

20

**Informe Anual  
Comité Financiero**

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

19

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del  
Ministerio de Hacienda para el año 2019.

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>

ISSN: 0718-5790

Abril de 2020, Santiago, Chile  
Todos los derechos reservados

2

0

**Informe Anual  
Comité Financiero**

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

1

9

# Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
<b>Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos</b>	<b>10</b>
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	13
D. Política de inversión	16
<b>Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos</b>	<b>22</b>
A. Análisis de la economía internacional	23
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	32
C. Rentabilidad	33
<b>Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero</b>	<b>38</b>
A. Convergencia hacia la nueva política de inversión del FRP	39
B. Prácticas de inversión responsable	40
C. Conciliación de retornos entre administradores externos y banco custodio	41
D. Estudio de sustentabilidad del FRP	41
E. Monitoreo de los administradores de los fondos	42
<b>Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero</b>	<b>44</b>
<b>Anexo 2: Resumen de reuniones en 2019</b>	<b>45</b>
<b>Referencias bibliográficas</b>	<b>47</b>
<b>Glosario</b>	<b>48</b>

# 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 tercero preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2019.

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 2019 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 23.045 millones, correspondiendo US\$ 12.233 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 10.812 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de 4,77% para el FEES y de 12,04% para el FRP<sup>1</sup>, mientras que en pesos fue de 12,14% y 19,92%, respectivamente. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 7,5% en acciones, en tanto que para el FRP era de 35% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 11% en bonos soberanos indizados a la inflación, 6% en MBS de agencias de EE.UU., 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento y 27% 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 chilenos<sup>2</sup>.

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

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

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

### Objetivos

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

### Reglas de acumulación

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

El FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del producto interno bruto (PIB) del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF).

---

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

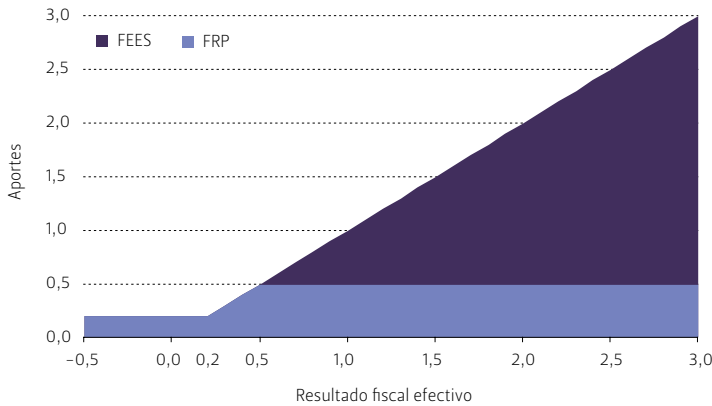
3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); 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 y 2018).

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

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo<sup>5</sup>. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

**FIGURA 1**

Regla de acumulación de los fondos  
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

### Reglas de uso

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

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

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).

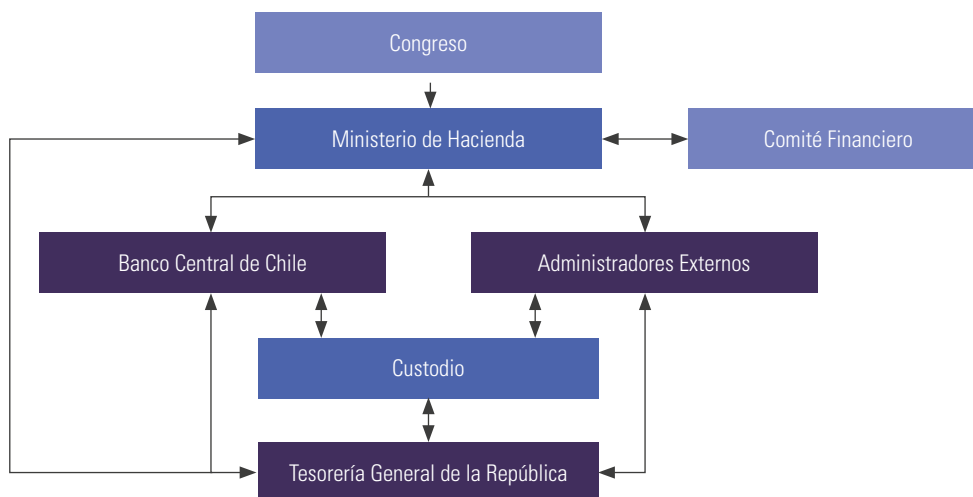
<sup>5</sup> La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

## 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"), designó al Banco Central de Chile (BCCh) como agente fiscal para la administración e inversión de los recursos de los fondos. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices de inversión impartidas por el Ministro de Hacienda. El BCCh tiene la facultad de delegar parte de la administración de los recursos de los fondos soberanos a administradores externos.

A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh contrató a BlackRock Institutional Trust Company, N.A. (BlackRock), Mellon Investments Corporation (Mellon) y Rogge Global Partners Plc (Rogge), la cual fue adquirida por Allianz Global Investors (Allianz)<sup>6</sup> en 2016, como administradores delegados para la gestión de las carteras de acciones y renta fija corporativa. Posteriormente, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio instruyó en 2013 al BCCh para que contratase a BlackRock y Mellon para la administración del portafolio accionario del FEES, teniendo en cuenta que el mandato sería idéntico al del FRP y que recientemente se había realizado el proceso de selección de dichos administradores.

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

Cabe señalar que el año 2018 el BCCh seleccionó a BlackRock y Nomura Asset Management Global (Nomura), como administradores externos para la gestión de las carteras de bonos de alto rendimiento, y a BNP Paribas Asset Management (BNP) y a Western Asset Management Company (Western), como administradores para la gestión de las carteras de bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. (MBS de agencias de EE.UU.)<sup>7</sup>. Ambas clases de activos forman parte de la nueva política de inversión definida para el FRP (ver Sección D de este capítulo). Es importante mencionar que el rol de supervisión de los administradores externos de los bonos de alto rendimiento recae en el Ministerio y la TGR, y que la de los MBS de agencias de EE.UU. en el BCCh, esto último debido a que el banco tiene experiencia invirtiendo en dicha clase de activo.

## 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 2019.

---

6 A partir de ahora se hará solamente referencia a Allianz en el informe.

7 Los contratos con los administradores externos de bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU. fueron firmados en enero de 2019.

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

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

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias<sup>8</sup>.

#### **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 pasivo. Es decir, sus estrategias de inversión tienen por objetivo lograr la rentabilidad del comparador referencial.

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

## D. Política de inversión

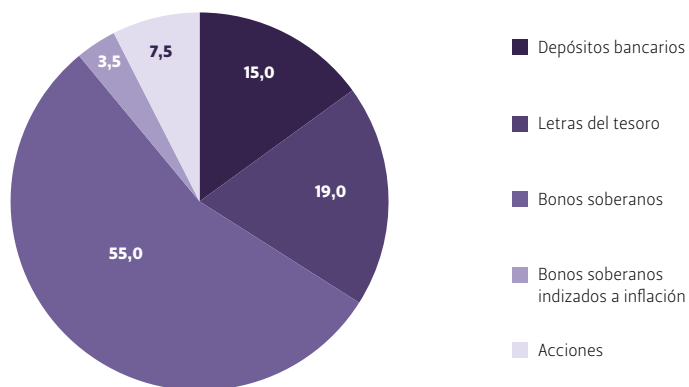
### Fondo de Estabilización Económica y Social

Según los objetivos descritos anteriormente, la política de inversión del FEES busca maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de forma oportuna de los recursos para financiar déficit fiscales y a la vez evite pérdidas significativas en el valor del fondo. Cabe señalar que el Ministerio de Hacienda estableció que los recursos del fondo deberían invertirse en el exterior con el propósito de no dañar la competitividad de la economía chilena.

Desde su creación y hasta fines de julio de 2013, la política de inversión del FEES se focalizaba principalmente en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, las que típicamente se aprecian en momentos de crisis. Sin embargo, en agosto de 2013 se inició la implementación de una nueva política de inversión que fue definida por el Ministro de Hacienda sobre la base de las recomendaciones del Comité Financiero en 2012<sup>9</sup>. Esta política de inversión considera una composición de cartera de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 7,5% en acciones (véase *Figura 3*). A su vez, para el portafolio de renta fija, se define como proporción del portafolio total una composición de monedas de 40% en dólares (USD), 25% en euros (EUR), 20% en yenes (JPY) y 7,5% en francos suizos (CHF). La cartera posee una duración de aproximadamente 4,8 años (véase *Recuadro 2*).

**FIGURA 3**

Composición estratégica de activos del FEES  
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

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



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

**Objetivos de inversión:** en concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo 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% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 7,5% en acciones. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total.

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

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Depósitos bancarios		5,0	ICE BofA US Dollar 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		6,0	ICE BofA Euro Currency 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		4,0	ICE BofA Japanese Yen 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		<b>15,0</b>	<b>Subtotal depósitos bancarios</b>
2. Letras del tesoro y bonos soberanos	2.1. Letras del tesoro	6,0	ICE BofA US Treasury Bills Index
		7,0	ICE BofA Germany Treasury Bills Index
		6,0	ICE BofA Japan Treasury Bills Index
		<b>19,0</b>	<b>Subtotal letras del tesoro</b>
	2.2. Bonos soberanos	26,5	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: U.S. 7-10 Yrs
		11,0	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Germany 7-10 Yrs
		10,0	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Japan 7-10 Yrs
		7,5	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Switzerland 5-10 Yrs
	<b>55,0</b>	<b>Subtotal bonos soberanos</b>	
	<b>74,0</b>	<b>Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos</b>	
3. Bonos soberanos 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
		<b>3,5</b>	<b>Subtotal bonos soberanos indizados a inflación</b>
4. Acciones		<b>7,5</b>	<b>MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)</b>

Es importante mencionar que, a partir de mayo de 2011, el fondo se invierte con un énfasis pasivo, permitiendo sólo desviaciones marginales respecto del comparador referencial respectivo para cada clase de activo.

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

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

**Monedas y emisores elegibles:** solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de la exposición soberana, 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 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 apalancamiento<sup>2</sup>. Respecto al uso de derivados, se distingue según el tipo de portafolio:

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

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

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

---

1 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.

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

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

## Fondo de Reserva de Pensiones

En noviembre de 2017, el Ministro de Hacienda aceptó las recomendaciones del Comité Financiero de modificar la política de inversión del FRP. La nueva política sugerida por el Comité fue definida a partir de las conclusiones de un estudio encargado a Mercer Investment Consulting (Mercer), que finalizó a mediados de 2017.

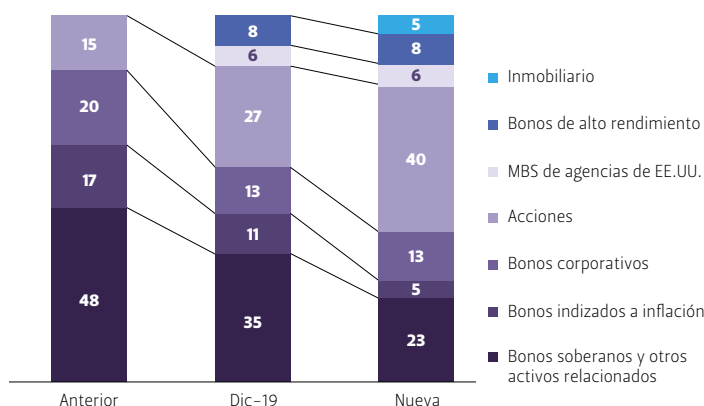
Como parte de la nueva política, y reconociendo que los recursos del fondo son para financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones que están denominadas en pesos, se estableció un nuevo objetivo de inversión y tolerancia al riesgo para el fondo. Específicamente, el objetivo de inversión se definió como obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%<sup>10</sup>.

La nueva composición estratégica de activos se definió de tal forma que fuese coherente con los objetivos y tolerancia al riesgo antes descritos. Así, la nueva composición de cartera establece que 40% del fondo debe estar invertido en acciones, 23% bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% en bonos indizados a inflación, 6% en MBS de agencias de EE.UU., 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, y 5% en activos no listados del sector inmobiliario. Todas las clases de activos, excepto por los MBS, se invertirán en forma global. Adicionalmente, el Comité sugirió cubrir paulatinamente la exposición cambiaria de los portafolios de renta fija a pesos chilenos (véase *Recuadro 3*).

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda definió composiciones estratégicas de activos transitorias que reflejan la forma en que se convergerá a la definitiva. Así, la composición estratégica de activos transitoria de fines de diciembre de 2019 establecía que 27% del fondo debía estar invertido en acciones, 35% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 11% en bonos indizados a inflación, 6% en MBS de agencias de EE.UU., 13% en bonos corporativos y 8% en bonos de alto rendimiento (véase *Figura 4*).

**FIGURA 4**

Comparación entre la composición estratégica de activos anterior, transitoria y de nueva política de inversión (porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Para mayor información acerca de la implementación de la nueva política de inversión y la forma en que se convergerá a la nueva composición de activos ver Capítulo 3, Sección A.

10 Para mayor información acerca de la política de inversión anterior ver Informe Anual Comité Financiero 2017.

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

**Objetivos de inversión:** el objetivo de inversión del FRP pretende 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%.

**Composición estratégica de activos (en régimen):** la nueva política de inversión considera una composición de cartera de 23% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% en bonos soberanos indizados a inflación, 6% en MBS de agencias de EE.UU., 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 40% en acciones, y 5% en el sector inmobiliario. Adicionalmente, se cubrirá la exposición cambiaria asociada al portafolio de renta fija. A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda decidió converger paulatinamente a dicha composición estratégica de activos en un período aproximadamente de tres años. En el Capítulo 3, Sección A de este informe se aborda en mayor profundidad el proceso de convergencia.

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

Clase de activo	Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados <sup>(a)</sup>	23	Bloomberg Barclays Global Aggregate: Treasury Bond Index ( <i>unhedged</i> )
		Bloomberg Barclays Global Aggregate: Government-Related ( <i>unhedged</i> )
Bonos soberanos indizados a inflación	5	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	Barclays Global High Yield Index ( <i>unhedged</i> )
Acciones	40	MSCI All Country World Index ex Chile ( <i>unhedged</i> con dividendos reinvertidos)
Inmobiliario	5	Por definir.

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

**Cobertura Cambiaria:** Se cubrirá a pesos la exposición cambiaria asociada al portafolio de renta fija principalmente con el objetivo de mitigar el riesgo originado por la variación de las monedas, en relación al peso, en que se invierte dicho portafolio. Para lo anterior, se contratará uno o más administradores externos que implementarán la estrategia de cobertura a partir de los lineamientos que defina el Ministerio de Hacienda, teniendo en cuenta las recomendaciones del Comité Financiero. La estrategia involucrará el uso de *forwards* de monedas. Durante 2020 el Comité Financiero recomendará la estrategia de cobertura y elaborará las directrices que serán utilizadas para contratar a los encargados de implementar dicha estrategia. El Comité ha recomendado implementar dicha estrategia de forma paulatina con el fin de mitigar el impacto en la moneda nacional<sup>1</sup>.

**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 y bonos corporativos son gestionados por administradores externos. Los portafolios de bonos de alto rendimiento, MBS de agencias de EE.UU., el inmobiliario y el programa de cobertura cambiaria serán gestionados por administradores externos, todos ellos seleccionados por el BCCh, con apoyo del Ministerio de Hacienda y la firma consultora RVK.

1 La implementación de la estrategia de cobertura está a la espera de un análisis que está realizando la Dirección de Presupuestos para determinar si dicha estrategia tendrá un impacto en el balance fiscal.

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

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

- MBS de agencias de EE.UU.: instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs<sup>2</sup>.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.
- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

**Apalancamiento y uso de derivados:** en el fondo 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 nocional 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.

**Política de rebalanceo:** Durante el período de transición solamente se realizarán rebalanceos entre las distintas clases de activo con el fin de converger a la nueva composición estratégica de activos. Ver Capítulo 3, Sección A.

**Pautas de inversión:** en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio<sup>3</sup>, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

---

<sup>2</sup> TBA o To Be Announced: Corresponde a *forwards* de MBS.

<sup>3</sup> <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion.html>.

CAPÍTULO 2

Estado de los  
Fondos Soberanos

## A. Análisis de mercado

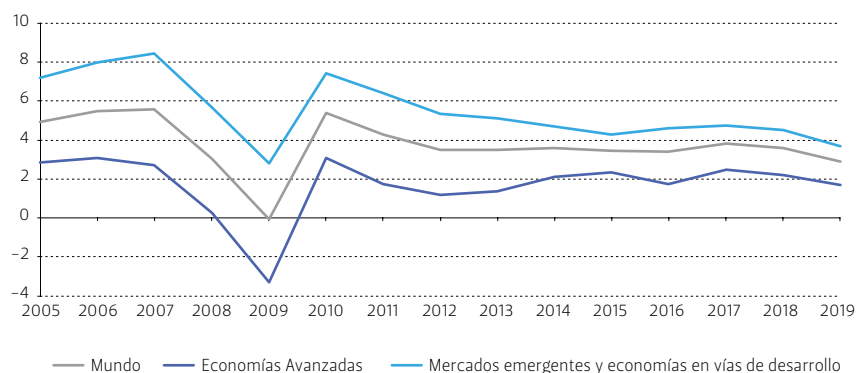
Para un mejor entendimiento del desempeño reciente de los fondos soberanos, en esta sección se resumen los principales acontecimientos de la economía internacional durante el año 2019.

De acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>11</sup>, la economía mundial creció 2,9% durante el año 2019, por debajo de las expectativas de mercado, y con una desaceleración mayor a la esperada en la mayoría de las principales economías del mundo hacia fines de año. El año estuvo marcado por las constantes negociaciones del conflicto comercial entre EE.UU. y China, un leve debilitamiento del dólar, y condiciones financieras internacionales más expansivas.

En el agregado, las economías avanzadas disminuyeron su crecimiento de 2,2% en 2018 a 1,7% en 2019. Las economías emergentes y en vías de desarrollo experimentaron también una disminución en sus tasas de expansión, creciendo 3,7% en 2019 desde una tasa de 4,5% el año anterior (véase *Figura 5*). En las economías avanzadas se destacan las desaceleraciones en EE.UU. y la Zona Euro, el estancamiento de Reino Unido en comparación al año anterior. La economía de Japón, en cambio, experimentó una moderada aceleración, de la mano de un importante impulso fiscal e inversión empresarial que mejoraron la demanda interna (véase *Figura 6*). Por su parte en las economías emergentes y en vías de desarrollo, se destacan las desaceleraciones de China, India y Brasil (véase *Figura 7*).

**FIGURA 5**

Evolución crecimiento PIB Real, 2005 – 2019  
(en porcentaje)

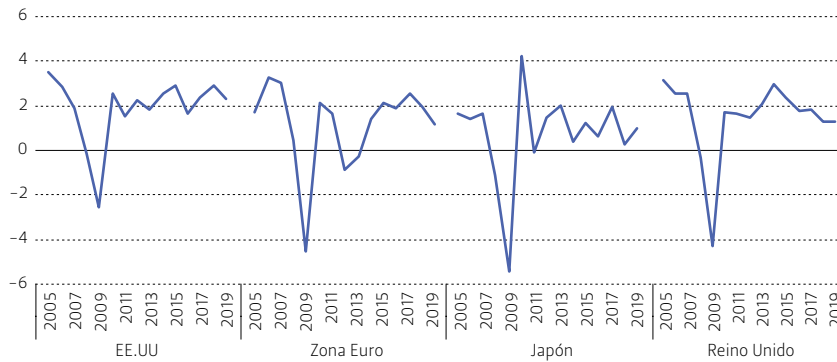


FUENTE: Fondo Monetario Internacional

11 Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos World Economic Outlook de octubre de 2019 del FMI, adicionando su correspondiente actualización de enero 2020.

**FIGURA 6**

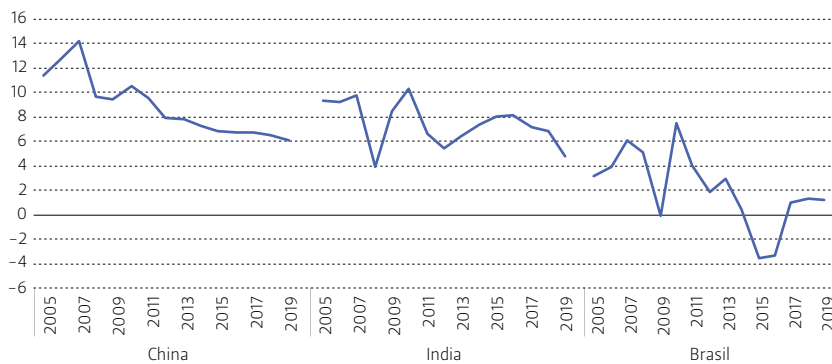
Crecimiento del PIB Real de algunas economías avanzadas, 2005 - 2019  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

**FIGURA 7**

Crecimiento del PIB Real de algunas economías emergentes, 2005 - 2019  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

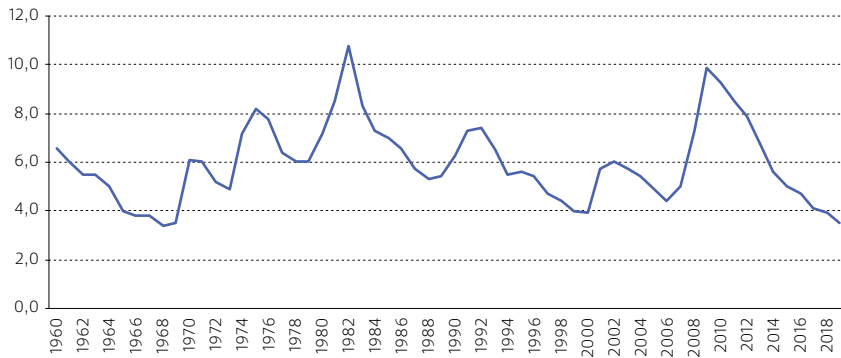
Como se mencionó anteriormente, la economía de EE.UU. tuvo una desaceleración en 2019, creciendo 2,3%, por debajo del 2,9% de 2018. A diciembre de 2019, la tasa de desempleo bajó a 3,5%, manteniendo la trayectoria descendente que se ha visto desde el 2010 (véase *Figura 8*). El salario nominal por hora al cierre del año creció 2,9% en relación al año anterior (véase *Figura 9*), en línea con un mercado laboral con menos holguras. A pesar de la mayor presión en el mercado laboral, la inflación se ha mantenido contenida. El índice general de precios terminó el año con una variación de 2,3% respecto a 2018, ubicándose en torno al 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, también tuvo una variación de 2,3% en el año (véase *Figura 10*). En un contexto en que la economía de EE.UU. se ha desacelerado, el FED disminuyó el rango de la tasa de política monetaria (*Federal Funds Rate*) 25 puntos bases en tres oportunidades durante el 2019<sup>12</sup> hasta 1,50-1,75%.

12 En la reunión de julio el FED disminuyó el rango de 2,25% - 2,50% a 2,00% - 2,25%, en septiembre a 1,75% - 2,00% y en octubre a 1,50% - 1,75%.



**FIGURA 8**

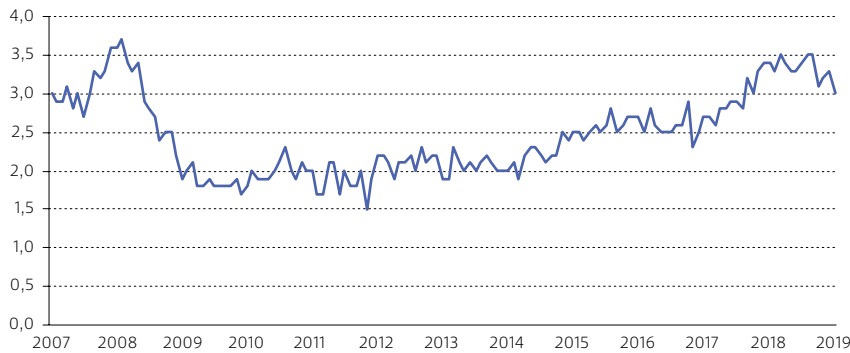
Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1960 - 2019  
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

**FIGURA 9**

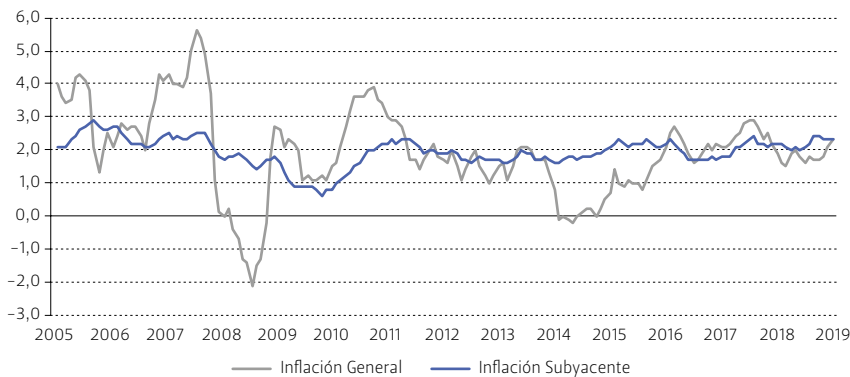
Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2019  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

**FIGURA 10**

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU., 2005 - 2019  
(variación año a año, en porcentaje)

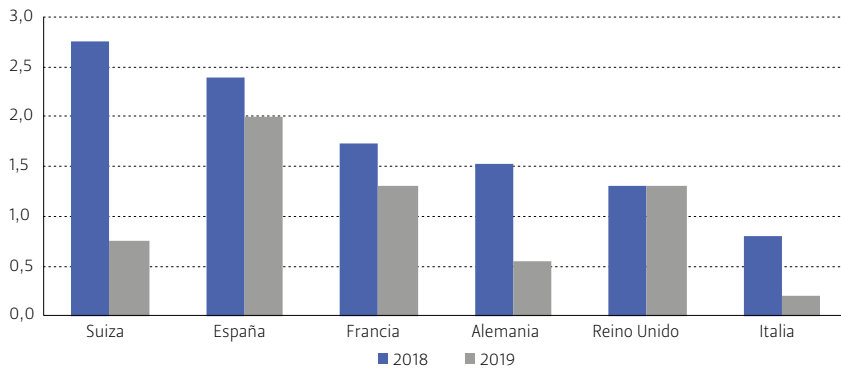


FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro disminuyó su crecimiento de 1,9% en 2018 a 1,2% en 2019, reflejando una importante desaceleración en las economías del bloque destacándose las de Alemania y Suiza (véase *Figura 11*). Por su parte, la inflación en la Zona Euro terminó el año en 1,3% (véase *Figura 12*). En relación al nivel de desempleo, éste disminuyó a lo largo del año terminando en 7,4% manteniendo la trayectoria descendente que se ha visto desde el 2013 (véase *Figura 13*). En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) anunció en septiembre de 2019 un paquete de estímulo monetario consistente en la compra mensual de 20 mil millones de euros de bonos a partir de noviembre, junto con disminuir los tipos de interés a los depósitos desde -0,4% a -0,5%.

**FIGURA 11**

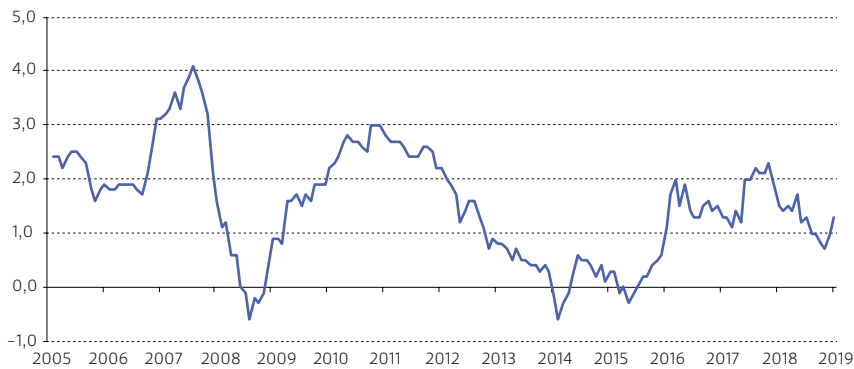
Crecimiento PIB Real de economías seleccionados de Europa en 2019  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

**FIGURA 12**

Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2005 - 2019<sup>13</sup>  
(en porcentaje)

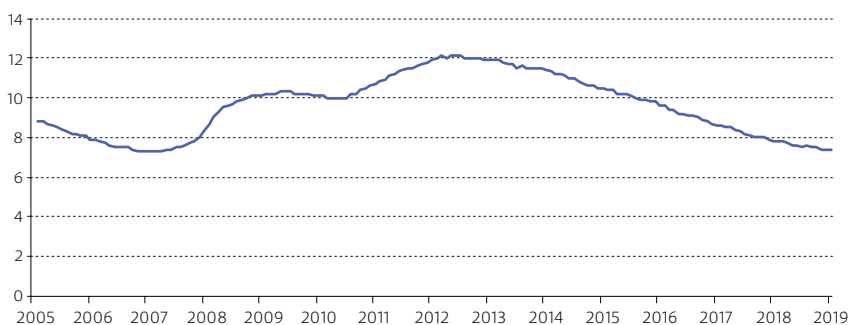


FUENTE: Bloomberg

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

**FIGURA 13**

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2005 - 2019  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

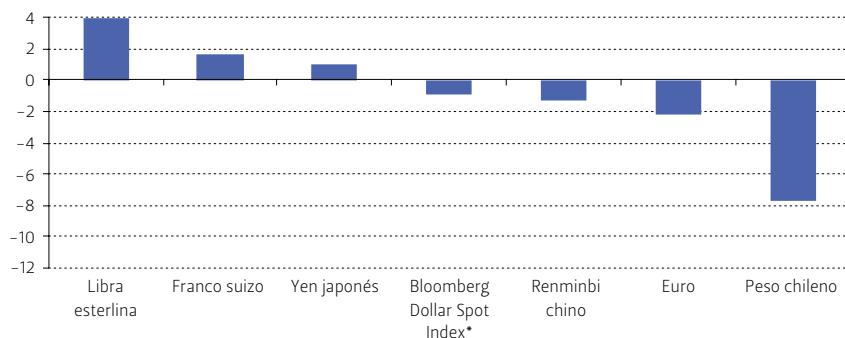
Japón experimentó una moderada aceleración en el año, desde una tasa de expansión de 0,3% en 2018 a 1,0% en 2019. El Banco Central de Japón mantuvo su objetivo de tasa de interés de corto plazo en -0,1% y su programa de compra de bonos de diez años con el fin de que las tasas a dicho plazo se mantengan en torno al 0%.

Por su parte, China creció 6,1% durante 2019, una ralentización con respecto al 6,6% de 2018, pero dentro del rango objetivo definido por el Gobierno. Esto se enmarcó en una menor demanda interna y exportaciones debido a las tensiones comerciales entre ese país y EE.UU. En respuesta a lo anterior, se implementaron una serie de medidas de estímulo que incluyen recortes de impuestos, mayores gastos de infraestructura e inyecciones de liquidez por parte del banco central para enfrentar el panorama económico adverso durante el año.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se debilitó<sup>14</sup> respecto de las principales monedas del mundo en 0,9% (véase *Figura 14*). Entre las principales divisas en que se invierten los fondos soberanos, el renminbi chino y el euro fueron las que más se depreciaron (-1,3% y -2,2%, respectivamente) mientras que la libra esterlina, el franco suizo, y el yen japonés se apreciaron en 3,9%, 1,6%, y 1,0%, respectivamente.

**FIGURA 14**

Desempeño de monedas seleccionadas en relación al dólar durante el año 2019<sup>15</sup>  
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

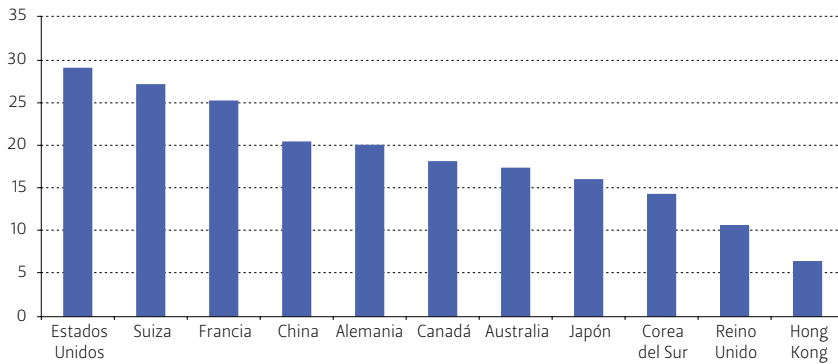
14 El Bloomberg Dollar Spot Index es un índice transable que muestra el valor del dólar en relación a las diez principales monedas del mundo. Rentabilidades del índice mayores a cero son indicativas de que el dólar se apreció en relación al valor de la canasta de monedas, mientras que rentabilidades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

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

Durante 2019 se observaron importantes aumentos en los precios de las acciones en la mayoría de los mercados. Para la muestra seleccionada (véase *Figura 15*), todos los mercados bursátiles tuvieron retornos positivos. Así, las bolsas con mejor desempeño durante el año 2019 fueron las de EE.UU., Suiza y Francia, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de 29,1%, 27,2% y 25,3%, respectivamente. Los índices que tuvieron el peor rendimiento en términos relativos, en moneda de origen, fueron los de Corea del Sur, Reino Unido y Hong Kong con 14,4%, 10,2% y 6,5%, respectivamente.

**FIGURA 15**

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2019  
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

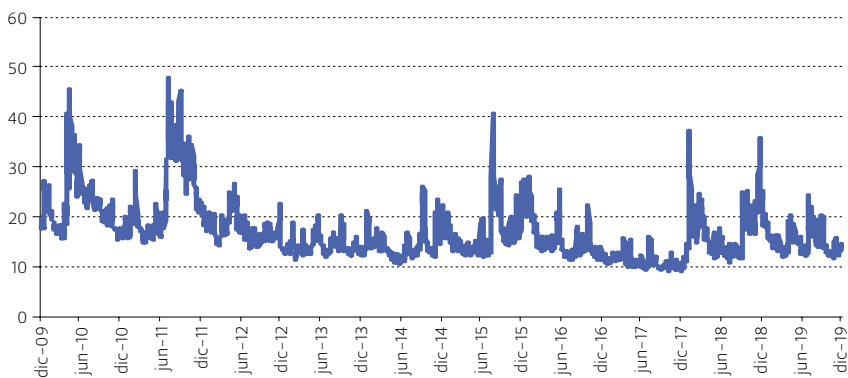


FUENTE: Bloomberg

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (*VIX Index*), presentó en 2019 un nivel promedio menor que el año anterior, experimentando sus máximos en enero y agosto con valores de 25,5 y 24,6, respectivamente. El mínimo fue en noviembre (11,5), mayor al mínimo registrado en 2018 (9,2) (véase *Figura 16*).

**FIGURA 16**

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2019  
(en nivel)

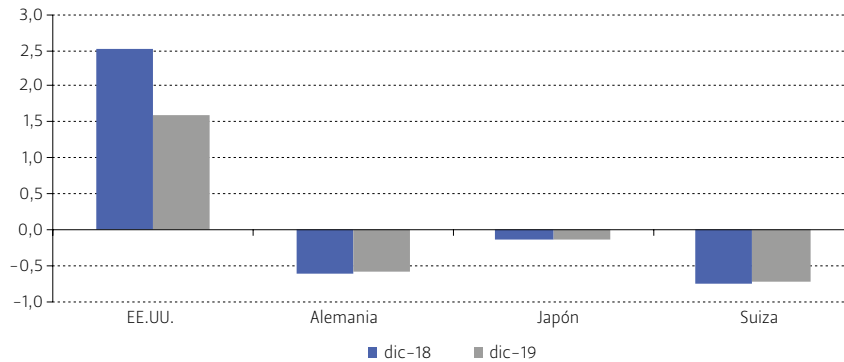


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, EE.UU. las tasas de interés soberanas nominales a dos años habían disminuido en relación al nivel observado el mismo período del año anterior (véase *Figura 17*), mientras que en Alemania, Japón y Suiza aumentaron levemente. Por otro lado, las tasas de interés nominales a 10 años disminuyeron en EE.UU., Alemania, Suiza y Japón (véase *Figura 18*).

**FIGURA 17**

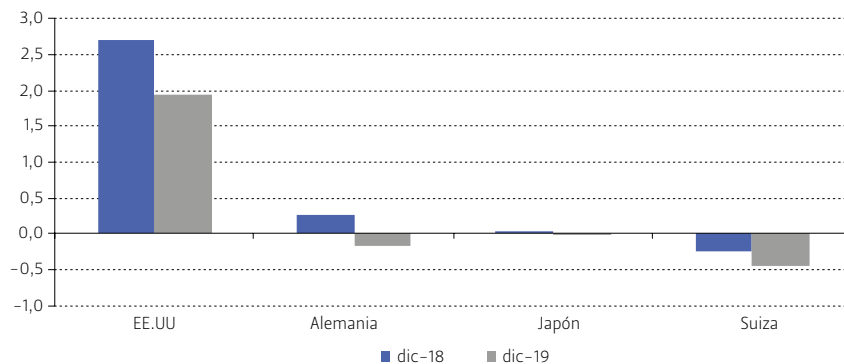
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2018-2019  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

**FIGURA 18**

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2018-2019  
(en porcentaje)

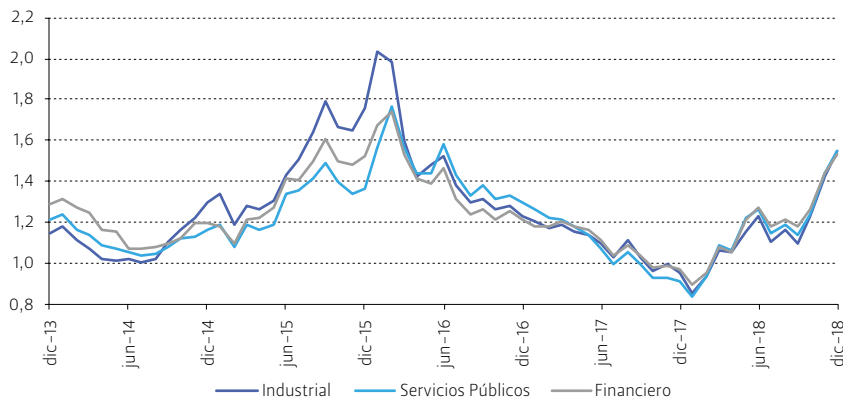


FUENTE: Bloomberg

En relación al mercado corporativo, durante 2019 se observó una disminución de los *spreads* en todos los sectores del índice "Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate" con respecto al cierre de 2018. Así, los *spreads* de los sectores industrial, financiero y servicios públicos disminuyeron 36%, 33% y 40%, respectivamente (véase *Figura 19*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento también experimentaron una disminución en sus *spreads*. Esto se puede observar al analizar los *spreads* del índice "Bloomberg Barclays Global High Yield" que disminuyeron en 27% (véase *Figura 20*).

**FIGURA 19**

Spreads bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013-2019  
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg Barclays

**FIGURA 20**

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013-2019  
(en porcentaje)

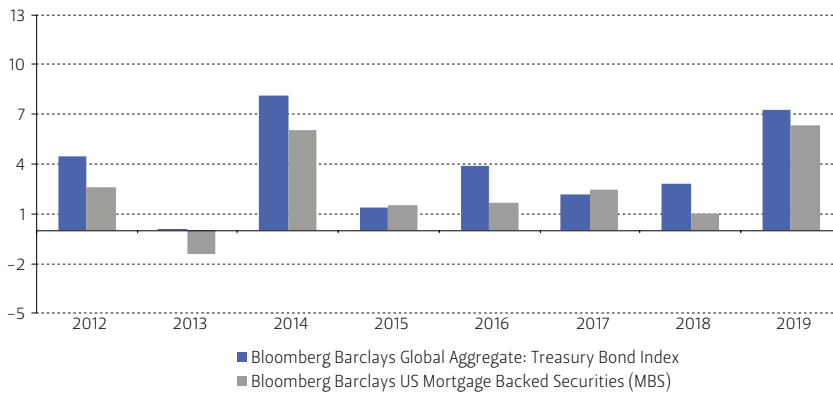


FUENTE: Bloomberg Barclays

Durante 2019, 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 7,25% y 6,35%, respectivamente (véase *Figura 21*). 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 12,51% y 13,34%, respectivamente (véase *Figura 22*).

**FIGURA 21**

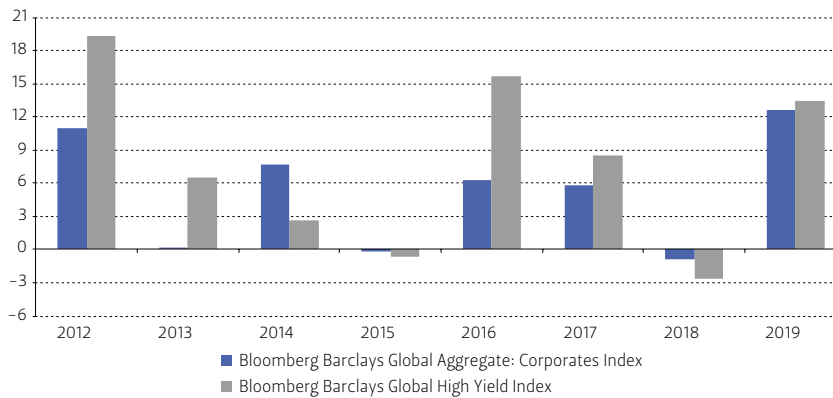
Retornos índices Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (hedged), 2012 - 2019 (en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Barclays

**FIGURA 22**

Retornos índices Bloomberg Barclays Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2012 - 2019 (en porcentaje, medido en moneda de origen)



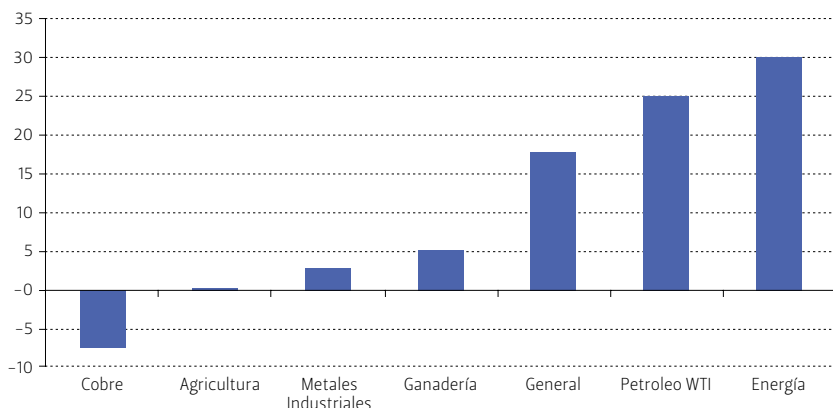
FUENTE: Bloomberg Barclays

Al comparar los precios promedio de los commodities de 2019 versus los de 2018, se observa que la mayoría de los sectores experimentaron variaciones positivas, excepto por el sector de agricultura que disminuyó 0,3%. Dada su relevancia para Chile, se destaca la variación del precio promedio nominal del cobre<sup>16</sup>, que experimentó una disminución de 8,0% en relación al año anterior (véase *Figura 23*).

16 Precio de los Metales, Comisión Chilena del Cobre.

**FIGURA 23**

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2019  
(variación año a año, en porcentaje)



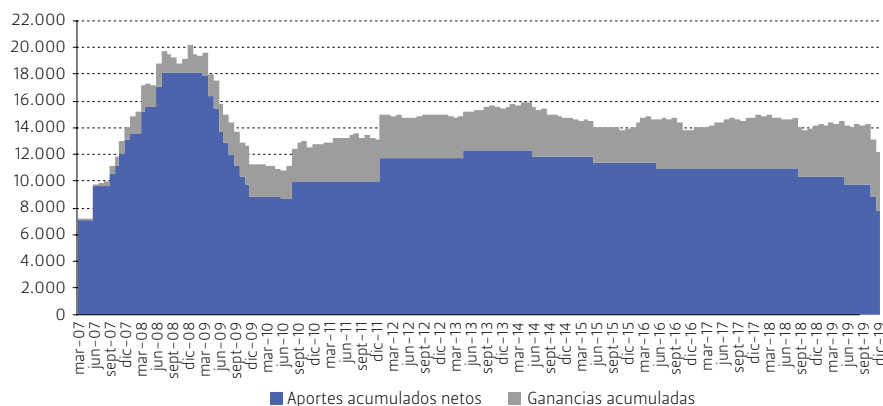
FUENTE: Bloomberg

## B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2019 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 12.233 millones y US\$ 10.812 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 14.134 millones y US\$ 9.663 millones respectivos al término de 2018. La variación negativa en el valor del FEES se debió principalmente a retiros por US\$ 2.564 millones, utilizados para financiar el aporte al FRP y apoyar las necesidades de financiamiento del Fisco debido al deterioro de los ingresos fiscales en el último trimestre de 2019. Lo anterior fue compensado con ganancias netas en las inversiones del FEES por un valor de US\$ 663 millones (véase *Figura 24*). Por su parte, la variación en el FRP se debe principalmente al resultado de las ganancias netas en las inversiones del fondo por US\$ 1.161 millones, a pesar de haberse realizado un retiro neto por US\$ 13 millones (véase *Figura 25*). Es importante señalar que el retiro neto en el FRP se descompone de un aporte de US\$ 564 millones realizado en junio, equivalente al 0,2% del PIB del año anterior y un retiro de US\$ 577 millones realizado el mismo mes. El monto total retirado desde el fondo en 2019 equivale al retiro máximo permitido para financiar el Pilar Solidario de acuerdo a la legislación vigente.

**FIGURA 24**

Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2019  
(en millones de dólares)

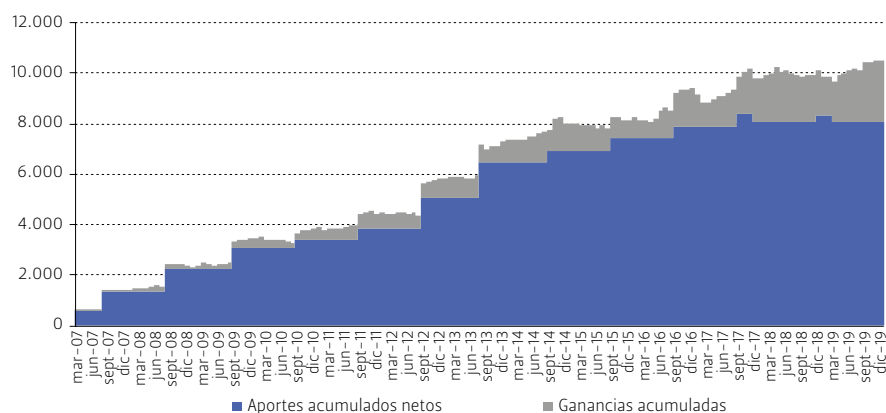


FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile



**FIGURA 25**

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2019  
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

## C. Rentabilidad

En el año 2019, la rentabilidad neta en dólares de los fondos (véase *Recuadro 4*) fue de 4,77% en el FEES y de 12,04% para el FRP (véase *Cuadro 1*). Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad fue de 4,87% para el FEES y de 12,08% para el FRP.

Para el FEES, el retorno positivo se descompone en una rentabilidad del portafolio de renta fija de 3,19% y una rentabilidad del portafolio de acciones de 26,70%. A su vez, el resultado en renta fija se descompone en 3,33% producto de rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen y en -0,13% de rendimiento debido al cambio en las paridades cambiarias, en relación al dólar, de las monedas en que se encuentran denominados dichos instrumentos.

En el FRP, el retorno en dólares se explica por los resultados positivos de todas las clases de activo. En renta fija las rentabilidades fueron de 5,95% para los bonos soberanos y activos relacionados, 8,12% para los bonos indizados a inflación, 6,16% en MBS de agencias de EE.UU., 11,65% para los bonos corporativos y 8,70% para los bonos de alto rendimiento. Por su parte las acciones del FRP tuvieron un rendimiento de 26,79% durante el año.

## CUADRO 1

Factores determinantes del retorno en dólares de los fondos soberanos en 2019  
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2019
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija <sup>(a)</sup>	0,73	2,79	-0,21	-0,14	3,19
	<i>Moneda de origen</i>	1,49	1,63	1,21	-1,05	3,33
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	-0,75	1,15	-1,40	0,92	-0,13
	Acciones	12,26	3,74	0,01	8,77	26,70
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>1,49</b>	<b>2,87</b>	<b>-0,19</b>	<b>0,55</b>	<b>4,77</b>
	Retorno total (CLP)	-0,64	2,68	6,54	3,17	12,14
	Retorno real total (UF)	-0,64	1,44	5,99	2,22	9,19
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	1,79	3,57	0,62	-0,12	5,95
	Bonos indizados a inflación	4,19	1,89	1,69	0,15	8,12
	MBS de Agencias de EE.UU.	2,06	1,96	1,39	0,62	6,16
	Bonos corporativos	4,20	4,05	1,12	1,83	11,65
	Bonos de Alto Rendimiento	2,26	3,15	-0,47	3,53	8,70
	Acciones	12,04	3,75	0,04	9,03	26,79
	<b>Retorno total (USD)</b>	<b>4,59</b>	<b>3,39</b>	<b>0,60</b>	<b>3,00</b>	<b>12,04</b>
	Retorno total (CLP)	2,39	3,20	7,38	5,68	19,92
	Retorno real total (UF)	2,39	1,95	6,82	4,71	16,77

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2019, el peso chileno se depreció respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 12,14% en el FEES y 19,92% 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 9,19% para el FEES y de 16,77% para el FRP.

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

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

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte 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 que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento<sup>1</sup>. Por otro lado, 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 al 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.

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2019 fue de 2,59% para el FEES y 3,88% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 5,22% para el FEES y 6,55% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 1,71% para el FEES y 2,99% para el FRP.

En 2019, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 7 puntos base más baja que la de su comparador referencial, por su parte, el FRP obtuvo 6 puntos bases 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 -4 puntos base y -23 puntos base, respectivamente<sup>17</sup>.

La *Figura 26* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 38,5% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2019, mientras que para el FRP el aumento fue de 62,6% 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 FRP. Cabe señalar que la mayor rentabilidad del FRP, en comparación a la del FEES, se ha debido principalmente al buen desempeño de las clases de activos que fueron incorporadas al FRP a comienzos de 2012, en especial acciones y bonos corporativos, que han experimentado retornos anualizados cercanos a 10,50% y 3,60%, respectivamente<sup>18</sup>.

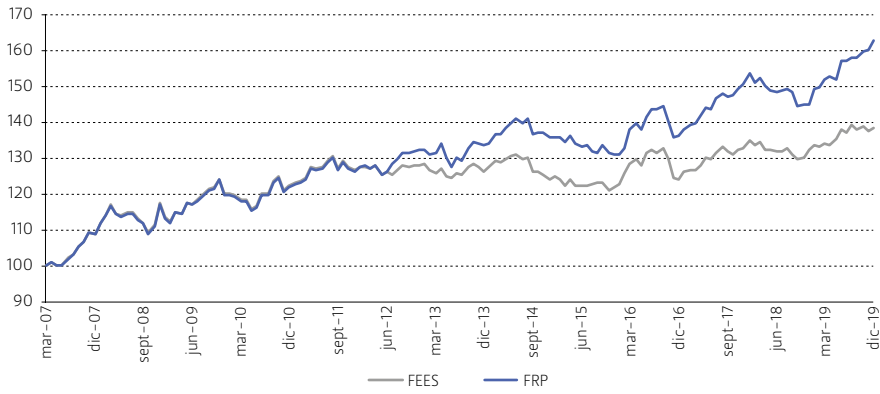
---

17 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 – 2019.

18 Si bien es cierto que el FEES también invierte en acciones, éstas se incorporaron en agosto de 2013, representando solamente 7,5% del portafolio total en comparación a su participación de aproximadamente 29% en el FRP al cierre de 2019. Cabe señalar que las acciones representaban apro-

**FIGURA 26**

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

ximadamente 15% del FRP entre marzo de 2012 y septiembre de 2018, y desde entonces se ha ido aumentando paulatinamente su porcentaje en el fondo con el fin de converger a la nueva política de inversión.



CAPÍTULO 3

Actividades y  
recomendaciones del  
Comité Financiero

## A. Convergencia hacia la nueva política de inversión del FRP

### 1. Proceso de convergencia

El Comité Financiero sugirió converger a la nueva composición estratégica de activos de forma gradual. Esta recomendación tuvo en cuenta que el aumento de la exposición accionaria es significativo y que, al hacer los incrementos en forma espaciada, periódica y en un período largo de tiempo, se diversificaba parte del riesgo de acceder al mercado en un momento adverso. Además, consideró que existe una capacidad limitada en los recursos que pueden ser asignados por parte del BCCh para llevar a cabo procesos de selección de administradores externos asociados a las nuevas clases de activo.

Para lo anterior, recomendó en 2018 un plan de convergencia que considera un incremento en la participación de acciones de forma paulatina en tres años, cada seis meses aproximadamente, privilegiando el momento de los aportes y retiros del FRP<sup>19</sup>. Además, recomendó comenzar a invertir en MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento a comienzos de 2019, teniendo en cuenta que los procesos requeridos para su puesta en marcha eran similares a los que se habían realizado para acciones y bonos corporativos en 2011. Adicionalmente, sugirió que la implementación de la clase de activo inmobiliario fuese realizada durante 2020 una vez analizados los aspectos operativos, legales y tributarios que supone este tipo de inversión en el mercado privado. En cuanto a la cobertura cambiaria, su implementación se dejó para una etapa posterior, debido a que depende directamente de la composición final de monedas del portafolio de renta fija que será logrado una vez que se haya convergido a la composición estratégica de activos. Cabe señalar que los aumentos en acciones y en las nuevas clases de activo serían financiadas de los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados, los bonos indizados a inflación y los bonos corporativos.

Así, según lo planificado, en enero de 2019 se comenzó a invertir MBS de agencias de EE.UU., y en bonos de alto rendimiento. En relación al sector inmobiliario, es importante señalar que como parte de la nueva política de inversión del FRP, se desea tener una exposición global a dicho sector, pero en el mercado privado y más conservador (core). En este contexto, el Comité recomendó estudiar las implicancias impositivas de incorporar esta clase de activo al FRP, así como también el impacto que podría traer a las otras clases de activos. Teniendo en cuenta que EE.UU. representa cerca del 40% del mercado global inmobiliario, que es el más desarrollado y que dispone de comparadores referenciales de calidad, el Comité recomendó comenzar con una revisión tributaria en dicho país. El estudio fue encargado a Ernst&Young y se espera que esté finalizado durante el primer trimestre de 2020. Si las conclusiones son favorables, el Comité ha sugerido comenzar invirtiendo en EE.UU., y posteriormente en otros continentes como Europa y Asia. El Comité Financiero analizará si se requiere un estudio tributario para estos últimos mercados. De esta manera, se espera realizar un proceso de selección durante el segundo semestre de 2020 para contratar al encargado de invertir en el sector inmobiliario. En relación a la cobertura cambiaria del portafolio de renta fija, el Comité recomendó esperar una definición por parte de la Dipres respecto del impacto que dicha cobertura podría eventualmente tener en el balance fiscal.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Comité Financiero recomendó definir nuevas composiciones estratégicas de activos transitorias que reflejan la forma en que se convergerá a la definitiva (véase *Cuadro 2*).

---

19 Los aportes al FRP se deben realizar durante el primer semestre de cada año, por lo general, en el mes de junio. Se ha trabajado con Dipres para coordinar, en la medida de lo posible, que los retiros coincidan con la fecha de los aportes para minimizar los costos de transacción.

## CUADRO 2

Composiciones estratégicas de activos transitorias y definitiva  
(en porcentajes)

	Bonos soberanos y otros activos relacionados	Bonos indizados a inflación	Bonos corporativos	Acciones	MBS de agencias de EE.UU.	Bonos de alto rendimiento	Inmobiliario	Total
31-12-2017	48	17	20	15	0	0	0	100
30-09-2018	44	17	20	19	0	0	0	100
31-01-2019	39	11	13	23	6	8	0	100
30-06-2019	35	11	13	27	6	8	0	100
31-01-2020	32	5	13	31	6	8	5	100
30-06-2020	28	5	13	35	6	8	5	100
31-01-2021	23	5	13	40	6	8	5	100

FUENTE: Ministerio de Hacienda

A modo de síntesis, el proceso de convergencia se comenzó a realizar de forma gradual y se espera que a comienzos de 2021 se logre alcanzar la composición estratégica de activos definitiva, que incluye 23% de bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% de bonos indizados a inflación, 13% de bonos corporativos, 40% de acciones, 6% de MBS de agencias de EE.UU., 8% de bonos de alto rendimiento y 5% del sector inmobiliario. Por su parte, para la estrategia de cobertura, durante el año 2020 se definirá la continuidad de dicha estrategia y si se decide continuar, se definirán las directrices de inversión y su gradualidad.

## B. Prácticas de inversión responsable

Durante el año 2019, el Ministro de Hacienda encargó al Comité Financiero analizar qué alternativas existen para incluir eventualmente consideraciones del tipo Ambiental, Social y de Gobernanza (ESG por su sigla en inglés) a los procesos de inversión de los fondos soberanos. A partir de esta petición, el Comité analizó distintas opciones teniendo en consideración la institucionalidad de los fondos chilenos y el estilo de inversión predominantemente pasivo de sus inversiones. En este contexto, el Comité se enfocó en analizar comparadores referenciales utilizados para acciones que son similares al que se utiliza en la actualidad en los fondos<sup>20</sup> pero con mejores características de ESG<sup>21</sup>. Por otra parte, analizó los requisitos y las implicancias de ser signatario de los Principios para la Inversión Responsable (PRI por sus siglas en inglés<sup>22</sup>) que son respaldados por la Organización de las Naciones Unidas<sup>23</sup>. Después de revisar la información presentada, el Comité recomendó analizar más a fondo la implementación de este tipo de iniciativas en el futuro acorde con las prioridades del Estado en el contexto actual y la presión que existe para utilizar mayores recursos de los fondos soberanos en los próximos años. Sin perjuicio de lo anterior, reiteró su recomendación realizada en 2017 de establecer como requisito para la contratación de administradores externos de los fondos soberanos que éstos sí adhieran a los PRI.

20 MSCI ACWI ex Chile.

21 El Comité se enfocó en acciones ya que sus comparadores referenciales tienen más historia en relación a otras clases de activo.

22 Principles for Responsible Investments.

23 El PRI trabaja con su red internacional de signatarios para poner en práctica una serie de Principios de Inversión Responsable que cuentan con el apoyo de la Organización de las Naciones Unidas. Estos principios tienen como objetivo entender el impacto que las cuestiones ambientales, sociales y gubernamentales tienen en las inversiones y asesorar a los signatarios para integrar estos asuntos a sus decisiones sobre inversiones y propiedad.



## C. Conciliación de retornos entre administradores externos y banco custodio

El Comité Financiero recomendó establecer bandas de tolerancia para monitorear la desviación que existe entre los retornos que informan los administradores externos y el banco custodio. Según lo informado por la firma consultora RVK al Comité, estas desviaciones son esperables y pueden deberse al uso de distintos programas o sistemas de contabilidad, distintas fuentes de precio, y a la naturaleza de las diferentes clases de activo, su perfil de liquidez, el nivel de rotación en la cartera, entre otros factores. Las bandas de tolerancias recomendadas por el Comité se presentan en el Cuadro 3. En el caso que la desviación entre el retorno informado por el administrador externo y el banco custodio exceda alguna de las bandas de tolerancia permitidas, la Secretaría Técnica del Comité Financiero, con el apoyo del consultor, analizarán en detalle dichas desviaciones para entender las razones que podrían haber causado dicha diferencia.

### CUADRO 3

Bandas de tolerancia para distintos períodos  
(en puntos base)

Períodos	Clase de activo			
	Acciones	Bonos corporativos	Bonos de alto rendimiento	MBS de agencias de EE.UU.
1 Mes	8	15	10	10
3 Meses	7	13	9	9
1 Año	6	12	8	8

FUENTE: Ministerio de Hacienda

## D. Estudio de sustentabilidad del FRP

Al igual que en años anteriores, el Comité Financiero participó en el desarrollo del estudio de sustentabilidad del FRP, que debe ser encargado cada tres años por exigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal. La realización del estudio es responsabilidad de Dipres que, luego de un proceso de licitación, lo adjudicó a un equipo consultor compuesto por los señores Pablo Castañeda, Rubén Castro, Eduardo Fajnzylber (coordinador) y Juan Pablo Medina.

En esta oportunidad los miembros del Comité se reunieron con el equipo consultor en una etapa intermedia del estudio. En dicha ocasión analizaron la metodología utilizada y los resultados preliminares, realizando consultas sobre los supuestos de ciertos escenarios y recomendando algunas modificaciones que fueron incorporadas en la versión final del estudio<sup>24</sup>. Las principales recomendaciones del Comité Financiero fueron:

- Revisar y detallar mejor los supuestos detrás del cálculo de premio por riesgo en UF.
- Explicar la metodología que se utiliza para calcular los retornos cubiertos a CLP.
- Revisar la proyección de las pensiones AFP promedio para 2019 debido a que no sería consistente con la información manejada por algunos miembros del Comité.

24 Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., y Medina J. (2019). "Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones". El estudio se encuentra disponible en: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/estudios-relevantes.html>.

- Asignar probabilidades a los errores que son utilizados para realizar las proyecciones estocásticas.
- Considerar escenarios más realistas en las próximas entregas del estudio, teniendo en cuenta una posible reforma al sistema de pensiones (aumento pensión básica solidaria).

Una vez finalizado el estudio, el Comité Financiero analizó sus principales conclusiones entre las que se destacan:

- Tanto en las proyecciones determinísticas como estocásticas el FRP experimentará una trayectoria creciente en los próximos 20 años. Esto se debe en gran parte a que los aportes mínimos definidos por ley (0,2% del PIB del año anterior) más los retornos esperados son superiores a los retiros máximos permitidos para el FRP.
- Sin embargo, el Comité concluyó que las últimas modificaciones al Pilar Solidario, incorporadas solamente en algunos análisis de sensibilidad en el estudio, pondrán una mayor presión a la sustentabilidad del fondo. Con todo, los análisis de sensibilidad realizados en el estudio que implicaron menores aportes, menores retornos y mayores retiros, sugieren que el FRP se mantendría sustentable (superior a 0 durante el horizonte de proyección) en más del 95% de los casos.
- Se concluye que el límite de 900 millones de UF<sup>25</sup> que establece la Ley de Responsabilidad Fiscal, tamaño máximo sobre el cual el fondo no recibirá nuevos aportes, es suficiente para cubrir todas sus obligaciones en un período de 20 años. También el estudio deduce que con un tamaño del FRP de 185 millones de UF bastaría para financiar los retiros máximos que permite la ley por 20 años. Sin perjuicio de lo anterior, es importante advertir que este análisis no considera el aumento al Pilar Solidario aprobado a fines de 2019.

El Comité recalcó la importancia de estos resultados debido a que indican que el FRP sería sustentable en términos reales en los próximos veinte años. Sin perjuicio de lo anterior, cambios significativos al Pilar Solidario podrían afectar la sustentabilidad del FRP en el futuro.

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

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, Mellon, BlackRock y Allianz, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité y Ministerio de Hacienda sobre la gestión de sus portafolios. El BCCh presentó los principales desarrollos de mercado y desempeño de los portafolios en 2018, sus metodologías de inversión y los principales posicionamientos en ambos fondos, así como también de los resultados de una evaluación realizada al servicio de custodia. Por su parte, Mellon, BlackRock y Allianz también realizaron una revisión de los principales eventos de mercado en 2018, la composición y el desempeño de sus portafolios, estrategias de inversión, y algunas tendencias de inversión de inversionistas institucionales. Adicionalmente, Mellon expuso sobre su enfoque respecto de cómo se incorporan consideraciones ESG en los procesos de inversión de otros fondos. Finalmente, BlackRock a petición del Comité, proporcionó información adicional acerca de la estrategia que podría ser utilizada en el programa de cobertura cambiaria del portafolio de renta fija. Cabe destacar que todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

---

25 Una vez alcanzado ese monto la Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el FRP no podrá recibir nuevos aportes.



# 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 2019

### REUNIÓN 1 | 23 DE ENERO DE 2019

---

En su primera sesión del año, el Comité revisó el grado de avance de la implementación de la política de inversión del FRP. En particular, constató que el 22 de enero de 2019 se transfirieron los recursos a los administradores de bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU., y se aumentó la exposición accionaria según el plan de convergencia recomendado por el Comité para la nueva política. Además, los miembros del Comité discutieron las alternativas que existen para la inversión en el sector inmobiliario y las propuestas de la firma consultora, RVK, respecto de la forma en que se podría implementar una estrategia de cobertura en el mismo fondo. El Comité Financiero fue informado por la Secretaría Técnica del análisis que se hará acerca de la dimensión fiscal del FEES, en particular acerca del objetivo del fondo, y de quién podría realizar dicho estudio. Una vez finalizado esta etapa, se encargará a una firma consultora la realización de un estudio de su política de inversión. El Comité recibió a una delegación del banco custodio, J.P. Morgan, con el objetivo de profundizar en el análisis de la metodología que emplea para calcular el indicador de riesgo *tracking error ex ante*. Finalmente, Dipres presentó al Comité Financiero el impacto en el FRP del proyecto de reforma al sistema de pensiones.

### REUNIÓN 2 | 03 DE ABRIL DE 2019

---

El Comité Financiero recibió a las delegaciones de Allianz y del BCCh. La primera, encargada de invertir parte de la exposición a bonos corporativos del FRP, expuso acerca de su compañía, resultados obtenidos y perspectivas de los mercados financieros. Por otra parte, el BCCh, responsable de invertir los portafolios de renta fija soberana del FRP y del FEES, informó respecto a su desempeño, posicionamientos y resultados de una evaluación realizada al servicio de custodia. Posteriormente, el Comité analizó y estuvo de acuerdo con las recomendaciones realizadas por su Secretaría Técnica en relación a las etapas que serán necesarias para implementar la inversión en el sector inmobiliario y el programa de cobertura cambiaria del portafolio de renta fija.

### REUNIÓN 3 | 15 DE MAYO DE 2019

---

El Comité Financiero se reunió con las delegaciones de Mellon y BlackRock. Por un lado, Mellon, responsable de la administración de parte de los portafolios accionarios del FRP y del FEES, presentó acerca de la firma, sus resultados, y sobre cómo otros inversionistas institucionales incorporan consideraciones de ESG en sus procesos de inversión. Por otro lado, BlackRock, responsable de administrar una porción de los portafolios de renta fija corporativa, de bonos de alto rendimiento del FRP y parte de los portafolios de acciones de ambos fondos, presentó acerca de la compañía, sus resultados, y proporcionó información adicional acerca de algunos aspectos que deberían ser considerados en el futuro programa de cobertura cambiaria del FRP. El Comité discutió un plan de trabajo para analizar la forma en que consideraciones del tipo ESG podrían ser incorporadas eventualmente a los procesos de inversión de los fondos soberanos. Finalmente, la Secretaría Técnica informó que la primera etapa del estudio del FEES fue encargado a Dipres.

#### **REUNIÓN 4 | 19 DE JULIO DE 2019**

---

En esta sesión el Comité Financiero profundizó en diversos aspectos del programa de cobertura cambiaria que se implementará en el FRP. En este contexto, analizó preliminarmente diversas estrategias que podrían ser implementadas, así como también sus implicancias operativas. Adicionalmente, la Secretaría Técnica comunicó que la primera etapa del estudio del FEES encargado a Dipres ya se encuentra en la etapa final y discutió los pasos a seguir para comenzar con la segunda. Por último, los miembros del Comité analizaron los principales resultados de ambos fondos soberanos, así como también la composición de sus carteras en relación con sus comparadores referenciales.

#### **REUNIÓN 5 | 06 DE SEPTIEMBRE DE 2019**

---

En esta oportunidad, J.P. Morgan presentó análisis adicionales solicitados por el Comité en relación a la metodología empleada para calcular la *tracking error ex ante*. Adicionalmente, RVK expuso acerca de las razones que existen para que existan diferencias entre los retornos reportados por los administradores externos y el banco custodio, y recomendó la definición de bandas de tolerancia para monitorear dichas diferencias. Posteriormente, el Comité revisó alternativas utilizadas por inversionistas institucionales para incorporar la Inversión Responsable a sus procesos de inversión.

#### **REUNIÓN 6 | 08 DE NOVIEMBRE DE 2019**

---

En esta sesión el Comité Financiero se reunió con el equipo consultor responsable de realizar el estudio de sustentabilidad del FRP, el que, de acuerdo con la legislación vigente, debe ser encargado cada tres años. El Comité proporcionó observaciones a la metodología y resultados preliminares de su estudio, destacando que no incluía las modificaciones al Pilar Solidario que estaban siendo discutidas en ese momento. Adicionalmente, la Secretaría Técnica informó a los miembros del Comité respecto de los avances en el proceso de implementación de la nueva política de inversión del FRP, particularmente en relación con el programa de cobertura cambiaria y la inversión inmobiliaria. Por último, los Consejeros del Comité Financiero analizaron los resultados de los fondos soberanos y de los encargados de su gestión, así como las carteras de inversión de las distintas clases de activo con respecto a los comparadores referenciales.

#### **REUNIÓN 7 | 20 DE DICIEMBRE DE 2019**

---

En esta oportunidad el Comité Financiero analizó el comportamiento de los fondos soberanos en el contexto de las proyecciones fiscales actualizadas. A partir de la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda, los Consejeros concluyeron que el FEES experimentará desembolsos mayores a lo anticipado en los próximos años. Debido a lo anterior, el Comité Financiero solicitó que la Secretaría Técnica realice el estudio de la composición estratégica de activos teniendo en cuenta los desembolsos esperados desde dicho fondo en los próximos años. En el caso del FRP el Comité Financiero recomendó continuar con la convergencia a la nueva composición estratégica de activos, que fue definida por el Ministro de Hacienda a fines de 2017, y además sugirió revisar en el futuro su implementación si es que existiesen cambios significativos en el tamaño esperado del fondo. Finalmente, el Comité recomendó analizar más a fondo en el futuro la implementación de iniciativas de ESG en los fondos soberanos, considerando las prioridades del Estado en el contexto actual y la presión que existe para utilizar mayores recursos de ellos en los próximos años.

## Referencias bibliográficas

- > Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Villatoro F. (2019). "Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones", Publicación de Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > CFA Institute (2017), "Introduction to Alternative Investments", Material de estudio Nivel 1, EE.UU.
- > CFA Institute (2008), "Alternative Investments Portfolio Management", Material de estudio Nivel 3, EE.UU.
- > Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011). "Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > García M., García P. y Piedrabuena B. (2005). "Fiscal and Monetary Policy Rules: The Recent Chilean Experience", Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- > Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). "Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile", Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018). "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.
- > Mercer Investment Consulting, Inc (2008). "Strategic Asset Allocation Analysis", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Mercer Investment Consulting, Inc (2017). "Pension Reserve Fund – Asset Allocation Study", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile", Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Schmidt-Hebbel K. (2012). "Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway ", documento preparado para la conferencia "Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World", Kuwait.
- > Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009", Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Velasco A. y E. Parrado (2012). "The Political Economy of Fiscal Policy: the Experience of Chile (95-133)", Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.
- > Walker E. (2011). "Un *asset allocation* para el FEES", Estudio realizado a petición del Ministerio de Hacienda.

# Glosario

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

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

**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.** — 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 Estados Unidos. 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

