

Informe Anual Comité Financiero

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

2016

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del
Ministerio de Hacienda para el año 2016.

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>

Registro de Propiedad Intelectual N° 277008
ISSN: 0718-5790

Abril de 2017, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

Informe Anual **Comité Financiero**

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

2016

Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	13
D. Política de inversión	16
Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos	22
A. Análisis de mercado	23
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	31
C. Rentabilidad	32
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	36
A. Estudio de la política de inversión del FRP	37
B. Expansión del programa de préstamo de valores	39
C. Revisión de la política de inversión del FEES	40
D. Estudio de sustentabilidad del FRP	41
E. Evaluación sobre la incorporación de políticas de inversión responsable	41
F. Monitoreo de los administradores de los fondos	42
G. Política de rebalanceo de los fondos	42
Anexo: Resumen de reuniones en 2016	44
Referencias bibliográficas	46
Glosario	47

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social 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 preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2016.

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 2016 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 22.634 millones, correspondiendo US\$ 13.772 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 8.862 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de 1,74% para el FEES y de 3,76% para el FRP, mientras que en pesos fue de -3,92% y -1,90%, 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 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos.

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 Profesor Titular 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 y Bachiller en Ciencias de la Ingeniería mención Industrial de la Universidad de Chile. Actualmente es miembro del directorio de Subsole y de varios Comités de Vigilancia de fondos de inversión en capital privado extranjeros. Ha sido Gerente de Administración y Finanzas de Copec, Director de Sonacol y varias otras sociedades filiales de la misma compañía, Gerente Corporativo de Finanzas de Casaideas y asesor de su Directorio, 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 del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile y es además 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.



Consejero Igal Magendzo Weinberger

Licenciado en Economía y Ciencias Políticas de la Universidad Hebrea de Jerusalén y Ph.D. en Economía de la Universidad de California, Los Ángeles. Actualmente se desempeña como Economista Jefe en Pacífico, Macroeconomía y Finanzas. Fue Economista Jefe para Hispanoamérica del Banco Itaú, Gerente de Análisis Macroeconómico del Banco Central de Chile, miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional, Asesor Macroeconómico del Ministerio de Hacienda y Profesor en la Universidad Adolfo Ibáñez y en la Universidad de Chile. Ha publicado en revistas internacionales especializadas. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.

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 chilenos¹.

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado², 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 de 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, el cobre y otras fuentes. Adicionalmente, los recursos del FEES pueden ser utilizados para financiar el 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 el *Gráfico 1*, están establecidas por ley³.

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).

1 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.

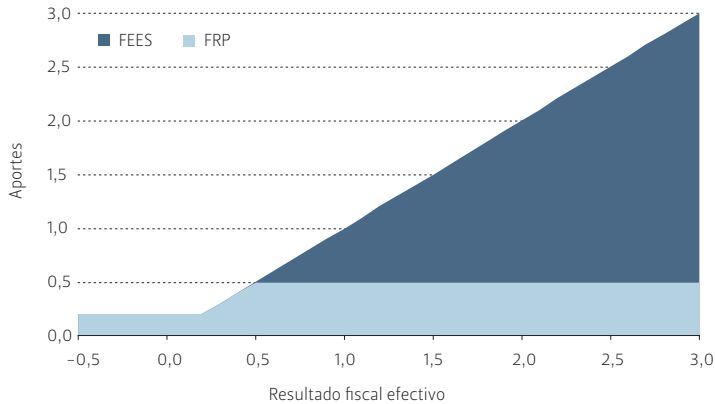
2 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); 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, y 2015).

3 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 fondo⁴. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

GRÁFICO 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).

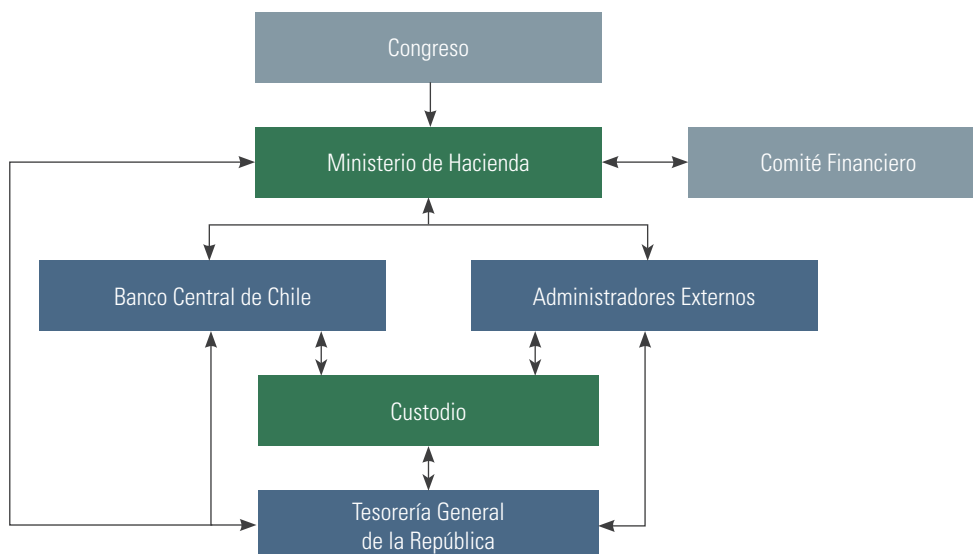
4 La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

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 *Diagrama 1*).

DIAGRAMA 1

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., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de las carteras de acciones y renta fija corporativa, correspondientes al 35% de la cartera del FRP, desde enero de 2012. Posteriormente, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio instruyó en 2013 al BCCh para que contratase a BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Mellon Capital Management Corporation para la administración del portafolio accionario del FEES equivalente al 7,5% del fondo, 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.

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. 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.

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 materias⁵.

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.

⁵ www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html.

D. Política de inversión

Con el propósito de no dañar la competitividad de la economía chilena, los recursos mantenidos en ambos fondos soberanos son invertidos en instrumentos denominados en moneda extranjera, de acuerdo a la política de inversión que se describe a continuación.

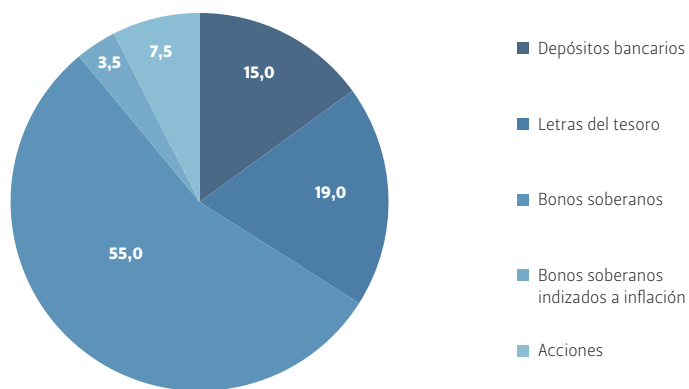
Fondo de Estabilización Económica y Social

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.

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 2012⁶. 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 *Gráfico 2*). 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*).

GRÁFICO 2

Composición estratégica de activos del FEES
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

6 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	Merrill Lynch Libid 3 Month Average USD
		6,0	Merrill Lynch Libid 3 Month Average EUR
		4,0	Merrill Lynch Libid 3 Month Average JPY
		15,0	Subtotal depósitos bancarios
2. Letras del tesoro y bonos soberanos	2.1. Letras del tesoro	6,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index USD
		7,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index EUR
		6,0	Merrill Lynch Treasury Bills Index JPY
		19,0	Subtotal letras del tesoro
	2.2. Bonos soberanos	26,5	Barclays Capital Global Treasury: U.S. 7-10 Yrs
		11,0	Barclays Capital Global Treasury: Germany 7-10 Yrs
		10,0	Barclays Capital Global Treasury: Japan 7-10 Yrs
		7,5	Barclays Capital Global Treasury: Switzerland 5-10 Yrs
		55,0	Subtotal bonos soberanos
		74,0	Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos
3. Bonos soberanos indizados a inflación		2,5	Barclays Capital Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs
		1,0	Barclays Capital Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs
		3,5	Subtotal bonos soberanos indizados a inflación
4. Acciones		7,5	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

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*¹: 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 apalancamiento². 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. En 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 Ministerio³, 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>.

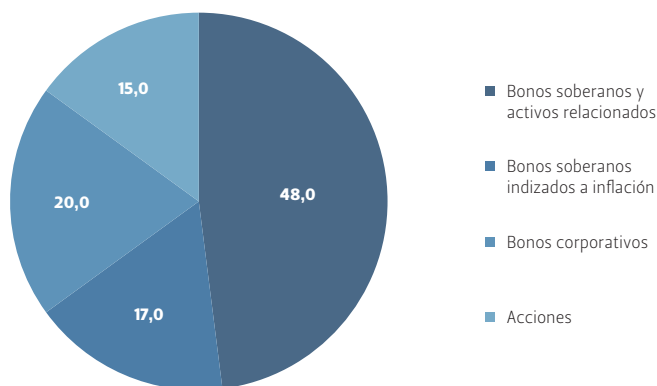
Fondo de Reserva de Pensiones

El principal objetivo del FRP es complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales en pensiones. Con este fin se ha definido el objetivo de inversión específico de maximizar el retorno esperado, sujeto a una tolerancia al riesgo definida como sigue: la probabilidad de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares debe ser mayor que un 95%. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, dado el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

Desde su creación y hasta el cierre de 2011, las políticas de inversión del FRP y del FEES eran similares. Sin embargo, a comienzos del 2012, se implementó una nueva política de inversión para el FRP (véase *Recuadro 3*), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase *Gráfico 3*). La nueva política fue definida por el Ministro de Hacienda sobre la base de las recomendaciones del Comité Financiero a fines de 2010⁷.

GRÁFICO 3

Composición estratégica de activos del FRP
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

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

Objetivos de inversión: el objetivo de inversión del FRP es maximizar el retorno esperado en dólares, sujeto a una tolerancia al riesgo definida como sigue: la probabilidad de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares, debe ser mayor que un 95%. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, dado el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

Composición estratégica de activos: la actual política de inversión del FRP, implementada a partir de enero de 2012, define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indizados a inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos.

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:

7 La recomendación del Comité Financiero se fundamentó en un estudio elaborado por la consultora Mercer en 2008 (*Strategic Asset Allocation Analysis*) el cual se encuentra disponible en <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/estudios-relevantes.html>.

Clase de activo	Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados ^(a)	48	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (<i>unhedged</i>)
		Barclays Capital Global Aggregate: Government-Related (<i>unhedged</i>)
Bonos soberanos indizados a inflación	17	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (<i>unhedged</i>)
Bonos corporativos	20	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (<i>unhedged</i>)
Acciones	15	MSCI All Country World Index ex Chile (<i>unhedged</i> con dividendos reinvertidos)

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

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 contratados por el BCCh, seleccionados mediante procesos de licitación.

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, de 60 puntos base para el de acciones y 50 puntos base para el de bonos corporativos.

Monedas y emisores admisibles: para cada clase de activo son admisibles sólo las monedas que forman parte del comparador referencial correspondiente. Para los emisores se permiten principalmente los incluidos en el comparador referencial. Cabe señalar que para acciones se permite además 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. Respecto al uso de derivados se distingue por portafolio:

- Portafolio administrado por el BCCh: solo podrá contratar *forwards* o *swaps* para cobertura cambiaria. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Por otra parte, el monto nominal de los contratos *forwards* o *swaps* vigentes no debe exceder, en su conjunto, el 4% del portafolio administrado por el banco.
- Portafolio accionario y bonos corporativos: 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 1% 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: ésta consiste en volver a la composición estratégica cada vez que se materialice un aporte al fondo y en caso de exceder alguno de los siguientes rangos sobre el portafolio total: 45%-51% para bonos soberanos y otros activos relacionados, 14%-20% para bonos soberanos indizados a inflación, 17%-23% para bonos corporativos y 12%-18% para acciones.

Pautas de inversión: en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio¹, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, la política de rebalanceo, los rangos de desviación, los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

¹ <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion.html>.

CAPÍTULO 2

Estado de los
fondos soberanos

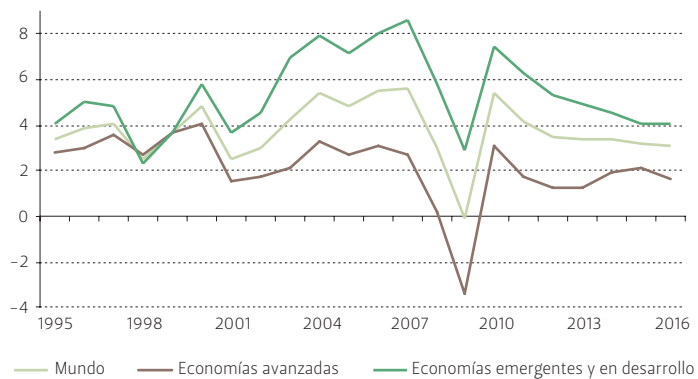
A. Análisis de mercado

Principales Desarrollos

De acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁸ el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de la economía global fue de 3,1% en 2016, ligeramente menor al registrado en 2015. A su vez, el crecimiento para los países emergentes y en vías de desarrollo se situó en torno al 4,1% en 2016, manteniendo el ritmo observado en 2015. Por su parte, el crecimiento esperado para las economías avanzadas fue de aproximadamente 1,6%, el cual se ubica bajo el crecimiento registrado el periodo anterior (véase *Gráfico 4*). Dentro de este grupo se espera que el crecimiento de EE.UU., la Zona Euro y Japón sea menor al observado durante 2015 (véase *Gráfico 5*).

GRÁFICO 4

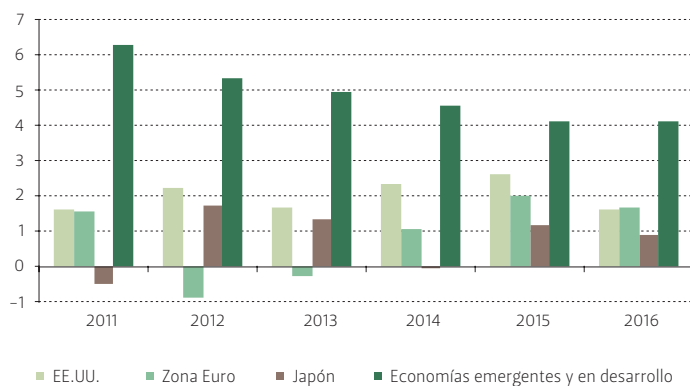
Evolución crecimiento PIB, 1995 – 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 5

Crecimiento del PIB de economías seleccionadas, 2011 - 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

⁸ Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos World Economic Outlook (actualizada a enero de 2017) del FMI.

La economía de EE.UU. creció 1,6% en 2016, destacándose la actividad experimentada durante el tercer trimestre, que alcanzó un 3,5%. El nivel de desempleo disminuyó a valores cercanos a los registrados previo a la crisis *Sub-Prime*, llegando a 4,7% (véase *Gráfico 6*). Por su parte, el salario por hora creció 2,9% en relación al año anterior, alcanzando su máximo crecimiento de los últimos siete años (véase *Gráfico 7*). El índice general de precios aumentó significativamente durante la segunda mitad del año, ubicándose en torno al objetivo de 2% anual que ha definido el Sistema de la Reserva Federal (FED), mientras que la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, se mantuvo relativamente estable en torno al 2% anual durante el periodo (véase *Gráfico 8*). En este escenario, el FED decidió aumentar el rango de la tasa de política monetaria (*Federal Funds Rate*) en 25 puntos base en su reunión de diciembre ubicándola en el tramo de 0,50% - 0,75%. Este incremento es el segundo luego del efectuado en diciembre de 2015 y se enmarca en el objetivo que se ha propuesto el FED de normalizar la política monetaria estadounidense, la que había sido de carácter expansivo a partir del año 2006.

GRÁFICO 6

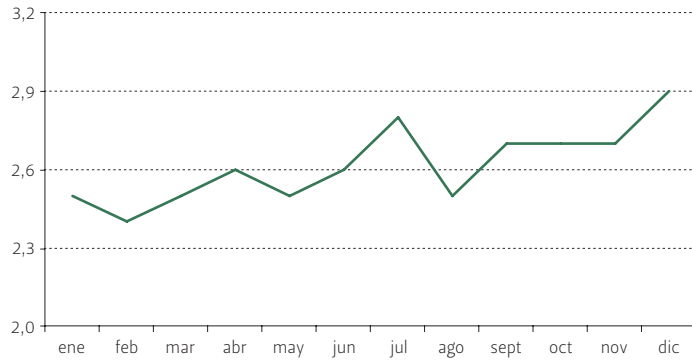
Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU. en 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

GRÁFICO 7

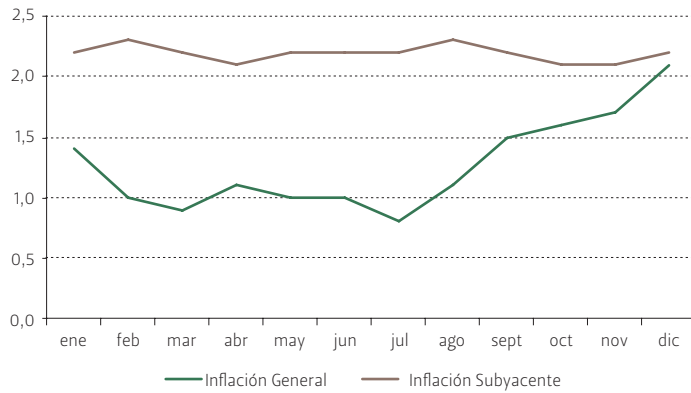
Crecimiento de salarios de EE.UU. en 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 8

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU. en 2016
(variación año a año, en porcentaje)

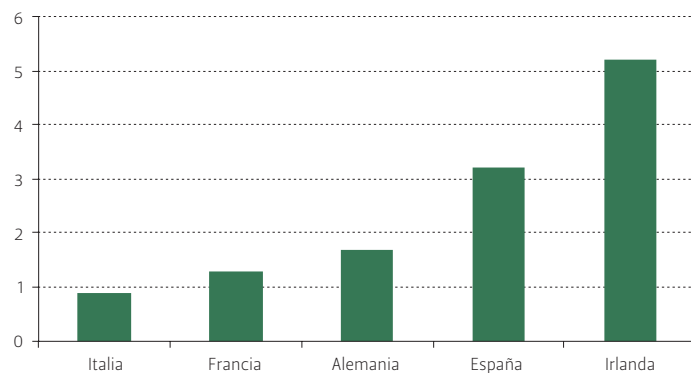


FUENTE: Bloomberg

El crecimiento de la Zona Euro fue de 1,7% en el año. El PIB de Alemania y Francia, las economías de mayor tamaño dentro de la Zona Euro, aumentó 1,7% y 1,3%, respectivamente, mientras que el PIB de Italia, España e Irlanda lo hizo en 0,9%, 3,2% y 5,2%, respectivamente (véase *Gráfico 9*). Por su parte, la inflación en 2016 estuvo por debajo del objetivo de 2% del Banco Central Europeo (BCE), experimentando un alza durante el segundo semestre (véase *Gráfico 10*), mientras que el nivel de desempleo disminuyó a lo largo del periodo (véase *Gráfico 11*). En este contexto, el BCE mantuvo su programa de *Quantitative Easing* anunciando en abril un aumento del tamaño del programa de compra de activos hasta 80 mil millones de euros mensuales. Sin embargo, en diciembre acordó reducirlo a 60 mil millones mensuales a partir de abril de 2017 y extender el programa hasta diciembre 2017 o bien hasta que el nivel de precios retorne a niveles en torno a la meta inflacionaria.

GRÁFICO 9

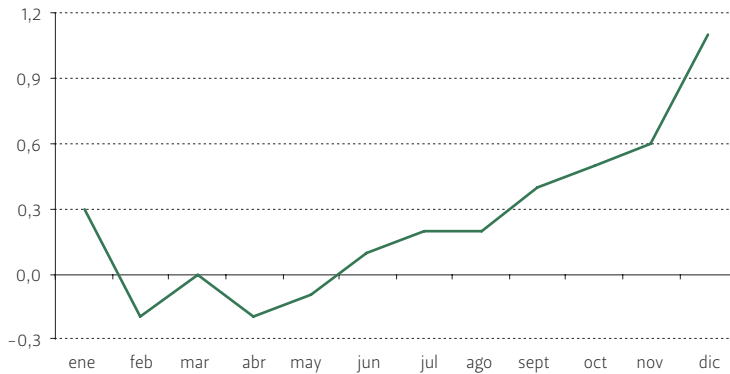
Crecimiento PIB de países seleccionados de la Zona Euro en 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 10

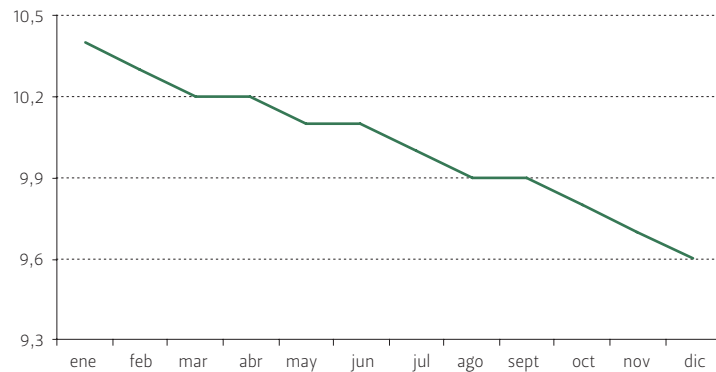
Evolución inflación anual de la Zona Euro en 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro en 2016
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Japón, en tanto, creció 0,9% durante 2016. Durante septiembre y con el objetivo de que la inflación alcance el rango meta de 2%, el Banco Central de Japón decidió agregar a su plan de estímulo monetario el control de la curva de tasas. Específicamente, se comprometió a expandir la base monetaria hasta que el crecimiento del índice de precios al consumidor supere, en términos anuales, la meta inflacionaria y a aplicar mecanismos que ayuden a controlar el nivel de tasas tanto de corto como de largo plazo. Destaca en este sentido la implementación de un programa de compra de bonos soberanos de Japón a diez años, de forma tal que la tasa en dicho plazo se mantenga en torno a 0%.

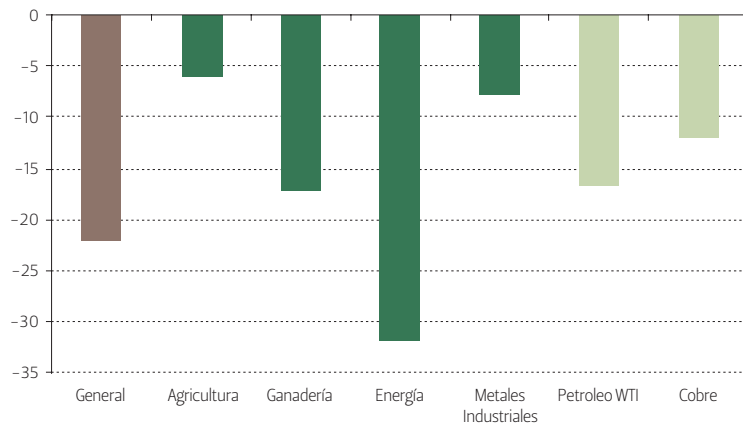
La economía China ha seguido desacelerándose alcanzando un crecimiento de 6,7% al cierre de 2016 en comparación al 6,9% en 2015. Debido a lo anterior, el Gobierno ha continuado con una política fiscal expansiva con el fin de estimular su economía interna. Por otra parte, el Banco Popular de China utilizó el equivalente a 320 mil millones de dólares de reservas internacionales, monto que representa el 10% de éstas, con el fin de frenar la depreciación de la moneda china, el renminbi, que se ha visto perjudicada por la situación económica de dicho país. A pesar de lo ante-

rior, en octubre el FMI añadió el renminbi a la canasta que componen los Derechos Especiales de Giro⁹, reconociendo de esta forma su importancia en la economía global.

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2016 versus los de 2015, se observa que todos los sectores experimentaron variaciones negativas. El sector de energía fue el que sufrió la mayor baja, -32%. Dada su relevancia para Chile, se destaca la variación promedio del precio del cobre que perdió alrededor del 12% en relación al año anterior. De forma análoga, se destaca el petróleo que registró una pérdida promedio cercana al 17% durante 2016 (véase *Gráfico 12*).

GRÁFICO 12

Variación año contra año de índices de *commodities* de Standard & Poor's, petróleo WTI y cobre en 2016 (en porcentaje)



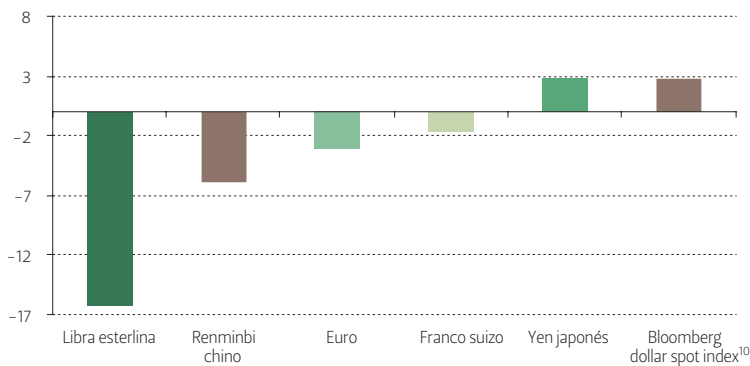
FUENTE: Bloomberg

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se fortaleció respecto de las principales monedas del mundo. Entre las divisas en que se invierten los fondos soberanos, la libra esterlina fue la que más se depreció durante el año (16,2%), principalmente después del referéndum que determinó la salida del Reino Unido de la Unión Europea (véase *Gráfico 13*).

9 El valor de cada SDR se basa en una canasta de cinco monedas principales: dólar de EE.UU.: 41,73%, euro: 30,93%, yen japonés: 8,33%, libra esterlina: 8,09% y renminbi chino: 10,92%.

GRÁFICO 13

Variación del valor de monedas seleccionadas en relación al dólar durante el año 2016 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

En relación a los mercados financieros, durante 2016 se observaron importantes aumentos en diversos índices accionarios. Para la muestra seleccionada (véase Gráfico 14), los mercados bursátiles con el peor desempeño durante el periodo fueron Suiza y Japón, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de -5,9% y -2,6% respectivamente. Por el contrario, los índices que tuvieron el mejor rendimiento, en moneda de origen, fueron los de Canadá y Reino Unido con 17,6% y 14,3%, respectivamente.

GRÁFICO 14

Rendimiento índices accionarios del MSCI en 2016 (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 2016 un nivel promedio levemente menor que el año anterior. Cabe señalar que el índice alcanzó su máximo del año en febrero, en un momento en que existía incertidumbre en cuanto a la capacidad de crecimiento de China, lo que coincidió también con el valor más bajo del petróleo (véase Gráfico 15).

10 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.

GRÁFICO 15

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2016 (en nivel)

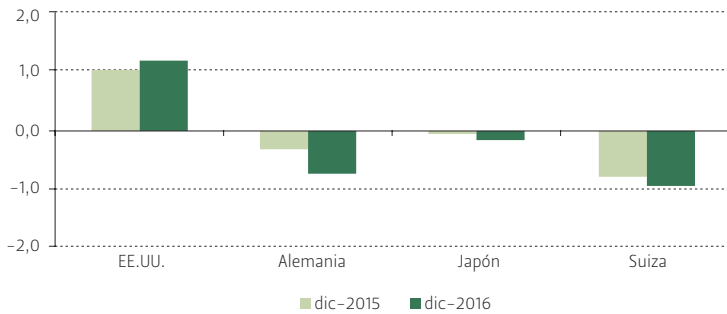


FUENTE: Bloomberg

Las tasas de interés soberanas, tanto a dos como a diez años, se redujeron en relación a los niveles observados en 2015 en Alemania, Japón y Suiza, mientras que aumentaron en EE.UU. (véanse Gráficos 16 y 17). Cabe destacar que los tres primeros países seguían experimentando tasas a dos años negativas al cierre del periodo analizado.

GRÁFICO 16

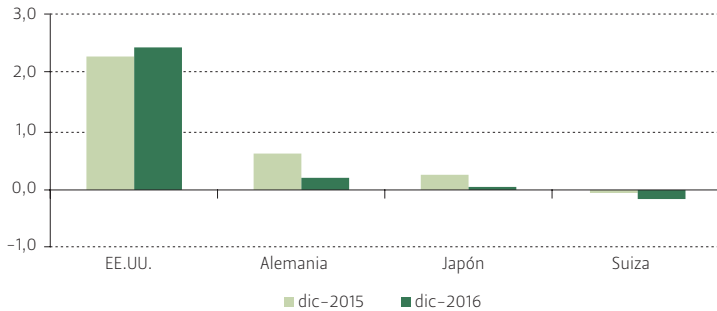
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2016 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 17

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2016 (en porcentaje)

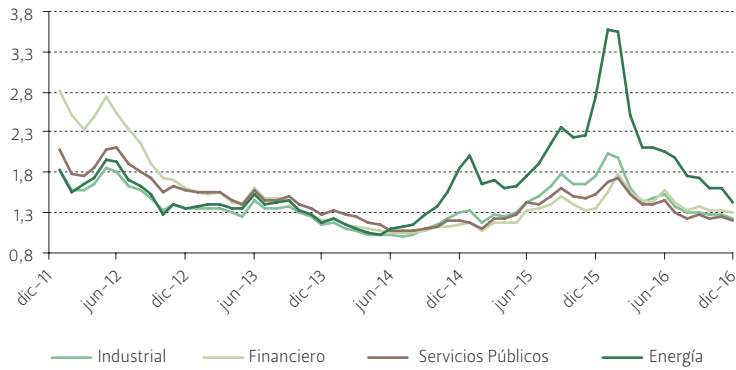


FUENTE: Bloomberg

En relación al mercado corporativo, durante 2016 se observó una disminución de los *spreads* en todos los sectores del índice “Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate”¹¹ con respecto al cierre de 2015. Así, los *spreads* de los sectores industrial, financiero y de servicios públicos disminuyeron 30%, 5% y 20%, respectivamente. Dentro del sector industrial, destaca la senda observada para el *spread* del sub-sector energético, el cual disminuyó 48% en relación al cierre de 2015 (véase *Gráfico 18*)¹².

GRÁFICO 18

Spreads corporativos por industria, 2011-2016
(en porcentaje)



FUENTE: Barclays

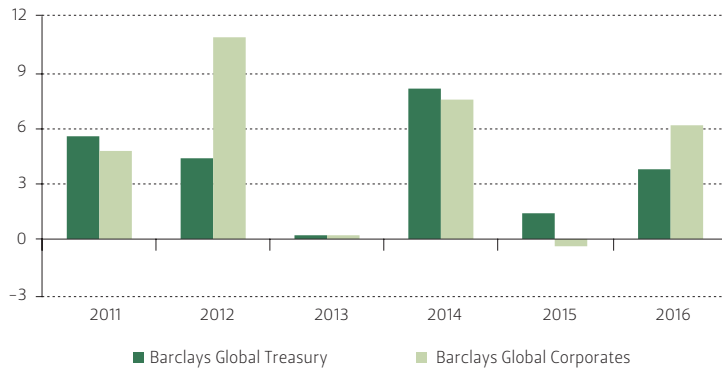
Durante el año 2016, los rendimientos en moneda de origen de los bonos soberanos y corporativos experimentaron retornos positivos en casi todos los países en que se invierten los fondos soberanos. Así, el “Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)” y el “Barclays Capital Global Aggregate: Corporate Bond Index (hedged)” cerraron el año con rentabilidades de 3,86% y 6,22% (véase *Gráfico 19*).

11 El Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate es un índice construido en base a instrumentos de renta fija corporativa con grado de inversión a nivel global. Abarca un conjunto de 54 países dentro de los que se incluyen tanto economías desarrolladas como en vías de desarrollo. El índice se subdivide en tres sectores: industrial, financiero y de servicios públicos. Al cierre de 2016 el indicador poseía 10.076 emisiones las cuales se distribuían, de acuerdo a los sectores enunciados, en 54%, 35% y 11%, respectivamente.

12 El sector Industrial se descompone en: materiales básicos, bienes de capital, comunicaciones, consumo cíclico, consumo no cíclico, energía, tecnología, transporte y otros.

GRÁFICO 19

Retornos Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index y Corporate Bond Index (hedged), 2011 - 2016 (en porcentaje, medido en moneda de origen)



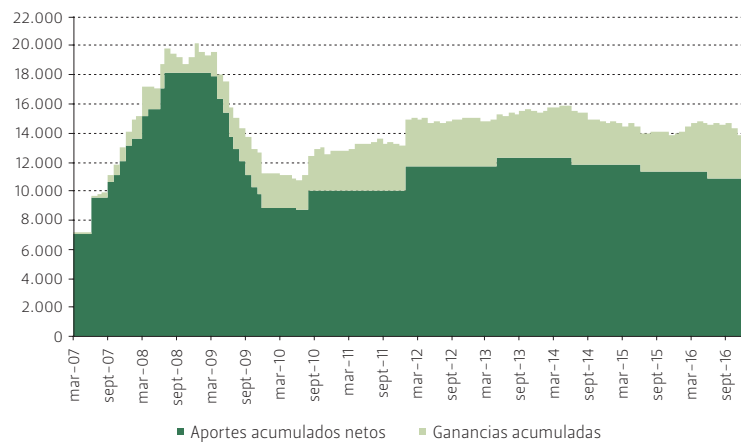
FUENTE: Barclays

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2016 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 13.772 millones y US\$ 8.862 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 13.966 millones y US\$ 8.112 millones respectivos al término de 2015. La variación en el valor del FEES se debió a un retiro por US\$ 462 millones, efectuado para financiar el aporte anual al FRP, y a ganancias netas de las inversiones por US\$ 268 millones (véase *Gráfico 20*). Por su parte, la variación en el FRP fue el resultado del aporte antes mencionado, por US\$ 462 millones, y de ganancias netas por US\$ 288 millones (véase *Gráfico 21*).

GRÁFICO 20

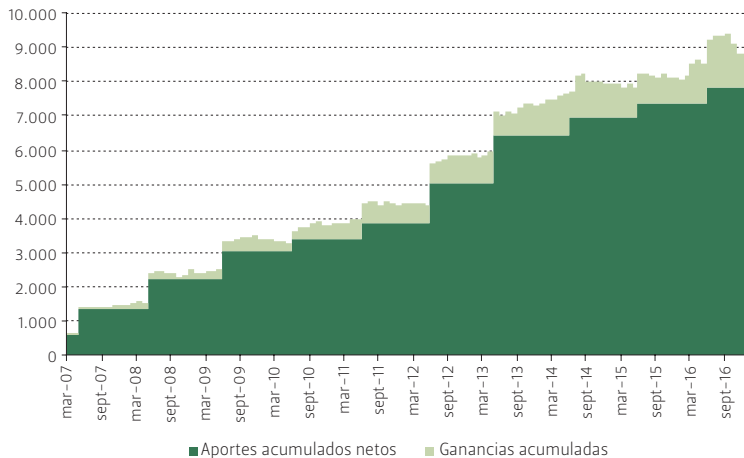
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2016 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

GRÁFICO 21

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2016
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

C. Rentabilidad

En el año 2016, la rentabilidad neta en dólares de los fondos (véase *Recuadro 4*), medida como la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (TWR por sus siglas en inglés) fue de 1,74% en el FEES y de 3,76% para el FRP (véase Cuadro 1). Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad fue de 1,96% para el FEES y de 3,47% para el FRP.

Para el FEES, el retorno positivo se descompone en una rentabilidad del portafolio de renta fija de 1,15% y una rentabilidad del portafolio de renta variable (acciones) de 8,27%. A su vez, el resultado en renta fija se descompone en 1,38% producto del rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen y en -0,23% 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 principalmente por los resultados positivos de todas las clases de activo. En renta fija las rentabilidades fueron de 1,64% para los bonos soberanos y activos relacionados, 4,16% para los bonos indexados a inflación y 4,31% para los bonos corporativos. De manera similar al portafolio de acciones del FEES, las acciones del FRP tuvieron un rendimiento de 8,29% durante el año.

CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2016
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2016
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija ^(a)	5,61	2,63	0,44	-7,09	1,15
	<i>Moneda de origen</i>	2,39	1,37	-0,19	-2,20	1,38
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	3,21	1,26	0,64	-4,88	-0,23
	Acciones	0,35	1,12	5,40	1,22	8,27
	Retorno total (USD)	5,23	2,52	0,80	-6,45	1,74
	Retorno total (CLP)	0,68	0,50	0,44	-5,20	-3,92
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	6,86	3,58	0,68	-8,79	1,64
	Bonos indexados a inflación	4,71	1,59	3,28	-5,20	4,16
	Bonos corporativos	4,75	2,03	1,93	-4,25	4,31
	Acciones	0,37	1,14	5,39	1,22	8,29
	Retorno total (USD)	5,15	2,59	2,06	-5,75	3,76
	Retorno total (CLP)	0,59	0,58	1,70	-4,51	-1,90

(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 2016, el peso chileno se apreció respecto al dólar, lo que explica las menores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron -3,92% en el FEES y -1,90% en 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, sobretudo 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 aumento¹. 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 2016 fue de 2,24% para el FEES y 3,20% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,45% para el FEES y 5,41% para el FRP.

En 2016, las rentabilidades obtenidas por ambos fondos fueron 3 puntos base más altas que las de sus comparadores referenciales, mientras que desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -7 puntos base y -30 puntos base, respectivamente¹³.

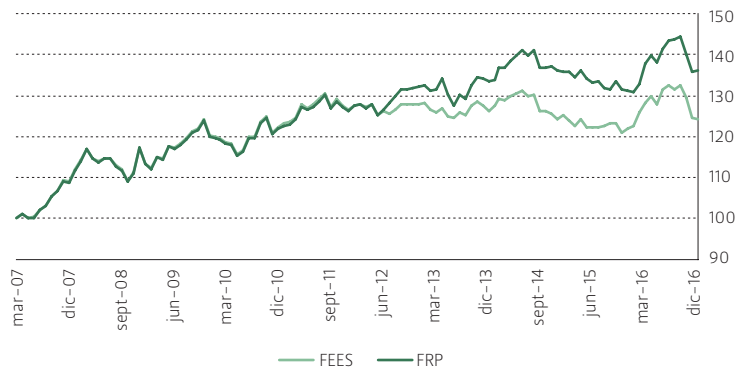
El *Gráfico 22* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 24,1% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2016, mientras que para el FRP el aumento fue de 36,0% durante el mismo período. En el gráfico es posible observar 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 activo que fueron incorporadas al FRP a comienzos de 2012, en especial acciones y bonos corporativos, que han experimentado retornos anualizados cercanos a 9,6% y 2,9%, respectivamente¹⁴.

13 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el periodo completo 2007 – 2016.

14 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 15% en el FRP.

GRÁFICO 22

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

CAPÍTULO 3

Actividades y
recomendaciones del
Comité Financiero

A. Estudio de la política de inversión del FRP

El Comité Financiero estuvo involucrado en diversas actividades relacionadas al estudio de la política de inversión del FRP que comenzó a realizarse durante el último trimestre de 2016. Entre ellas destacan su participación en el proceso de selección del consultor al que se le encargaría dicho estudio, la discusión y recomendación acerca del universo de clases de activos elegibles y la revisión del primer informe del estudio.

Proceso de selección del consultor

El Comité Financiero recomendó en 2015 la contratación de un consultor internacional para revisar la política de inversión de largo plazo del FRP, teniendo en cuenta que los principales elementos de la política vigente habían sido definidos a fines de 2007¹⁵.

Para lo anterior, el Ministerio de Hacienda llevó a cabo un proceso de selección que involucró el envío de una solicitud de propuestas, previamente aprobado por el Comité, a once firmas: AON Hewitt Investment Consulting, Callan Associates, Meketa Investment Group, Mercer Investment Consulting, Wilshire, NEPC, R.V. Kuhns, Russell Investments, Segal Rogerscasey, Willis Towers Watson, y Pension Consulting Alliance. De las empresas invitadas, las cinco primeras manifestaron interés y presentaron propuestas (véase *Recuadro 5*). Las respuestas recibidas fueron evaluadas por el Ministerio de Hacienda considerando aspectos como su experiencia, enfoque metodológico, disposición a entregar un modelo financiero, calidad de la propuesta y honorarios. El proceso se dio por finalizado a comienzos de julio, determinándose que la propuesta hecha por Mercer Investment Consulting era la que mejor respondía a las necesidades del estudio. El Comité Financiero estuvo de acuerdo con el resultado del proceso de selección realizado por el Ministerio de Hacienda.

RECUADRO 5: Principales entregables del estudio de la política de inversión del FRP

Mercer Investment Consulting (Mercer) realizará el estudio en distintas etapas, en plazos previamente definidos por el Ministerio de Hacienda. En las primeras tres etapas, la empresa consultora elaborará un informe cuyo contenido, conclusiones y recomendaciones será presentado por el equipo consultor directamente al Comité Financiero, previo análisis del Ministerio de Hacienda.

El informe asociado a la primera etapa fue entregado y discutido por el Comité Financiero y el Ministerio de Hacienda en la reunión de diciembre de 2016. Este incluyó una descripción general de la experiencia de otros fondos internacionales con características similares al FRP, una discusión y recomendación acerca de cómo se podría definir el objetivo de inversión del fondo y las clases de activo que serían consideradas en el estudio. Adicionalmente, se describió el marco teórico que utilizaría Mercer para definir la composición estratégica de activos en la siguiente etapa.

En la segunda etapa, a concretarse durante el primer trimestre de 2017, Mercer entregará un segundo informe que incluirá recomendaciones para la composición estratégica de activos del FRP en función de distintas tolerancias e indicadores

15 Para información adicional ver Informe Anual Comité Financiero 2007.

de riesgo. Además contendrá simulaciones del comportamiento de los portafolios recomendados, consideraciones para la construcción del portafolio¹ y un borrador de la declaración de política de inversión del fondo (investment policy statement).

En la tercera etapa, el consultor elaborará un informe final que incorporará los contenidos de los primeros dos informes, y los comentarios recibidos tanto del Ministerio de Hacienda como del Comité Financiero. El informe final debería entregarse durante el segundo trimestre de 2017.

Finalmente, Mercer capacitará al equipo del Ministerio de Hacienda sobre el marco teórico y entregará una versión simplificada de su modelo, de manera que el Ministerio pueda realizar análisis y actualizaciones a futuro. Esta actividad debiera también ser realizada durante el segundo trimestre de 2017.

Una vez finalizado el estudio, el Comité evaluará las propuestas de Mercer y decidirá si es aconsejable recomendar al Ministro de Hacienda cambios a la política de inversión del FRP.

¹ Por ejemplo, número de administradores que debiesen contratarse por clase de activo, uso de mandatos de inversión pasiva o activa, inclusión de prácticas de inversión responsable, entre otras.

Clases de activo del estudio del FRP

Previo al inicio del estudio de la política de inversión del FRP, el Comité Financiero analizó las principales características de las clases de activo típicamente utilizadas por otros inversionistas de largo plazo con el fin de proponer al consultor un conjunto de ellas en la realización del estudio. Para lo anterior, el Ministerio de Hacienda elaboró un documento describiendo las principales características tanto para clases de activo tradicionales como para inversiones alternativas. A partir de dicha información¹⁶, cada miembro del Comité Financiero sugirió qué clase de activo debería incorporarse en el estudio de la política de inversión del FRP. El Comité recomendó que los resultados de estas sugerencias fuesen compartidas con el consultor.

Revisión del primer informe del estudio

Mercer presentó al Comité Financiero el primer informe del estudio en la reunión de diciembre de 2016. Dicho informe incluía:

- Una descripción general de las principales características de otros inversionistas institucionales que servirían de referencia para el FRP. Se compararon diversos elementos como el tamaño del fondo, su composición estratégica de activos, la forma en que han definido sus objetivos de inversión, el porcentaje invertido domésticamente o en el extranjero, la distribución entre inversiones pasivas y activas, la incorporación de prácticas de inversión responsable, entre otros.
- Una recomendación sobre cómo podría definirse el objetivo de inversión del fondo, incluyendo su tolerancia al riesgo, y la moneda de referencia que debe utilizarse para medir su gestión.

¹⁶ Inversiones alternativas se refiere a la inversión en infraestructura, inmobiliaria, capital privado, *hedge funds*, materias primas, entre otros.

- Una descripción del marco teórico que sería utilizado para modelar las distintas clases de activo, proyectar los aportes y retiros hacia y desde el fondo, y obtener la composición estratégica de activos.

Tras la entrega del primer informe el Comité Financiero realizó las siguientes recomendaciones:

- a. Aceptó la recomendación de Mercer de definir un objetivo de inversión para el FRP asociado a un objetivo de retorno real en pesos.
- b. Recomendó que el análisis de composición estratégica de activos se realice en términos reales.
- c. Concordó con el universo de clases de activo a utilizar en el modelo de optimización recomendado por Mercer (acciones, bonos soberanos, bonos soberanos indexados a inflación, bonos corporativos, bonos high yield, mortgage backed securities de Agencias, fondos de infraestructura e inmobiliarios), pero solicitó que se provea información adicional sobre los vehículos de inversión, institucionalidad requerida y costos asociados para invertir en las clases de activo nuevas, en especial, en infraestructura y el sector inmobiliario.
- d. Recomendó que Mercer presente en sus propuestas portafolios que fuesen óptimos, desde el punto de vista de riesgo y retorno, y que entreguen información que permita entender los riesgos involucrados en cada una de ellas.
- e. Solicitó que Mercer realice un testeo de las rentabilidades que se obtendrían con la composición estratégica actual del FRP versus las conclusiones del estudio.

B. Expansión del programa de préstamo de valores

El Comité Financiero recomendó incluir los portafolios de acciones en el programa de préstamo de valores del FEES y FRP (véase *Recuadro 6*). El programa vigente involucra el préstamo de instrumentos de renta fija soberana denominados en dólares y euros, recibiendo como colateral instrumentos de una alta calidad crediticia en dichas monedas (instrumentos del Gobierno de EE.UU. o de agencias patrocinadas por él para préstamos en dólares, e instrumentos de Gobierno europeos con clasificación igual o superior AA- para préstamos en euros). La recomendación del Comité considera el préstamo de acciones aceptando el mismo tipo de colateral que se recibe por el préstamo de los instrumentos de renta fija soberana en dólares. Dicha recomendación se basó en un proceso de análisis de los potenciales riesgos y beneficios de incluir la cartera de acciones al programa y las distintas vías de implementación. Los resultados de dicho análisis mostraron que el programa de acciones era más rentable que el programa de renta fija actual. Con esto, la inclusión de acciones dentro del programa permitiría alcanzar un nivel de ingresos similar al que ofrece el programa de renta fija actual, prestando una menor proporción de la cartera y con ello reduciendo la exposición crediticia de la misma. Por otro lado, con el fin de evitar préstamos en proporciones significativas, el Comité recomendó adicionalmente establecer un porcentaje máximo de préstamo equivalente al 50% del valor de mercado de la cartera prestable para los portafolios de renta fija y acciones.

Cabe destacar que a la fecha de publicación de este informe esta recomendación aún no ha sido implementada puesto que se está trabajando en los mecanismos de control y monitoreo.

RECUADRO 6: Custodio de valores y programa de préstamo de valores

El custodio de valores es la institución responsable de salvaguardar los activos financieros de un inversionista. Su principal rol es cuidar y conservar los valores que le son confiados, teniendo la obligación de devolver los activos cuando el dueño de los recursos lo requiera. También está encargado de facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores relacionadas con las instrucciones de compra y venta que emanan del inversionista y de hacer efectivo todos los derechos que la tenencia de éstos confiere, tales como recaudar el pago de intereses o de dividendos. Además, puede representar al inversionista en las juntas de accionistas o de tenedores de bonos.

Por otra parte, muchos inversionistas utilizan los programas de préstamo de valores con el fin de maximizar la rentabilidad de sus recursos, un servicio típicamente ofrecido por los custodios. En un programa de préstamo de valores, el custodio, a nombre del dueño de dichos valores, presta a un tercero - la contraparte - los instrumentos que tiene bajo su custodia. Estos préstamos son habitualmente garantizados por la contraparte a través de la entrega de otros instrumentos financieros o de efectivo (colateral). Muchas veces existe, además, una segunda garantía por parte del propio custodio. Cuando se utilizan instrumentos financieros como garantía, la contraparte está obligada a pagar una comisión (fee) al dueño de los valores dados en préstamo, a través del custodio, y a devolverlos cuando le sea solicitado o al concluir el plazo del préstamo previamente acordado. Cuando la garantía es proporcionada en efectivo, el dueño de los valores dados en préstamo debe invertir, a través del custodio, el efectivo recibido en garantía para generar un ingreso y debe pagar un interés a la contraparte a cambio del efectivo que recibió como garantía. En ambos casos, el custodio recibe parte de las ganancias como compensación por administrar el programa.

En el caso de los fondos chilenos, el custodio es J.P. Morgan Chase Bank N.A., y en las operaciones de préstamo de valores solamente se aceptan en garantía instrumentos financieros de renta fija.

C. Revisión de la política de inversión del FEES

El Comité Financiero examinó la metodología utilizada en el estudio de la política de inversión del FEES realizado por el Profesor Eduardo Walker en 2011. Específicamente, el Comité analizó el marco teórico, sus principales conclusiones y los resultados de simulaciones adicionales que en esa oportunidad realizó el Ministerio de Hacienda, a petición del Comité. Cabe señalar que las modificaciones introducidas a la composición estratégica de activo del FEES en 2013 fueron realizadas en base a dicho estudio.

Adicionalmente, el Comité solicitó al Ministerio de Hacienda realizar una actualización del estudio de manera de evaluar si sus resultados se mantenían vigentes. El Comité concluyó que al extender la serie de datos hasta 2015¹⁷, utilizando el mismo modelo del estudio original, los resultados de ambos eran en gran parte coherentes.

El objetivo de esta revisión se enmarcó en la necesidad del Comité Financiero de que todos sus miembros estuviesen interiorizados con los fundamentos sobre los cuales se definieron las políticas de inversión de ambos fondos soberanos¹⁸.

17 El estudio original fue realizado con datos entre 1990 y 2009.

18 Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Villatoro F. (2016). "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>.

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, Juan Pablo Medina y Félix Villatoro.

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 estudio¹⁹.

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

- El FRP experimentará una trayectoria creciente en los próximos 20 años, ya que los aportes mínimos (0,2% del PIB de acuerdo a lo que establece la Ley de Responsabilidad Fiscal) son superiores a los retiros máximos permitidos para el FRP.
- Al evaluar la sostenibilidad del FRP, una vez que se ha alcanzado el límite de 900 millones de UF²⁰, se concluye que dicho tamaño sería suficiente para cubrir todas sus obligaciones en un periodo de 20 años, aunque no bastaría si se pretende mantener su valor real a perpetuidad.

El Comité recalcó la importancia de estos resultados debido a que indican que el FRP tendría un escaso movimiento 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 futuro²¹.

E. Evaluación sobre la incorporación de políticas de inversión responsable

A fines de 2016 el Comité Financiero examinó aspectos generales relacionados a la inversión responsable, que considera la inclusión de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por su sigla en inglés²²) en las decisiones de inversión. Específicamente, el Comité analizó la experiencia de otros fondos soberanos en la materia, evaluándose en particular las prácticas utilizadas por el Fondo de Pensiones de Noruega y de Nueva Zelanda. A su vez, revisó los estándares y principios internacionales comúnmente utilizados por inversionistas así como distintas alternativas de implementación que permiten integrar aspectos ESG en los procesos y estrategias de inversión. A partir de este análisis, el Comité solicitó a la Secretaría Técnica del Comité elaborar durante el primer trimestre de 2017 una propuesta que contenga las posibilidades de implementación de prácticas de inversión responsable para los fondos soberanos chilenos.

19 Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Villatoro F. (2016). "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>.

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

21 Posteriormente a la realización de dicho estudio, se anunció un aumento de 10% en la pensión básica solidaria. Debido a lo anterior, Dipres actualizó las principales proyecciones del estudio de sustentabilidad del FRP concluyendo que "el FRP es sustentable incluso en escenarios adversos en el mediano plazo. Sólo si los supuestos de un escenario adverso fuesen verificados todos los años en el futuro, en el largo plazo (en un horizonte superior a 50 años de proyección) podría existir un riesgo para el FRP, que estaría supeditado a extraer la mayor cantidad de recursos posible". Fuente: Dirección de Presupuestos (2016). "Anexo Técnico-Estudio Actuarial del FRP - Estimación de la evolución del FRP con crecimiento del valor de la PBS en 10%".

22 Environmental, Social, and Governance.

F. Monitoreo de los administradores de los fondos

A comienzos de año, el Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh y Mellon Capital Management Corporation, 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 2015 y sus metodologías de inversión, y expuso adicionalmente acerca de la evaluación que realizó de los bancos custodios de las Reservas Internacionales. Este último punto con el objeto dar respuesta a las inquietudes del Ministerio de Hacienda y el Comité Financiero respecto de los riesgos asociados a los bancos custodios. Por su parte, Mellon Capital Management Corporation realizó también una revisión de los principales eventos de mercado en 2015, la composición y el desempeño de sus portafolios, estrategias de inversión y algunas tendencias de inversión de inversionistas institucionales. Ambas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

G. Política de rebalanceo de los fondos

Las pautas de inversión del FEES y el FRP indican que cada fondo debe ser rebalanceado para converger a su composición estratégica si el porcentaje de alguna clase de activo sobrepasa los rangos de desviación permitidos (véanse *Recuadros 2 y 3*). No obstante, esta regla no establece el momento exacto en que se debe realizar dicho rebalanceo una vez sobrepasado algún límite. Teniendo en cuenta lo anterior, el Comité Financiero recomendó que en cada fondo se realice el rebalanceo si una clase de activo supera por 3 días hábiles consecutivos su rango de desviación permitido. Una vez gatillada la orden de rebalanceo, éste se debe realizar en el menor tiempo posible sujeto a las restricciones operacionales que se deban considerar.

ANEXO RESUMEN DE REUNIONES EN 2016

REUNIÓN 1 | 14 DE ENERO

En su primera sesión del año, el Comité concluyó la serie de reuniones que realizan anualmente con los administradores responsables de la inversión de ambos fondos. En esta ocasión se contó con la visita del BCCh y de Mellon Capital Management Corporation. El BCCh detalló sus procesos de inversión, la composición de sus portafolios y su desempeño en 2015, y además expuso sobre una evaluación de custodios que realizó en el contexto de su gestión de las Reservas Internacionales debido a que sus conclusiones eran aplicables a los fondos soberanos. Por su parte, Mellon Capital Management Corporation describió los principales aspectos de la compañía, presentó sus equipos y procesos de inversión, el desempeño de los portafolios que gestiona, un análisis de atribución de sus resultados y una breve revisión de mercados. Adicionalmente, expuso sobre algunas nuevas tendencias de inversión. Los miembros del Comité agradecieron la presentación de ambos administradores y manifestaron su satisfacción con la gestión realizada por dichas entidades. Posteriormente, el Comité discutió acerca de los términos de referencia que formarían parte de la solicitud de propuesta elaborada por el Ministerio para la contratación de un consultor internacional que revisaría la política de inversión del FRP. También se revisaron brevemente algunos aspectos relacionados a la expansión del programa de préstamo de valores a acciones y al contenido del Informe Anual del Comité Financiero para 2015.

REUNIÓN 3 | 2 DE MAYO

En esta ocasión, el Comité analizó los resultados preliminares del estudio de sustentabilidad del FRP que, de acuerdo a la legislación vigente, debe ser encargado cada tres años. El equipo consultor responsable de realizar el estudio estuvo compuesto por Pablo Castañeda, Rubén Castro, Eduardo Fajnzylber, Juan Pablo Medina y Félix Villatoro, y fue seleccionado por la Dirección de Presupuestos a través de un proceso de selección llevado a cabo a fines de 2015. El equipo consultor presentó al Comité diversas trayectorias de largo plazo para el FRP así como los principales supuestos, escenarios y modelos que respaldaban dichas proyecciones. En esta oportunidad los miembros del Comité hicieron consultas sobre los supuestos

REUNIÓN 2 | 7 DE MARZO

El Comité revisó el marco conceptual del estudio realizado por el Profesor Eduardo Walker sobre el cual se basaron las modificaciones incorporadas a la política de inversión del FEES en 2013. El objetivo de esta revisión se enmarcó en la necesidad de que todos los miembros de Comité estuviesen interiorizados con los fundamentos sobre los cuales se definieron las políticas de inversión de ambos fondos soberanos. Por otro lado, los miembros del Comité analizaron y discutieron las principales características del universo de clases de activo que típicamente son utilizadas por inversionistas de largo plazo y que eventualmente podrían ser consideradas como posible alternativa de inversión en el estudio que se encargaría a un consultor externo durante 2016 para la revisión de la política de inversión del FRP. El Comité discutió también sobre la existente política de rebalanceo de ambos fondos, recomendando realizar un rebalanceo del fondo si éste supera por tres días hábiles consecutivos sus rangos de desviación permitidos.

de ciertos escenarios y recomendaron algunas modificaciones. Después de intercambiar opiniones con el equipo consultor, el Comité agradeció la calidad del trabajo realizado y recalzó su importancia para la revisión de la política de inversión que el Ministerio de Hacienda realizaría para dicho fondo. Por otra parte, los miembros del Comité analizaron los resultados de una consulta interna en que cada uno expresó su opinión acerca de las clases de activo que deberían ser consideradas en el estudio de la política de inversión del FRP. El Comité recomendó entregar los resultados de esta consulta a la empresa que sería contratada para realizar dicho estudio.

REUNIÓN 4 | 6 DE JULIO

En esta sesión el Comité recomendó contratar a Mercer para que realice el estudio de la política de inversión del FRP, basándose en el proceso de selección llevado a cabo por la Unidad de Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda. Una vez finalizado dicho estudio, el Comité recomendaría al Ministro de Hacienda mantener o modificar la política de inversión vigente del fondo. Por otra parte, el Comité revisó también las conclusiones finales del estudio de sustentabilidad del FRP, las que serían utilizadas por Mercer en su análisis de la política de inversión de dicho fondo. Adicionalmente, el Comité recomendó expandir el programa de préstamo de valores de los fondos soberanos para incorporar el préstamo de acciones además de los instrumentos de renta fija soberana del programa vigente. A su vez, el Comité recomendó poner un límite al monto máximo que se puede prestar en el programa de préstamo de valores.

REUNIÓN 5 | 12 DE DICIEMBRE

El Comité recibió a la delegación de Mercer, encargada de realizar el estudio de la política de inversión del FRP, quien presentó su primer informe. Este incluyó una descripción de la experiencia de otros fondos a nivel internacional con características similares al FRP, distintos enfoques para definir el objetivo de inversión del fondo y el marco teórico a utilizar para recomendar la composición estratégica de activos para el FRP. El Comité estuvo de acuerdo con las principales recomendaciones de Mercer. Por otro lado, el Comité revisó los aspectos generales y la experiencia internacional en torno a las inversiones que incluyen aspectos Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG por sus siglas en inglés), también llamada inversión responsable. Tras esto, el Comité solicitó al Ministerio de Hacienda realizar una propuesta formal en marzo de 2017 sobre cómo podrían aplicarse estos aspectos en los fondos soberanos chilenos. Por último, se revisó una actualización del estudio "Un asset allocation para el FEES" de Eduardo Walker realizada por el Ministerio observándose que las principales conclusiones del estudio no se ven alteradas significativamente al utilizar datos más actualizados.

Referencias bibliográficas

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

Glosario

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

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

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

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

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

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

Bonos corporativos — bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

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

Bonos indizados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

Credit Default Swaps (CDS) — instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del in-

cumplimiento 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 Depositary Receipts (GDRs) — título físico transado en más de un país emitido por un banco representando un número específico de acciones de una com-

pañía 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.

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.

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.

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.

Diseño:
Luis E. Silva

Edición:
Departamento de Comunicaciones Ministerio de Hacienda

© Todos los derechos reservados

