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija ^(a)	2,66	1,26	2,12	1,67	7,94
	<i>Moneda de origen</i>	3,13	0,43	0,19	-0,30	3,44
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	-0,46	0,83	1,93	1,97	4,35
	Acciones	-21,26	19,23	7,89	14,39	15,87
	Retorno total (USD)	0,82	2,22	2,44	2,33	8,03
	Retorno total (CLP)	14,59	-1,40	-1,56	-7,22	3,19
	Retorno total (Real en UF)	13,44	-1,74	-1,60	-8,38	0,49
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	1,08	2,35	3,13	3,32	10,23
	Bonos indizados a inflación	-2,75	6,60	3,58	4,93	12,68
	MBS de agencias de EE.UU.	2,66	0,79	0,25	0,31	4,04
	Bonos corporativos	-5,89	9,18	2,99	4,22	10,29
	Bonos de alto rendimiento	-14,78	11,56	4,66	7,38	6,85
	Acciones	-21,30	19,40	7,00	14,43	15,06
	Retorno PILP (USD)	-8,23	8,72	4,20	7,12	11,36
	Retorno PICP (USD)^(b)	-	-	-	0,03	0,03
	Retorno total (USD)	-8,23	8,72	4,20	5,10	9,26
	Retorno total (CLP)	4,31	4,87	0,13	-4,71	4,36
Retorno total (Real en UF)	3,26	4,51	0,09	-5,90	1,63	

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

(b) La rentabilidad del PICP del FRP comienza a partir del 1 de octubre de 2020.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

29 El PICP se implementó el 1 de octubre de 2020.

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

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2020, el peso chileno se apreció respecto al dólar, lo que explica las menores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 3,19% en el FEES y 4,36% en el FRP. Por su parte, la rentabilidad real de los fondos, la cual está calculada a partir de la rentabilidad nominal en pesos descontando la variación en la Unidad de Fomento (UF) del período respectivo, fue de 0,49% para el FEES y de 1,63% para el FRP.

RECUADRO 3: Factores que afectan la rentabilidad de los fondos soberanos

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

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte, el incumplimiento crediticio (default), el prepago, y los movimientos de las paridades cambiarias. El nivel de las tasas de interés en el mercado influye directamente en el interés ofrecido por los depósitos a plazo en las instituciones financieras y por los instrumentos de deuda soberana cuando son emitidos. Por su parte, los movimientos en el nivel de las tasas de interés afectan el precio de los instrumentos de renta fija que se transan en el mercado, sobretodo el de aquellos de mediano y largo plazo, teniendo un efecto negativo en caso de que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento¹. Por otro lado, en todos los instrumentos de renta fija existe la probabilidad del incumplimiento crediticio, es decir, que el emisor no pague el interés o el principal. En instrumentos con grado de inversión esta probabilidad es muy baja, pero aumenta en los bonos de alto rendimiento². Por otra parte, el prepago afecta principalmente a MBS de agencias de EE.UU. ya que son instrumentos cuyos subyacentes son créditos hipotecarios que pueden ser refinanciados cuando bajan las tasas de interés. Al realizarse el prepago, el individuo que refinancia su crédito hipotecario retorna al inversionista del MBS el valor par de lo que debe, y este último pierde el valor presente de los intereses futuros que recibiría, que eran más altos de a los cuales podrá reinvertir³. Finalmente, puesto que el desempeño de los fondos se mide en dólares y que gran parte de sus carteras está invertida en instrumentos denominados en otras monedas, los movimientos de dichas paridades en relación con el dólar tendrán un efecto en sus rentabilidades.

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

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

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

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

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2020 fue de 2,98% para el FEES y 4,27% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 5,07% para el FEES y 6,38% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 1,62% para el FEES y 2,89% para el FRP.

En 2020, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 12 puntos base más alta que la de su comparador referencial, por su parte, el FRP obtuvo 109 puntos base menos de rentabilidad que su comparador referencial. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -3 puntos base y -29 puntos base, respectivamente³¹.

La *Figura 24* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 49,7% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2020, mientras que para el FRP el aumento fue de 77,6% durante el mismo período. En la figura es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012, cuando se modificó la política de inversión del FRP³².

Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad en 2020 fue de 7,85% para el FEES y de 8,89% para el FRP.

FIGURA 24

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



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

31 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007 – 2020.

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

CAPÍTULO 3

Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

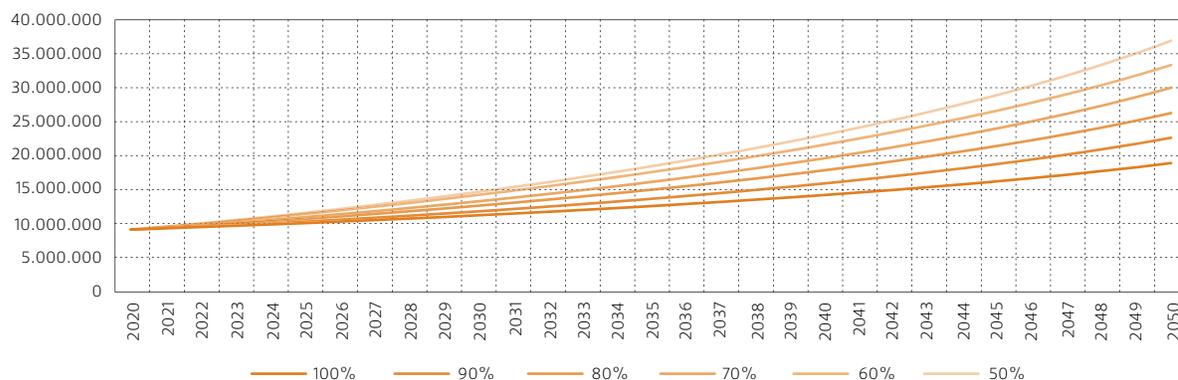
A. Proyecciones del FRP

El Comité Financiero, en su reunión de junio, analizó las últimas proyecciones disponibles para el FRP, las cuales incorporan las modificaciones legales introducidas a fines de 2019, en donde se aumentaron los beneficios del Pilar Solidario, y las de 2020, que suspendieron los aportes al fondo en el año 2020 y 2021, y que aumentaron el monto que podía ser retirado esos mismos años para apoyar el financiamiento del Fisco durante la pandemia³³.

En la *Figura 25* se presenta la proyección del FRP para distintos supuestos de retiro antes de estas reformas, asumiendo que se aportaba al fondo lo mínimo permitido (0,2% del PIB del año anterior). Es posible observar que tanto para un retiro equivalente al 100% del máximo permitido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, como para 50% del máximo permitido, el FRP aumentaba su valor en el largo plazo. Cabe señalar que en el escenario en que se retiraba el máximo permitido, los aportes anuales al fondo financiaban gran parte de los retiros proyectados y, por lo tanto, su capital permanecía relativamente estable y aumentaba principalmente debido a la rentabilidad de sus inversiones.

FIGURA 25

Valor del FRP, escenario sin reformas según porcentaje de retiro
(millones de pesos 2020)



FUENTE: Dirección de Presupuestos.

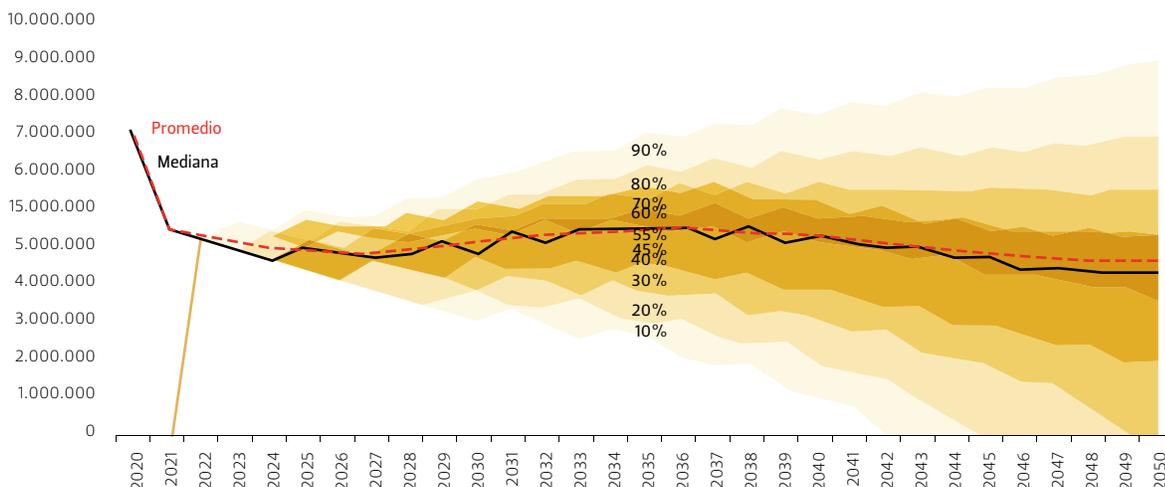
Las reformas antes mencionadas impactaron significativamente en la evolución esperada del fondo. Para ilustrar lo anterior, en la *Figura 26* se presentan proyecciones del FRP incorporando aleatoriedad al comportamiento del balance fiscal con el fin de que, en ciertos períodos y con cierta probabilidad, la economía experimente déficits y superávits fiscales³⁴. A partir de las proyecciones estocásticas se concluye que, al retirar el máximo permitido en la legislación vigente, en el noventa por ciento de las veces el valor del FRP en 2050 es menor al cierre de 2019; sin embargo, la mediana de su valor en 2050 es levemente menor al cierre de 2021. Por otra parte, el fondo se termina a partir del año 2043 para distribuciones inferiores al percentil veinte. En cuanto a distribuciones superiores al percentil sesenta, el valor patrimonial del FRP es sustentable con respecto al cierre de 2021.

33 Para más información ver González L., J. Rivera (2020). "Nota de Investigación: Proyección de la Sostenibilidad Fiscal del Fondo de Reserva de Pensiones 2020-2050, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.

34 Cabe recordar que según lo que se establece en la Ley de Responsabilidad Fiscal, si el superávit fiscal es mayor que 0,2% del PIB del año anterior, dicho superávit debe ser aportado al FRP hasta por un máximo de 0,5% del PIB del año anterior.

FIGURA 26

Valor del FRP, escenario estocástico con reformas
(millones de pesos 2020)



FUENTE: Dirección de Presupuestos.

B. Modificaciones a las políticas de inversión del FEES y FRP

Fondo de Estabilización Económica y Social

A fines de 2019 el Comité Financiero fue informado por el Coordinador de Finanzas Internacionales que el FEES experimentaría retiros cercanos a los US\$ 4.000 millones de dólares entre 2020 y 2021, lo que equivalía a cerca de 33% del valor del fondo a fines de 2019. En este contexto, el Comité consideró que era prudente reducir la exposición accionaria de 7,5% a 5% teniendo en cuenta las siguientes observaciones:

- Es prudente y lógico que un inversionista enfrentado a desembolsos cercanos mantenga una cartera de menor volatilidad que la correspondiente a un inversionista de plazo más prolongado.
- La cartera del FEES fue diseñada pensando en un horizonte indefinido de desembolsos ligados a factores macroeconómicos inciertos, pero no inmediatos.
- En el escenario de los retiros esperados, el FEES puede ser pensado como un consolidado de dos sub portafolios:
 - El primero contiene los desembolsos esperados entre 2020 y 2021, en que el 7,5% asignado a acciones de la composición estratégica de activos que estaba vigente, se distribuye en el resto de sus componentes que son de renta fija. Este sub portafolio equivaldría a aproximadamente 1/3 del FEES a comienzos de 2020.
 - El resto, que equivale a 2/3 del fondo, se mantendría invertido de acuerdo con la composición estratégica de activos que estaba vigente a comienzos de año, que incluye una exposición de 7,5% a acciones.
- Al disminuir el porcentaje de la cartera de acciones desde 7,5% a 5% en el FEES consolidado se logra un resultado equivalente al de segregar los dos sub portafolios.

Esta modificación fue implementada el 1 de abril de 2020.

Fondo de Reserva de Pensiones

En el caso del FRP, y teniendo en cuenta el impacto en el tamaño del fondo de las reformas descritas en la Sección A de este Capítulo, el Ministro de Hacienda consideró que era prudente detener la convergencia hacia la nueva política de inversión que había sido definida a fines de 2017³⁵. Esta decisión se fundamentó en que la tolerancia al riesgo del fondo disminuyó debido a que reducirá su tamaño en cerca de 40% en dos años, y las necesidades de efectivo podrán aumentar considerablemente en relación a su tamaño a partir de 2022. En este escenario solicitó al Comité Financiero revisar la política de inversión del fondo.

El Comité Financiero recomendó separar el portafolio del FRP en dos sub portafolios. En el primero, el PICP, se mantendrían los desembolsos esperados en el 2020 y 2021, invirtiéndolo en instrumentos altamente líquidos, en dólares, y que estén expuestos a una probabilidad muy baja de pérdidas³⁶. De esta forma, se recomendó invertir la mayoría en letras del tesoro de EE.UU., y una menor parte en bonos con una madurez entre uno y tres años, emitidos por el gobierno del mismo país. En el segundo portafolio, el PILP, se mantendrían invertido los recursos que tienen un horizonte de inversión más largo. En este escenario, el Comité financiero recomendó mantener la composición estratégica de activos que ya tenía el FRP desde enero de 2020, teniendo en cuenta que ésta era más conservadora que la política aprobada en 2017, ya que solamente invierte 31% en acciones y no 40%, y excluye las inversiones ilíquidas asociadas al sector inmobiliario. Por otra parte, recomendó que las autoridades fiscales deben decidir si se justifica implementar o no la cobertura cambiaria, que había sido aprobada como parte de la política de inversión de 2017, teniendo en cuenta lo informado por Dipres acerca del impacto que las liquidaciones de las operaciones *forwards* tienen en el balance fiscal (ver Sección G en este Capítulo)³⁷.

C. Proceso de selección administradores externos acciones y bonos corporativos

A partir de la recomendación de Comité Financiero, el Ministerio de Hacienda a comienzos de marzo de 2020, encargó al BCCh comenzar un proceso para seleccionar a administradores externos que serían responsables de gestionar los mandatos de acciones y bonos corporativos en el FRP, teniendo en cuenta que los que gestionaban dichas carteras, BlackRock y Mellon para acciones, y BlackRock y Allianz para bonos corporativos, lo hacían desde enero de 2012.

El proceso se inició en marzo con el envío de una Solicitud de Información (Request for Information) a 136 firmas que podrían estar interesadas en participar. La lista de empresas contactadas fue confeccionada a partir de las bases de datos del consultor, RVK, y la información que el BCCh y el Ministerio tenían de firmas que habían expresado su interés por tomar parte de algún proceso de selección. Para el mandato de acciones 14 empresas manifestaron interés de participar en el proceso; mientras que para bonos corporativos fueron 15. A partir de las respuestas recibidas, el BCCh, en conjunto con RVK, seleccionó a ocho empresas para cada clase de activo que avanzaron a la siguiente etapa. Así, a las firmas seleccionadas se les envió una Solicitud de Propuestas (Request for Proposal) orientada a medir las capacidades de los administradores en aspectos cualitativos y cuantitativos. El BCCh, en conjunto con RVK, evaluó las propuestas recibidas, y seleccionó a cuatro firmas para cada clase de activo que fueron entrevistadas remotamente, por el banco, RVK y personal del Ministerio.

35 Para más información acerca de la política de inversión del FRP que fue aprobada por el Ministro de Hacienda en 2017 y su plan de implementación, revisar el informe anual del Comité financiero en 2019.

36 El PICP se mantendrá sin recursos una vez realizados los retiros correspondientes a 2021.

37 Para más información de la política de inversión del FRP ver Capítulo 1, Sección D.

Posteriormente, el BCCh ponderó para cada firma el puntaje obtenido en la Solicitud de Propuestas con el de la entrevista, y una debida diligencia llevada a cabo por RVK, eligiendo a las tres firmas con los puntajes más altos por mandato. El detalle del proceso de selección y el resultado de las firmas finalistas fueron presentados al Comité Financiero en su reunión de agosto de 2020. El Comité concordó con el proceso de selección llevado a cabo por el BCCh y con las firmas finalistas. Posteriormente, el BCCh llevó a cabo la etapa final del proceso de selección que correspondió a la apertura de las ofertas económicas para elegir a las dos menos costosas. Así, las firmas seleccionadas fueron Mellon y UBS para acciones, y Credit Suisse y UBS para bonos corporativos.

En relación con los gestores de acciones en el FEES, el Comité recomendó que solamente un administrador gestionara dicha clase de activo en el fondo³⁸. Esto considerando que su tamaño seguirá disminuyendo y, en consecuencia, también el del portafolio accionario, lo que no permitiría tener dos administradores ya que sus portafolios serían menores al tamaño mínimo requerido para gestionarlos en forma eficiente³⁹. En este escenario, el Comité Financiero recomendó seleccionar a uno de los finalistas de acciones del proceso de selección llevado a cabo para el FRP, teniendo en cuenta que las acciones se invierten idénticamente en ambos fondos. Para lo anterior, el Ministro de Hacienda instruyó al BCCh, en septiembre de 2020, solicitar una nueva propuesta económica a UBS y Mellon, aplicable solamente al FEES, siendo seleccionado UBS al presentar el menor costo.

El traspaso a los administradores seleccionados se realizó el 1 de diciembre de 2020 en ambos fondos

D. Estudio Política de Inversión FEES

La política de inversión del FEES fue definida en 2012, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero y del estudio realizado por Eduardo Walker (2011). En dicha oportunidad se cambió el mix de monedas (se redujo la participación de los dólares y euros, y se aumentó la de los yenes), se aumentó la diversificación del portafolio de inversión agregando instrumentos soberanos denominados en francos suizos (7,5%) y una pequeña proporción en acciones (7,5%). Estos cambios fueron implementados a mediados de 2013. Además, según lo descrito anteriormente, en 2020 se redujo la participación de acciones de 7,5% a 5% considerando que el fondo experimentaría retiros importantes en 2020 y 2021.

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

RVK realizó una presentación inicial al Comité en su sesión de abril de 2020. En esta oportunidad discutió los posibles objetivos del fondo, sugirió las clases de activo que podrían ser consideradas, explicó la metodología para estimar los supuestos de retorno, volatilidad, y covarianzas entre las distintas clases de activo, y presentó su estimación para cada una de ellas. Además, expuso un ejercicio preliminar de la frontera eficiente con distintas carteras y simulaciones de Montecarlo para ilustrar la metodología que sería utilizada en una etapa más avanzada del estudio para obtener el portafolio óptimo. Finalmente, explicó cómo podrían ser incorporadas los flujos de caja esperados para el fondo en la definición de la composición estratégica de activos.

38 Desde agosto de 2013 el portafolio de acciones había sido gestionado por dos administradores: BlackRock y Mellon.

39 Al tener un portafolio muy pequeño los costos fijos de custodia pasan a ser relativamente más importantes, y también se hace más difícil su inversión ya que no hay suficientes recursos para replicar todo el índice referencial, lo que requeriría un mayor muestreo y presupuesto de riesgo.

A partir de esta presentación, el Comité Financiero proporcionó los siguientes comentarios a RVK:

- Se sugiere que el estudio sea realizado en pesos chilenos y en términos reales, y que los parámetros de retorno esperado, varianza y covarianza de las distintas clases de activo sean estimados según lo anterior y que tengan en cuenta el impacto de la crisis causada por el Covid-19.
- Se propone que se incorpore explícitamente en el análisis la composición de monedas que permita cumplir con los objetivos de inversión del fondo.
- Se recomienda estresar variables financieras y económicas que podrían verse impactadas por el Covid-19 y analizar su impacto en el análisis de las carteras que recomiende el consultor.
- Se sugiere que el consultor identifique los principales riesgos a los que estará sujeto el portafolio de inversión del FEES.
- Teniendo en cuenta lo sensible que son los modelos de optimización de media varianza a los parámetros de entrada, se sugiere sensibilizar en +/-50 pb y +/-100 pb los retornos esperados estimados por el consultor para cada una de las clases de activo.
- Se propone extender el plazo de entrega del estudio con el fin de dar un poco más de tiempo al consultor para que evalúe de mejor forma el impacto del Covid-19.

RVK indicó que incorporaría estas recomendaciones en la siguiente versión del estudio y estuvo de acuerdo con suspender su realización dada la incertidumbre que la pandemia estaba teniendo en la economía global.

Finalmente, en diciembre de 2020 el Comité Financiero estuvo de acuerdo con la sugerencia de RVK de retomar el estudio en enero de 2021, momento en que dicha firma hace una revisión anual de los supuestos que son utilizados para modelar cada clase de activo. Se espera finalizar este estudio durante el primer semestre de 2021.

E. Monitoreo de los administradores del FEES y FRP

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, Mellon, BlackRock, Allianz, Nomura, BNP Paribas y Western Asset, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité y del Ministerio sobre la gestión de sus portafolios. En estas presentaciones cada administrador detalla los resultados de su gestión, explicando las razones que explican su desempeño, sus metodologías de inversión y principales posicionamientos, así como también acerca de cambios organizacionales o en sus equipos que podría afectar su gestión. También se analizó la situación de los mercados que estuvieron muy afectados por la pandemia global. Cabe destacar que todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

F. Definición política de inversión Fondo de Contingencia Estratégico

En septiembre de 2019 se publicó la Ley N° 21.174, que establece un nuevo mecanismo de financiamiento de las capacidades estratégicas de la Defensa Nacional, que incluye entre sus principales medidas la creación del Fondo de Contingencia Estratégico (FCE) que tiene como objetivo financiar el material bélico e infraestructura asociada y sus gastos de sostenimiento para enfrentar situaciones de guerra externa o de crisis internacional que afecten gravemente la seguridad exterior de la República.

La ley establece que los recursos del fondo se invertirán conforme a las mismas normas que regulan la inversión de los recursos de los fondos soberanos. Del mismo modo, se determinó que, para efectos de decidir la inversión financiera de dichos recursos, el Ministro de Hacienda contará con la asesoría del Comité Financiero.

Conforme a ello, y teniendo en cuenta la información proporcionada por Dipres en relación con la moneda en que se utilizarán los recursos del fondo y la incertidumbre asociada a la oportunidad de los aportes y retiros en el fondo, el Comité recomendó una política de inversión conservadora de manera de priorizar la liquidez y la preservación de capital.

Así, el Comité recomendó invertir 60% del fondo en instrumentos de mercado monetario, en que la mitad se invertiría en depósitos a plazo en entidades financieras y la otra mitad en letras del tesoro de EE.UU., y 40% se invertiría en bonos emitidos por el gobierno de EE.UU., con una madurez de 1-3 años. La composición estratégica de activos y los *benchmarks* del FCE se presentan en el Cuadro 6.

CUADRO 6

Bandas de tolerancia para distintos períodos
(en puntos base)

Clase de activo	Porcentaje del FCE	Comparadores referenciales
Mercado monetario	30,0	Activos bancarios: ICE BofA US Dollar 3 Month Deposit Bid Rate Average Index (ticker Bloomberg L5US)
	30,0	Letras soberanas: ICE BofA US Treasury Bills Index (ticker Bloomberg GOBA)
	60,0	Subtotal
Bonos soberanos	40,0	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: U.S. 1- 3 Yrs (ticker Bloomberg LT01TRUU)
	40,0	Subtotal
Total	100,0	

FUENTE: Ministerio de Hacienda

Se recomendó que el FCE se invierta solamente en dólares, en los emisores e instrumentos incluidos en el comparador referencial. En el caso de los depósitos a plazo, se podrá invertir en emisores bancarios con una clasificación de riesgo superior a A-.

El administrador del FCE será el BCCh y deberá cumplir con un presupuesto de riesgo de *tracking error ex ante* de 20 puntos base.

Cabe tener presente que, debido a los efectos económicos de la pandemia, el plazo para efectuar el traspaso de recursos al FCE que originalmente era de 6 meses desde el 31 de diciembre de 2019 fue ampliado a 24 meses a través de la Ley N° 21.225.

G. Impacto de Programa de Cobertura Cambiaria del FRP en el Balance Fiscal

La Dipres presentó al Comité su análisis acerca del impacto que un Programa de Cobertura Cambiaria en el FRP podría tener en el balance fiscal. Las conclusiones de su análisis son las siguientes:

- Al inicio de una transacción, tanto el contrato de derivado como el activo de renta fija, se registran contablemente en el Balance del Fisco como un activo o pasivo financiero según corresponda. Presupuestariamente se registran como compra o venta de activos financieros, lo que no impacta el déficit o superávit fiscal del ejercicio.

- De acuerdo con las directrices del Fondo Monetario Internacional, las ganancias o pérdidas por tenencia no realizadas deben ser registradas en el "Estado de Otros Flujos Económicos", el cual actualmente no es elaborado como parte de las estadísticas fiscales. No obstante, lo anterior, en los actuales registros contables, las variaciones en el valor de mercado de los activos financieros son registradas en las cuentas del Balance (cuentas patrimoniales).
- Las garantías asociadas al contrato de derivado se deben registrar en cuentas del "Balance", ya sea como un activo o pasivo financiero.
- Al vencimiento o liquidación de un contrato derivado, las compensaciones asociadas a dicho contrato se registran presupuestariamente como otros ingresos o gastos en el Estado de Operaciones, según corresponda, impactando el déficit o superávit del ejercicio. A modo de ejemplo, si el precio de venta de dólares de un contrato derivado es mayor al precio de mercado, se recibirá una compensación o pago en efectivo al vencimiento de dicho contrato, lo anterior debe registrarse como "otros ingresos por ganancias" o "pérdidas realizada" en el Estado de Operaciones, disminuyendo el déficit fiscal o bien incrementando el superávit del ejercicio.
- Los intereses ganados al vencimiento de un activo de renta fija deben ser registrados como ingresos por rentas de la propiedad en el Estado de Operaciones, impactando positivamente el déficit o superávit del ejercicio. Por su parte, la recuperación del capital se registra como una "venta de activos financieros" con su contrapartida en la caja, lo cual no impacta la cuenta de activo del Balance Fiscal.
- Finalmente, es importante señalar que actualmente ya se realizan los registros presupuestarios y contables del portafolio de renta fija del FRP, lo que no genera nuevos impactos en las estadísticas fiscales. Sin embargo, la implementación de un Programa de Cobertura Cambiaria generará impactos positivos o negativos en el Déficit o Superávit Fiscal del ejercicio, dado que se deben incorporar nuevos flujos de efectivo al momento del vencimiento o liquidación de dichos contratos derivados.

El Comité agradeció el análisis realizado por Dipres, sin embargo, manifestó que, al no implementar la cobertura cambiaria en el FRP, por algo que es meramente contable, se estaría sacrificando algunos de sus beneficios como disminuir la volatilidad del retorno denominado en pesos, así como mejorar el retorno ajustado por riesgo del fondo. Con todo, señaló que son las autoridades fiscales son las que deben decidir acerca de si justifica la implementación de la cobertura.

ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

Miembros	Cargo	Fecha Incorporación	Fecha Salida
José De Gregorio Rebeco	Presidente	Septiembre 2014	-
Cristián Eyzaguirre Johnston	Consejero VicePresidente	Marzo 2010 Septiembre 2011	
Ricardo Budinich Diez	Consejero	Agosto 2016	-
Jaime Casassus Vargas	Consejero	Septiembre 2014	-
Martín Costabal Llona	Consejero	Agosto 2007	-
Paulina Yazigi Salamanca	Consejera	Septiembre 2018	-
Igal Magendzo Weinberger	Consejero	Septiembre 2014	Septiembre 2018
Eduardo Walker Hitschfeld	Consejero	Agosto 2007	Agosto 2016
Arturo Cifuentes Ovalle	Presidente Consejero	Enero 2014 Agosto 2011	Agosto 2014
Rodrigo Valdés Pulido	Consejero	Febrero 2014	Abril 2014
Eric Parrado Herrera	Consejero	Agosto 2011	Marzo 2014
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Presidente Consejero	Agosto 2011 Septiembre 2009	Enero 2014
Andrés Bianchi Larre	Presidente	Agosto 2007	Agosto 2011
Ana María Jul Lagomarsino	Vicepresidente	Agosto 2007	Agosto 2011
Andrés Sanfuentes Vergara	Consejero	Agosto 2007	Marzo 2010
Oscar Landerretche Moreno	Consejero	Agosto 2007	Junio 2009

ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2020⁴⁰

REUNIÓN 1 | 24 DE ENERO DE 2020

En la primera sesión del año, el Comité analizó las conclusiones finales del estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) realizado por el equipo consultor liderado por Eduardo Fajnzylber. Se concluyó que el fondo enfrentará una mayor presión en los próximos años según lo observado en algunos análisis de sensibilidad que incluyen el impacto de la ley corta al Pilar Solidario de fines de 2019. Por otra parte, se discutió el plan de trabajo del Comité para el año 2020, en el contexto de la implementación de la política de inversión del FRP que fue aprobada por el Ministro de Hacienda en noviembre de 2017. Se recomendó comenzar en 2020 el proceso de selección para seleccionar a los administradores externos de los mandatos de acciones y bonos corporativos en el FRP, teniendo en cuenta que las empresas que gestionaban dichos mandatos en ese momento fueron contratadas a fines de 2011. A su vez, se sugirió esperar los resultados de la revisión tributaria que está realizando Ernst&Young para decidir la oportunidad y la forma que se logrará la inversión en el sector inmobiliario. En relación a la cobertura cambiaria del portafolio de renta fija, se recomendó esperar la definición por parte de la Dipres respecto del impacto que dicha cobertura podría eventualmente tener en el balance fiscal. Adicionalmente, se analizó la conveniencia de mantener la actual composición estratégica de activos del FEES, teniendo en cuenta su evolución en los próximos años. En este escenario, se recomendó reducir la exposición a acciones desde 7,5% a 5% de manera de disminuir el riesgo de la cartera total del FEES.

REUNIÓN 2 | 13 DE MARZO 2020

En su segunda sesión del año, el Comité Financiero recibió al Ministro de Hacienda, Ignacio Briones, y a una delegación del BCCh, encabezada por el Gerente de la División de Mercados Financieros. En primer lugar, el Ministro de Hacienda agradeció el trabajo realizado por el Comité desde el inicio de los fondos soberanos, destacando el rol que ha desempeñado en relación con la definición de las políticas de inversión tanto para el FEES como para el FRP. Luego, el BCCh informó respecto a su desempeño durante 2019 en la administración de los activos de ambos fondos, sus principales posicionamientos, y los resultados de una evaluación interna realizada al servicio actual de custodia. Finalmente, el BCCh presentó un cronograma de actividades para el proceso de selección de administradores externos de acciones y bonos corporativos del FRP. Posteriormente, el Comité manifestó su conformidad respecto de las recomendaciones realizadas por su Secretaría Técnica en relación con la composición estratégica de activos para el Fondo de Contingencia Estratégico creado por la Ley N° 21.174 que establece un nuevo mecanismo de financiamiento de las capacidades estratégicas de la defensa nacional. También, se informó acerca de la estructura de la presentación que la empresa consultora RVK realizaría en abril acerca del estudio de la composición estratégica de activos para el FEES.

REUNIÓN 3 | 24 DE ABRIL DE 2020

En la tercera reunión, el Comité se reunió con una delegación de BlackRock, entidad responsable de invertir parte de los portafolios de inversión del FEES y FRP. Esta cita se enmarcó dentro de las presentaciones anuales que deben realizar los administradores externos a los miembros del Comité para dar cuenta de su gestión. BlackRock informó acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos en 2019 y la primera parte del 2020, en relación con sus mandatos de acciones, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento. Adicionalmente, presentó acerca de la situación de los mercados, con énfasis en los efectos generados por la pandemia de Covid-19. Por su parte, RVK realizó su primera presentación acerca del estudio de la composición estratégica de activos del FEES. Los miembros del Comité expresaron sus puntos de vista e intercambiaron opinio-

40 Debido a la pandemia a partir de abril de 2020 todas las reuniones del Comité Financiero se hicieron por vía telemática.

nes acerca de la metodología y de los supuestos utilizados, y recomendaron alargar el plazo de entrega del estudio con el fin de incorporar de mejor forma el impacto que la crisis sanitaria podría tener en los activos financieros en los que se podría invertir el fondo. Luego, la Secretaría Técnica del Comité Financiero informó respecto de las recientes modificaciones legales que han sido aprobadas como parte de las medidas anunciadas por el Gobierno para enfrentar los efectos económicos derivados de la crisis sanitaria y que tienen implicancias en los fondos soberanos. Por último, se revisaron los resultados de la etapa de Solicitud de Información que realizó el BCCh como parte del proceso de selección de administradores externos para las clases de activos acciones y bonos corporativos en el FRP.

REUNIÓN 4 | 19 DE JUNIO DE 2020

En la cuarta sesión del Comité Financiero, se contó con la participación de representantes de Nomura, entidad responsable de invertir parte del portafolio de bonos de alto rendimiento del FRP. En esta oportunidad la firma presentó acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos durante el año 2019 y el primer semestre de 2020. Además, se analizó la situación actual de los mercados, destacando los efectos que ha generado la pandemia de Covid-19. A continuación, Dipres expuso sus conclusiones de un análisis que realizó para evaluar el impacto que podría generar en la contabilidad fiscal y presupuestaria una estrategia de cobertura cambiaria en el FRP. Finalmente, el Comité analizó las últimas proyecciones del FRP que incluían las modificaciones legales recientes que fueron aprobadas por el Congreso entre marzo y abril de 2020 para apoyar la situación fiscal en el contexto de la pandemia y sus efectos en la economía. Se concluyó que el FRP disminuiría en forma importante su tamaño a fines de 2021, y que su tamaño podría seguir deteriorándose después de ese año si se siguiera retirando el máximo permitido en la legislación vigente en la ausencia de aportes mayores al mínimo permitido en la Ley de Responsabilidad Fiscal. En este escenario, el Comité fue informado de la decisión del Ministro de Hacienda de no avanzar con la convergencia a la política de inversión del FRP aprobada a fines de 2017 y de su solicitud de que el Comité recomiende ajustes a dicha política con el fin de incorporar las últimas proyecciones para el fondo. A partir del análisis realizado por la Secretaría Técnica, el Comité recomendó separar al FRP en dos sub portafolios. En el primero se transferirían los desembolsos esperados para el año 2020 y 2021, con el fin de invertirlo en activos muy líquidos y de poco riesgo. El resto sería invertido en un portafolio con una mayor tolerancia al riesgo según la composición estratégica de activos vigente para el fondo desde enero de 2020.

REUNIÓN 5 | 14 DE AGOSTO DE 2020

El Comité en su quinta sesión recibió a la delegación de Allianz, administrador externo encargado de invertir parte de la exposición a bonos corporativos del FRP. La firma expuso en primer lugar sobre su organización, estrategia y equipo de inversión, para luego referirse a los resultados obtenidos durante 2019 y el primer semestre del presente año. Asimismo, presentó su análisis del mercado de renta fija, con especial énfasis en las medidas que se han adoptado para enfrentar los efectos derivados del Covid-19. A continuación, el BCCh, en su rol de Agente Fiscal, presentó los resultados de la etapa de Solicitud de Propuestas llevada a cabo en el proceso de selección de administradores externos de acciones y bonos corporativos del FRP. Conforme a ello, propuso al Comité Financiero tres firmas finalistas para cada clase de activo. Esta selección se efectuó ponderando las respuestas a la Solicitud de Propuestas, una ronda de entrevistas realizada por personal del BCCh, del Ministerio, y de RVK, y la debida diligencia realizada por esta última. En este contexto, el BCCh informó a los miembros del Comité que la siguiente etapa del proceso de selección consiste en la apertura de ofertas económicas de las empresas finalistas, para adjudicar los mandatos a las dos firmas que presenten los menores honorarios de administración. El BCCh informó al Comité que esperaba comunicar los resultados del proceso a las empresas seleccionadas durante agosto de 2020. Posteriormente, RVK realizó una presentación sobre los puntos a favor y en contra de estilos de administración pasivos, pasivos mejorados y activos para bonos de alto rendimiento global en el contexto de las estrategias que mantienen los administradores externos BlackRock y Nomura. Finalmente, la Secretaría Técnica informó al Comité que se estaban tramitando las nuevas directrices de inversión del FRP, que incorporan un portafolio más conservador.

REUNIÓN 6 | 23 DE OCTUBRE DE 2020

En su sexta sesión, el Comité se reunió con el equipo de Western Asset, administrador externo responsable de invertir parte del portafolio de MBS de Agencias de EE.UU. del FRP. En esta oportunidad también participó el BCCh, el cual es responsable de supervisar la gestión de dicha firma. La empresa presentó acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos durante 2020 y desde el inicio del mandato en enero de 2019. A continuación, la Secretaría Técnica del Comité informó acerca de los resultados del proceso de selección de administradores de acciones y bonos corporativos. Se indicó que en el caso del FRP, a partir de las propuestas económicas, se seleccionó a Mellon y UBS en acciones, y Credit Suisse y UBS en bonos corporativos. Se señaló que, a partir de las recomendaciones del Comité, se decidió que se utilizaría solamente un administrador de acciones en el FEES, y que este se seleccionó solicitando una oferta económica a las dos empresas elegidas en el FRP. En este escenario, el Comité fue informado que se escogió a UBS. El Comité manifestó su conformidad con el proceso realizado y sus resultados. Adicionalmente, se informó que el 1 de octubre se efectuó un retiro desde el FRP por US\$ 1.576 millones para cumplir con las obligaciones asociadas al Pilar Solidario y que ese mismo día se constituyó el PICP al traspasarle US\$ 2.805 millones, que es el monto aproximado que se espera retirar durante 2021. El resto del fondo, aproximadamente US\$ 6.950 millones, se mantuvo invertido en el PILP, de acuerdo a la composición estratégica de activos que estaba vigente para el fondo desde enero de 2020.

REUNIÓN 7 | 18 DE DICIEMBRE DE 2020

En la última reunión del año, se contó con la participación de representantes de BNP Paribas, administrador externo responsable de invertir parte del portafolio de MBS de agencias de EE.UU. del FRP, y de Mellon, encargado de invertir parte del portafolio de acciones en el FRP y que gestionó parte del portafolio accionario del FEES desde agosto de 2013 hasta fines de noviembre de este año. En esta oportunidad también participó el BCCh, el cual es responsable de supervisar la gestión de BNP Paribas. Esta última firma presentó acerca de su organización, los principales resultados obtenidos durante 2020 y desde el inicio del mandato en enero de 2019, y explicó su estrategia de inversión. Posteriormente, Mellon expuso sobre su organización y equipos de inversión, los resultados obtenidos en 2020 y desde el inicio, y explicó los principales factores que influyeron en su desempeño. Además, se informó que el primero de diciembre se traspasaron los recursos a los administradores externos que fueron seleccionados para el FRP y el FEES. Finalmente, se recomendó retomar en enero de 2021 la realización de estudio de la política de inversión del FEES, que se ha encargado a la empresa consultora internacional RVK.

Referencias bibliográficas

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

Glosario

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

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

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

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

Apalancamiento (leverage) — compra de activos mediante deuda.

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

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

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

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

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

Bonos indizados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el

caso de EE.UU. se denominan Treasury Inflation Protected Securities (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

Credit Default Swaps (CDS) — instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

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

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

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

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

Efectivo — caja y depósitos bancarios a la vista.

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

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

Global Depository Receipts (GDRs) — título físico transado en más de un país emitido por un banco representando un número específico de acciones de una compañía cuya sociedad fue constituida fuera de los países en que se negocia el mismo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Renta variable — acciones.

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

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

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

Swift — Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

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

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

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

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

TED Spread — corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y

la tasa de las Letras del Tesoro de EE.UU. Un mayor TED *Spread* está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

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

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

VIX (Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index)

— índice de volatilidad que refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad en los próximos 30 días. Se mide en base a un índice de opciones del S&P500.

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

Autores

José De Gregorio Rebeco

Jaime Casassus Vargas

Martín Costabal Llona

Ricardo Budinich Diez

Cristián Eyzaguirre Johnston

Paulina Yazigi Salamanca

