



2015

INFORME ANUAL
COMITÉ FINANCIERO

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

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2015.

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

Registro de Propiedad Intelectual N° 264093
ISSN: 0718 - 5790

Abril de 2016, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados



2015

INFORME ANUAL
COMITÉ FINANCIERO

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

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	30
C. Rentabilidad	31
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	34
A. Modificaciones a las pautas de inversión del FEES y FRP	35
B. Políticas de inversión de otros fondos soberanos y su gestión activa	36
C. Proceso de revisión de la política de inversión en otros inversionistas institucionales	37
D. Revisión de la política de inversión del FRP	37
E. Contratación de Strategic Investment Solutions	38
F. Monitoreo de los administradores de los fondos soberanos	39
Anexo: Resumen de reuniones en 2015	40
Referencias bibliográficas	42
Glosario	43

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 noveno preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2015.

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 2015 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 22.078 millones, correspondiendo US\$ 13.966 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 8.112 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -1,78% para el FEES y de -3,62% para el FRP, mientras que en pesos fue de 14,68% y 12,84%, 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 indexados a inflación y 7,5% en acciones, en tanto que para el FRP era 48% en bonos soberanos, 17% en bonos soberanos indexados 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 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 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.



Consejero Eduardo Walker Hitschfeld

Ph.D. en Finanzas, Haas Business School, de la Universidad de California en Berkeley e Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es Profesor Titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, consultor internacional y director de empresas. Ha sido Profesor Asociado Visitante en el departamento de finanzas de McCombs School of Business, en la Universidad de Texas, Austin, Gerente de Estudios de AFP Habitat, miembro del Comité de Mercado de Capitales, de la Comisión Clasificadora de Riesgo y del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Se incorporó al Comité en enero de 2007.

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, del precio del cobre y de otros factores secundarios sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y 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.

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.

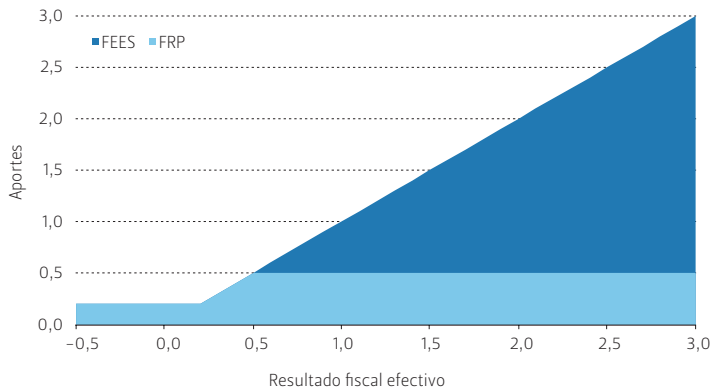
2 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); 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); y Velasco y Parrado (2012).

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.

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

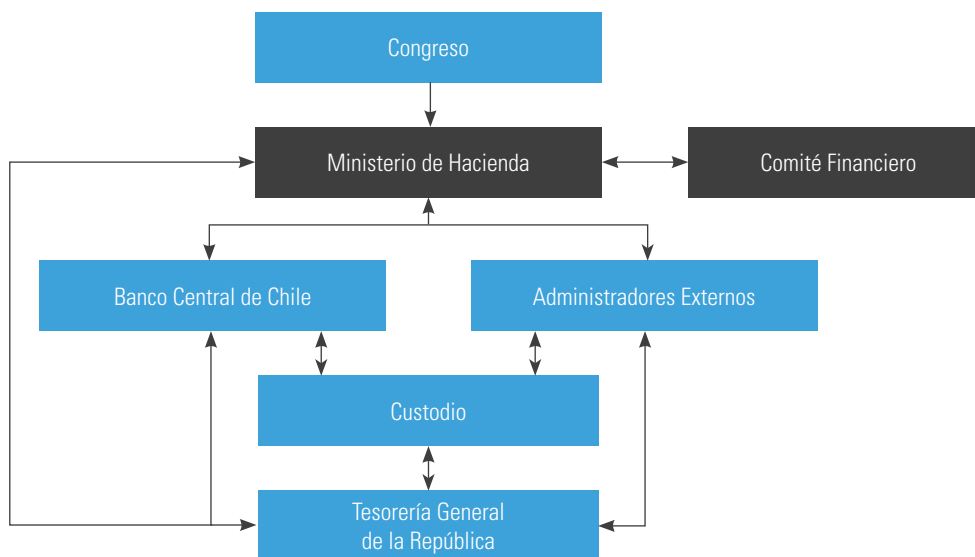
4 La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

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 la inversión del 35% de la cartera del FRP a partir de 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 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.

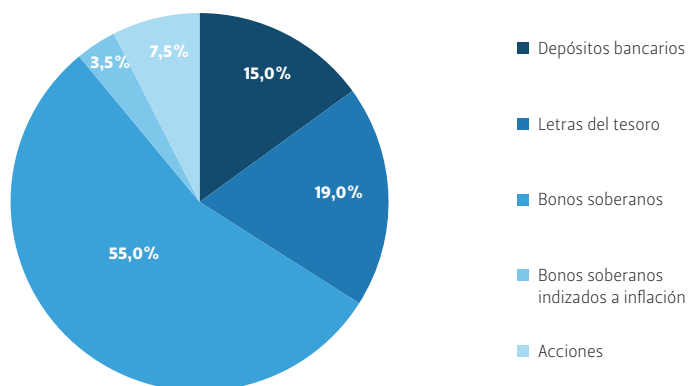
Fondo de Estabilización Económica y Social

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
(porcentaje 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 miembro del Comité Sr. 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 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 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 de la composición estratégica de activos.

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 al 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>.

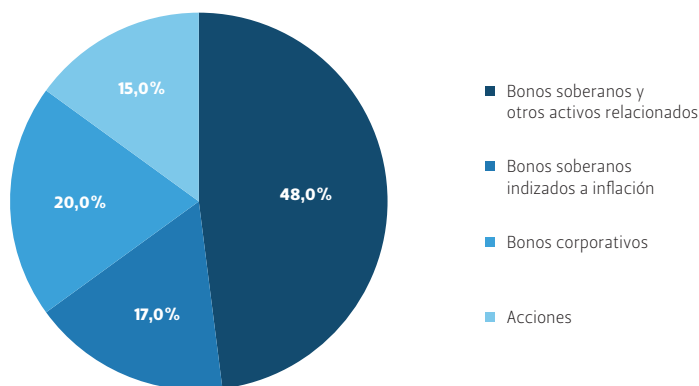
Fondo de Reserva de Pensiones

El principal objetivo de inversión del FRP es generar recursos que permitan financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones. Con este fin se ha definido el objetivo 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 vigente del FRP
(porcentaje 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 principal objetivo de inversión del FRP es generar recursos que permitan financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones. Para esto, se ha definido el objetivo específico de maximizar el retorno esperado, sujeto a una tolerancia al riesgo 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 (unhedged)
		Barclays Capital Global Aggregate: Government-Related (unhedged)
Bonos soberanos indizados a inflación	17	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos corporativos	20	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged 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 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. 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

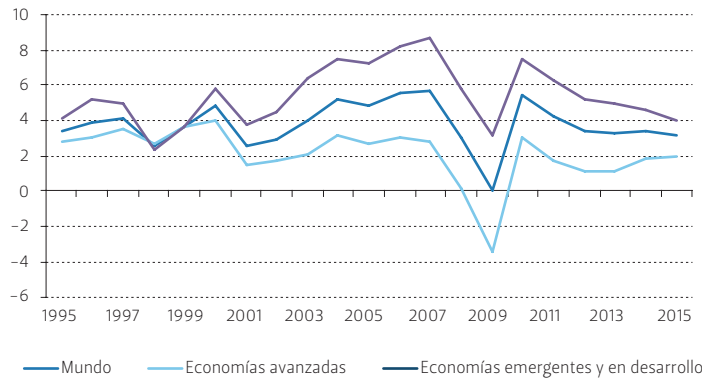
Estado de los
fondos soberanos

A. Análisis de mercado

Durante 2015 el crecimiento mundial fue moderado y dispar entre las economías avanzadas, y las emergentes y en desarrollo (véase *Gráfico 4*). Las estimaciones muestran que el crecimiento del PIB para los países de ingresos bajos y medios se situó en torno al 4%⁸ para 2015 continuando la tendencia a la baja observada a partir de 2011. Por su parte, el crecimiento esperado para las economías avanzadas es de 2%⁹ aproximadamente. Dentro de este grupo se espera que el crecimiento de EE.UU., la Zona Euro y Japón sea mayor que el observado durante 2014 (véase *Gráfico 5*).

GRÁFICO 4

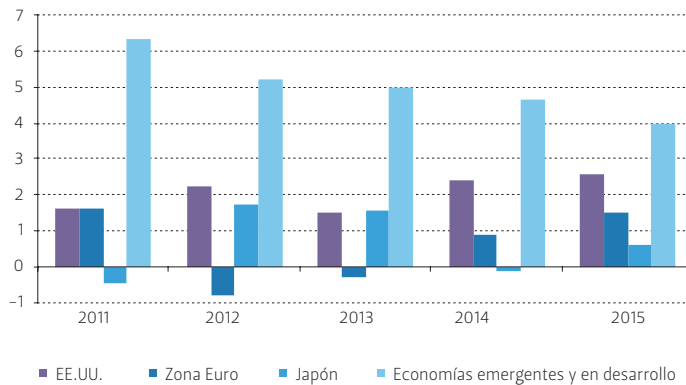
Evolución crecimiento PIB, 1995 – 2015
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 5

Crecimiento del PIB de economías seleccionadas, 2011 - 2015
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

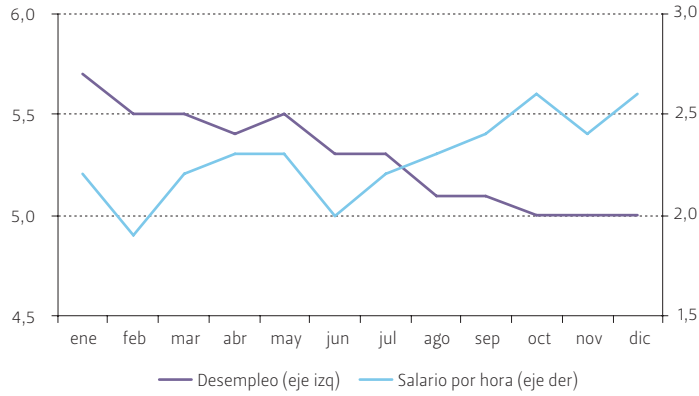
8 Estimación del Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, octubre 2015).

9 Estimación del Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, octubre 2015).

La economía de EE.UU. habría crecido 2,5%¹⁰ en 2015, donde destaca el crecimiento experimentado en el segundo trimestre del año (3,9%). A su vez, el nivel de desempleo disminuyó, llegando a 5%, y el salario por hora aumentó en relación a los valores registrados a inicios de año (véase *Gráfico 6*). La inflación subyacente se mantuvo relativamente cerca del objetivo de 2% que ha definido el Sistema de la Reserva Federal (FED), aunque aumentó levemente en el último trimestre (véase *Gráfico 7*). En este contexto, el FED decidió aumentar la tasa de interés de referencia en 25 puntos base en su reunión de diciembre y con ello iniciar la normalización de su política monetaria.

GRÁFICO 6

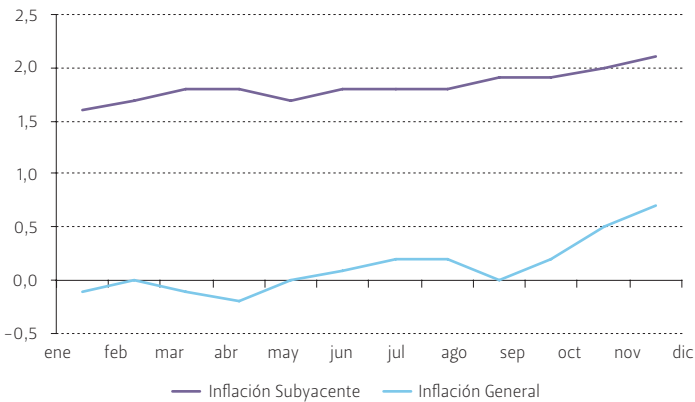
Evolución de tasa de desempleo y crecimiento de salarios en EE.UU. en 2015 (izq. en porcentaje), (der. variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 7

Evolución del Índice de Precios al Consumidor en EE.UU. en 2015 (variación año a año, en porcentaje)



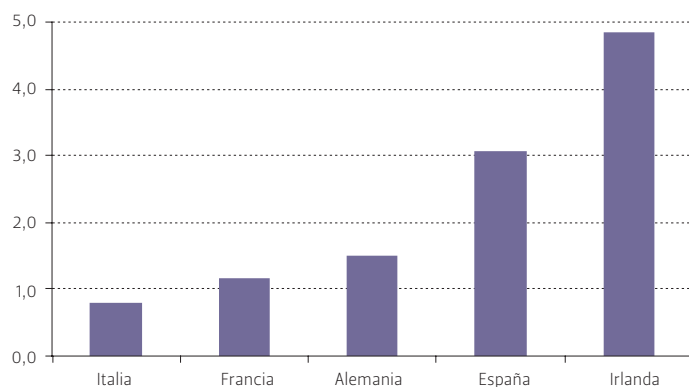
FUENTE: Bloomberg

10 Estimación del Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, octubre 2015).

Por otra parte, la Zona Euro habría crecido 1,5% en el año. El PIB de Alemania y Francia, las economías de mayor tamaño dentro de la Zona Euro, habría aumentado durante el año 1,5% y 1,2%, respectivamente, mientras que el PIB de Italia, España e Irlanda lo habría hecho en 0,8%, 1,2% y 4,8%, respectivamente¹¹ (véase *Gráfico 8*). La inflación estuvo por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) lo que motivó la prolongación del programa de *Quantitative Easing* hasta que la inflación recupere la senda esperada (véase *Gráfico 9*)¹².

GRÁFICO 8

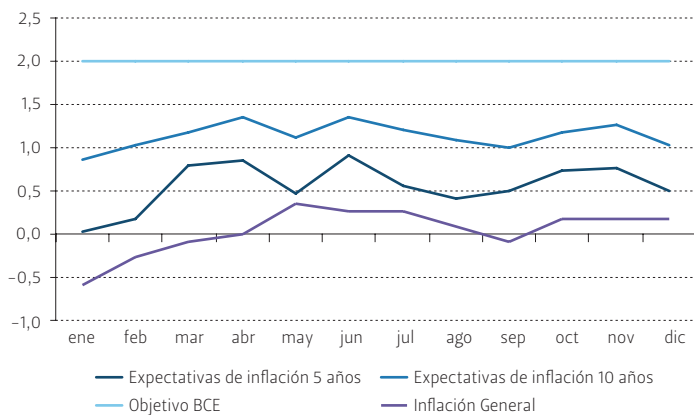
Crecimiento PIB de países seleccionados de la Zona Euro en 2015
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 9

Expectativas de inflación *breakeven* (Alemania) e inflación efectiva para Zona Euro¹³ (variación año a año), 2015.
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg, Banco Central Europeo, Eurostat.

11 Todas las cifras de crecimiento de la Zona Euro y sus países son en base a estimación del Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, octubre 2015).

12 En enero de 2015 el Presidente del BCE anunció la expansión del programa de compra activos para incluir deuda emitida por administraciones centrales de la zona euro, agencias e instituciones europeas. Las compras mensuales tienen un tope de 60 mil millones de euros y se prolongarán hasta marzo de 2017 o bien hasta que el índice de precios retorne a niveles en torno a la meta inflacionaria.

13 La inflación reportada es la Harmonised Index of Consumer Prices reportada por Eurostat.

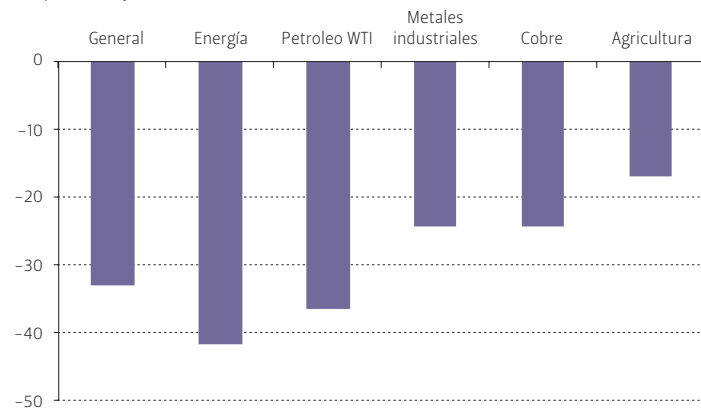
Japón, en tanto, habría crecido 0,6%¹⁴ durante 2015, explicado en parte por una menor demanda externa, principalmente de China, y por las dificultades que ha enfrentado la autoridad para implementar las reformas estructurales impulsadas durante 2014. Por otra parte, a fines de 2015, el Banco de Japón anunció un nuevo programa de 300 mil millones de yenes para comprar ETFs de empresas orientadas a la inversión de capital físico y humano. A su vez, la autoridad mantuvo la tasa de política monetaria, reafirmó su compromiso con la inflación meta de 2% y con el incremento de la base monetaria en 80 billones de yenes al año.

El crecimiento en China fue de 6,9% en el año. El dato se encuentra en línea con el objetivo de la autoridad, quien había fijado la meta de crecimiento anual en 7%. A su vez, esta cifra se enmarca en los esfuerzos impuestos por los gobernantes chinos para orientar la economía hacia un crecimiento basado en el consumo interno y los servicios, a fin de reemplazar el modelo de crecimiento anterior asentado en el comercio exterior y la inversión.

En cuanto a los *commodities*, su evolución se vió negativamente marcada por la incertidumbre acerca del ritmo de desaceleración de China (véase *Gráfico 10*), lo cual tuvo un efecto depreciativo en las monedas de los países exportadores de dichos productos. En este contexto, el dólar de EE.UU. se fortaleció respecto de la mayoría de las monedas del mundo, en especial de las economías emergentes (véase *Gráfico 11*).

GRÁFICO 10

Rendimiento de índices de *commodities* de Standard & Poor's, petróleo WTI y cobre en 2015 (en porcentaje)

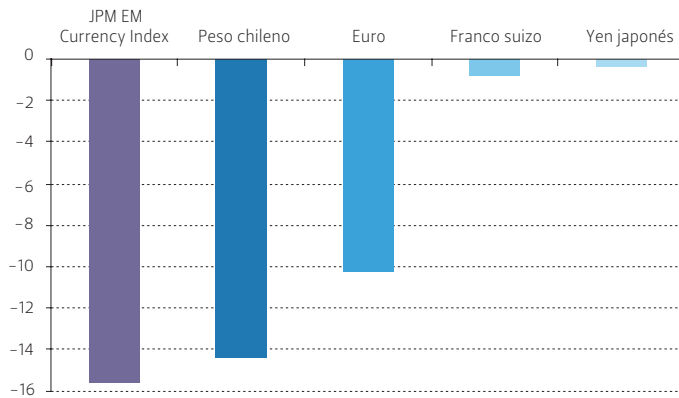


FUENTE: Bloomberg

14 Estimación del Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, octubre 2015).

GRÁFICO 11

Variación del valor de monedas seleccionadas en relación al dólar durante el año 2015¹⁵
(en porcentaje)

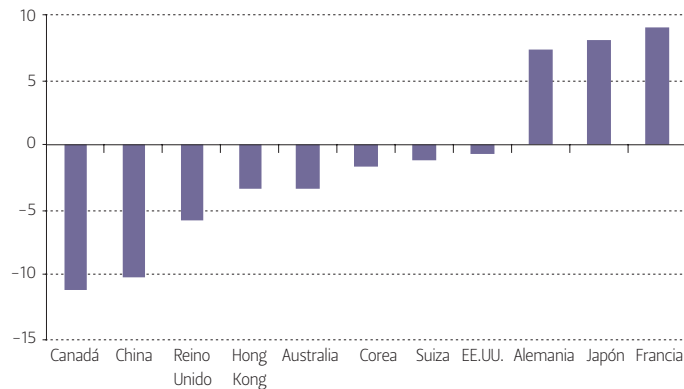


FUENTE: Bloomberg

En relación a los mercados financieros, durante 2015 se observaron importantes caídas en diversos índices accionarios. Para la muestra seleccionada (véase Gráfico 12), los mercados bursátiles con el peor desempeño durante el periodo fueron Canadá y China cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de -11,1% y -10,1% respectivamente. Por el contrario, los índices que tuvieron el mejor rendimiento, en moneda de origen, fueron los de Japón y Francia con 8,1% y 8,9%, respectivamente.

GRÁFICO 12

Rendimiento índices accionarios de MSCI en 2015
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



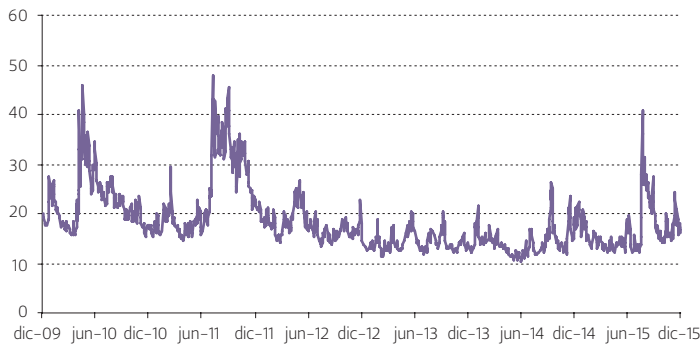
FUENTE: Barclay's

15 El J.P Morgan EM Currency Index es un índice transable que incorpora 10 monedas de mercados emergentes con respecto al dólar.

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 2015 una mayor dispersión en relación al año anterior. El índice alcanzó su máximo en agosto cuando China impuso medidas cambiarias tendientes a devaluar el renminbi chino para fomentar la actividad productiva (véase *Gráfico 13*)¹⁶.

GRÁFICO 13

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2010 - 2015 (nivel)

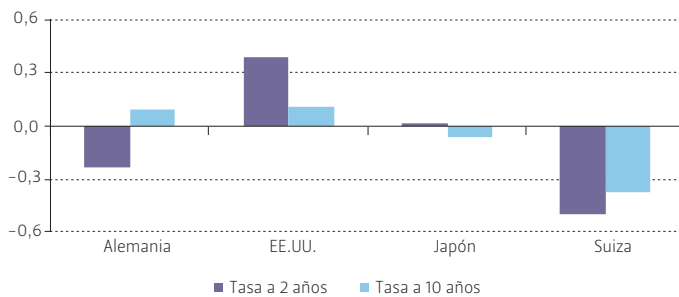


FUENTE: Bloomberg

Las tasas de interés soberanas a dos años de economías desarrolladas se incrementaron en EE.UU. y Japón y disminuyeron en Alemania y Suiza con respecto a 2014. Del mismo modo, las tasas a diez años, aumentaron en Alemania y EE.UU. mientras que decrecieron para Japón y Suiza (véase *Gráfico 14*). Analizando el mercado corporativo por sectores en 2015, se observó un aumento generalizado en los *spreads* en relación al año anterior. En particular destaca el incremento observado para las empresas del sector industrial, el cual se vió particularmente influenciado por el considerable aumento de los *spreads* en el subsector de energía (véase *Gráfico 15*)¹⁷.

GRÁFICO 14

Tasa interna de retorno (TIR) a 2 y 10 años de bonos de países seleccionados, 2015 (en porcentaje)



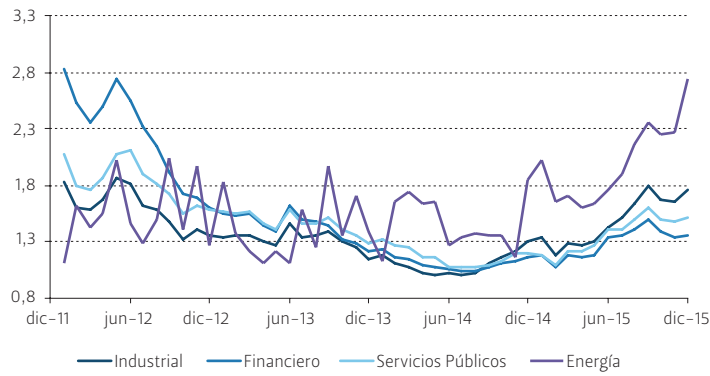
FUENTE: Bloomberg

16 Durante el mes de agosto, China efectuó una serie de devaluaciones de su moneda para fomentar las exportaciones y con ello el ritmo de crecimiento económico. Estas significaron el uso de 113,7 miles de millones de dólares en operaciones de venta de la divisa china. Bajo el mismo objetivo, el Banco Central de China redujo las tasas de préstamos y depósitos a corto plazo en 25 puntos base a 4,6% y 1,75% respectivamente. Producto de la política de intervención cambiaria, la moneda off-shore se depreció 2,7% durante agosto.

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

GRÁFICO 15

Spreads corporativos por industria, 2012-2015
(en porcentaje)

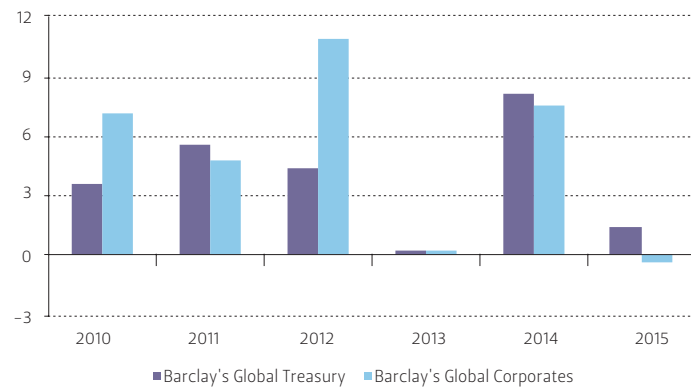


FUENTE: Banco Mundial

En este escenario, los rendimientos en moneda de origen de los bonos soberanos experimentaron retornos positivos en el año, principalmente por el comportamiento de EE.UU. y Japón, mientras que los rendimientos de los bonos corporativos, también en moneda de origen, presentaron retornos levemente negativos (véase Gráfico 16).

GRÁFICO 16

Retorno índices Global Treasuries y Global Corporates Hedged de Barclays, 2010 - 2015
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



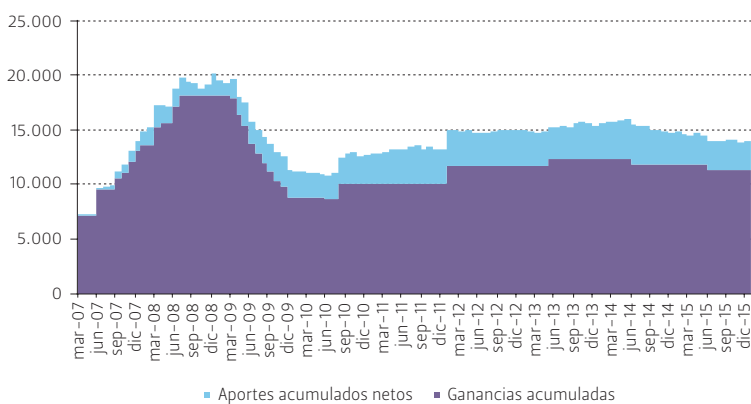
FUENTE: Barclays

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2015 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 13.996 millones y US\$ 8.112 millones, respectivamente, comparado con US\$ 14.689 millones del FEES y US\$ 7.944 millones del FRP al término de 2014. La variación en el valor del FEES se debió a un retiro por US\$ 464 millones, efectuado para financiar el aporte anual al FRP, y a pérdidas netas de las inversiones por US\$ 259 millones (véase *Gráfico 17*). Por su parte, la variación en el FRP fue el resultado del aporte antes mencionado, por US\$ 464 millones, y de pérdidas netas por US\$ 295 millones (véase *Gráfico 18*).

GRÁFICO 17

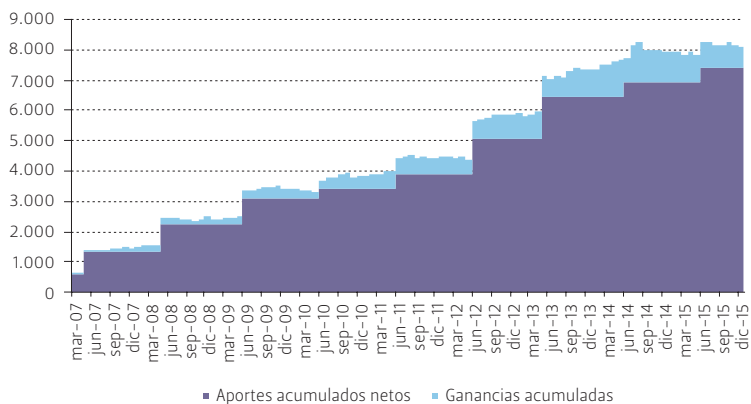
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2015 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

GRÁFICO 18

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2015 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

C. Rentabilidad

1. Aspectos conceptuales

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 los fondos.

En el caso del FEES, dado que la fracción mayoritaria del fondo está invertida en instrumentos de renta fija, los factores que tienen un mayor impacto en la rentabilidad total del portafolio son el nivel y las variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias¹⁸. La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés, que tiende a ser estable en su moneda de origen. A su vez, la rentabilidad de los instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo depende principalmente del nivel y de los movimientos de las tasas de interés en el país donde se invierte. Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado de los bonos mientras que una disminución de éstas lo incrementa. Por otro lado, la rentabilidad del fondo también depende de los movimientos de las paridades cambiarias con respecto a la moneda elegida para medir su desempeño. Por ejemplo, para ambos fondos se presenta su retorno en dólares, por tanto el valor de las inversiones denominadas en una moneda distinta a esta va a aumentar (o disminuir) como consecuencia de una apreciación (o depreciación) de cada una de esas monedas con respecto al dólar estadounidense. En este caso, dada la composición por moneda del portafolio de renta fija del FEES, los principales países que influyen en la rentabilidad del fondo son EE.UU., Alemania, Japón y Suiza. Por otra parte, para la fracción accionaria del FEES la rentabilidad dependerá en gran parte de la percepción del mercado de la capacidad de generación de ingresos de las empresas en las distintas industrias donde participan y del riesgo asociado a cada una de ellas, así como también de las condiciones financieras del mercado.

En el FRP existen factores adicionales a los del FEES que afectan su rentabilidad. Esto se debe a que su portafolio es más complejo debido a la inclusión de un mayor número de emisores, monedas y tipo de instrumentos financieros. Para la clase de activo “deuda soberana”, los factores son similares a los del FEES, pero para un conjunto mayor de países. Su rentabilidad depende en gran parte de las tasas de interés de los países en los cuales se invierte y de las correspondientes paridades cambiarias. Sin embargo, dado que este fondo no solamente invierte en instrumentos estatales de los países con mínimo riesgo de crédito, está expuesto a la evolución crediticia de la mayor cantidad de emisores soberanos del portafolio¹⁹. Por ejemplo, un aumento del riesgo crediticio de un instrumento soberano, en general estará asociado a una mayor tasa de interés exigida al instrumento y a una disminución de su valor de mercado. Por otra parte, en el caso de los bonos corporativos, además de las de tasas de interés soberanas y paridades cambiarias, sus precios dependen de la evolución del *spread* o diferencia entre la tasa de interés del instrumento de deuda y el nivel de tasas de interés de los bonos soberanos de sus respectivos países. Así, un aumento (o disminución) del *spread* de un bono corporativo se asocia a una disminución (o aumento) del valor del bono. En el caso de las acciones, los factores son los mismos a los ya antes mencionados para el FEES.

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

19 A diferencia del FEES, que incluye principalmente instrumentos de deuda soberana emitidos por los gobiernos de EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, el portafolio soberano del FRP incluye instrumentos de deuda emitidos por un gran número de países, además de agencias públicas y semipúblicas, empresas estatales, municipalidades, instituciones financieras multilaterales, entre otros. La razón de esto es que el comparador referencial elegido para el fondo tiene por objetivo estar expuesto al mercado global de deuda soberana con grado de inversión (es decir, con clasificación de riesgo BBB-/Baa3 o superior).

2. Rentabilidad en 2015 y en el periodo 2007 - 2015

En el año 2015, la rentabilidad neta en dólares de los fondos (medida como la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo o Time-Weighted Rate of Return, TWR) fue de -1,78% en el FEES y de -3,62% para el FRP (véase Cuadro 1). Al medir la rentabilidad utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de -1,78% para el FEES y de -3,58% para el FRP.

En el FEES, el retorno negativo se explica principalmente por la rentabilidad del portafolio de renta fija, de -1,82%, y en menor parte por la rentabilidad de acciones, de -1,73%. Los resultados en renta fija estuvieron influenciados principalmente por el retorno de -2,88% producto de las variaciones cambiarias, principalmente por la depreciación del euro en relación al dólar, de 10,22%, y en menor medida a las depreciaciones del yen y franco suizo de 0,47% y 0,80%, respectivamente. Este efecto fue compensado en parte por el rendimiento de 1,07% producto de movimientos en las tasas de interés y ganancias por intereses devengados de los instrumentos incluidos en el portafolio. El retorno negativo del portafolio accionario se debió a los malos desempeños en dólares de los países que constituyen el índice, afectando principalmente las rentabilidades de EE.UU., -0,76%, el Reino Unido, -10,99%, y Canadá, -25,29%.

En el FRP, las rentabilidades se explica principalmente por los resultados negativos en todas las clases de activo. En renta fija los retornos fueron de -5,22%, -3,69% y -3,67% para los portafolios de bonos indizados a inflación, bonos soberanos y otros activos relacionados, y bonos corporativos, respectivamente. Al igual que en el FEES, los retornos de los portafolios de renta fija estuvieron muy influenciados por los movimientos cambiarios. Por su parte, y nuevamente al igual que el FEES, el portafolio accionario experimentó una rentabilidad de -1,98%.

CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2015
(en porcentaje)

Fondo	Componente	Trimestre				2015
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija ^(a)	-1,69	-0,26	1,49	-1,34	-1,82
	<i>Moneda de origen</i>	1,12	-1,16	1,33	-0,32	1,07
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	-2,82	0,90	0,16	-1,01	-2,88
	Acciones	2,39	0,76	-9,32	5,03	-1,73
	Retorno total (USD)	-1,37	-0,18	0,69	-0,91	-1,78
	Retorno total (CLP)	1,84	1,05	11,74	-0,53	14,68
FRP	Bonos soberanos y otros activos relacionados	-2,26	-1,65	1,12	-0,91	-3,69
	Bonos indizados a inflación	-1,57	0,24	-1,37	-2,62	-5,22
	Bonos corporativos	-1,17	-1,63	-0,10	-0,81	-3,67
	Acciones	2,38	0,50	-9,32	5,06	-1,98
	Retorno total (USD)	-1,21	-0,98	-1,10	-0,37	-3,62
	Retorno total (CLP)	2,00	0,25	9,95	0,01	12,84

(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 las 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 en períodos de depreciación del peso y viceversa. Así, durante 2015, año en el cual el peso registró una depreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de 14,68% para el FEES y 12,84% para el FRP.

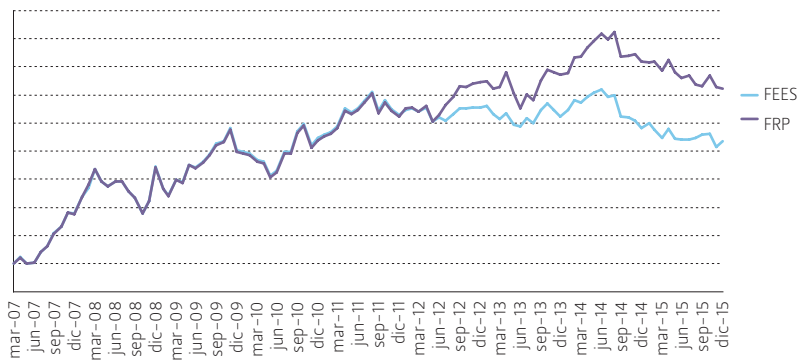
Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2015 fue de 2,28% para el FEES y 3,14% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 5,42% para el FEES y 6,28% para el FRP.

En 2015, la rentabilidad obtenida por ambos fondos estuvo por debajo de la de sus comparadores referenciales, en 3 puntos base en el caso del FEES y 19 puntos base en el caso del FRP. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -9 puntos base y -34 puntos base, respectivamente^{20, 21}.

El *Gráfico 19* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó de 100 al 31 de marzo de 2007 a 121,9 a fines de 2015, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 131,1 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.

GRÁFICO 19

Índice de rentabilidad acumulada en dólares del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, abril 2007 - diciembre 2015
(31 de marzo 2007 = 100)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

20 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 – 2015.

21 Sin considerar el periodo de *wavier* (durante el cual se formó la cartera de inversiones) tanto para el caso de FEES como el caso de FRP.

CAPÍTULO 3

Actividades y
recomendaciones del
Comité Financiero

A. Modificación a las pautas de inversión del FEES y FRP

A partir de las sugerencias tanto de los administradores externos de los fondos como del BCCh, el Comité Financiero analizó una serie de posibles modificaciones a las directrices de inversión del FEES y FRP, con el fin de otorgar mayor flexibilidad a los administradores a la hora de invertir los recursos de los fondos. Dentro de los cambios aprobados destacan:

Inversiones en instituciones financieras en el portafolio gestionado por el BCCh del FRP

Se recomendó modificar los máximos de inversión permitidos en entidades financieras de la siguiente forma: se podrá invertir un máximo de 1% del portafolio gestionado por el BCCh en bancos con rating mínimo de AA- y de 0,5% para bancos con rating mínimo de A- . Este límite se aplicaría a la exposición agregada del efectivo depositado en un banco y a transacciones *forwards* con la misma entidad. Además, se aprobó la incorporación de depósitos a plazo con límite máximo de 15 días dentro de los instrumentos elegibles para efectivo en moneda extranjera.

Portafolio de renta fija soberana y corporativa en el FRP

Para ambos portafolios se sugirió permitir invertir en instrumentos no incluidos en el comparador referencial que se diferencien a otros incluidos en él o a otros que serán incluidos en él a cierre de mes, solamente en que tales instrumentos fueron emitidos bajo distintas reglas regulatorias²².

A su vez se recomendó para ambos portafolios permitir la inversión en reaperturas de instrumentos, siempre y cuando, en el prospecto de dicha reapertura se indique que su número de registro (ISIN) será homologado a un instrumento ya incluido en el comparador referencial. Se sugirió permitir invertir en estos instrumentos durante el tiempo que sea necesario para su homologación. Si el instrumento no se homologa de acuerdo a lo esperado, el administrador externo dispondrá de un plazo predeterminado para vender dicho instrumento²³.

Para el portafolio de bonos corporativos se aprobó aumentar el porcentaje máximo de exposición a bonos corporativos con categoría BBB+, BBB y BBB- de 45% a 50%.

Instituciones supranacionales, agencias y entidades elegibles con garantía estatal explícita en el FEES

Se propuso ampliar la elegibilidad de instrumentos para la clase de activo letras del tesoro y bonos soberanos incorporando instrumentos emitidos por instituciones supranacionales, agencias y entidades elegibles con garantía estatal explícita, respetando los plazos y monedas de la composición estratégica del FEES. Para los emisores se utilizarán los criterios de elegibilidad que utiliza el BCCh para la inversión de las reservas internacionales. Para los instrumentos de estos emisores con una madurez remanente menor a un año se podrá invertir hasta un máximo de 3,5% (expresado como porcentaje del portafolio total) en instrumentos denominados en EUR y 3,0% en USD. Para los instrumentos con una madurez remanente entre uno y diez años se podrá invertir hasta 2,65% del portafolio total en instrumentos denominados en USD, 1,10% en EUR, 1,00% en JPY y 0,75% en CHF. Se recomendó no modificar los comparadores referenciales para las letras del tesoro y bonos soberanos. Por otra parte, para las entidades supranacionales, agencias y entidades con garantía estatal explícita solamente serán elegibles las letras y notas de descuento

22 Existen distintos tipos de reglas regulatorias que se aplican a los instrumentos de renta fija. Por ejemplo, los instrumentos emitidos bajo el marco regulatorio 144a son considerados como colocaciones privadas, no cuentan con registro en la Securities Exchange Commission (SEC), y son vendidos exclusivamente a Qualified Institutional Buyers. En este caso sus números de registro (ISIN) se encuentran incluidos, por lo general, en el comparador referencial. Por su parte, los instrumentos a los que se les aplica el marco regulatorio REGs, son emisiones en el exterior (*off shore*), desde el punto de vista de USA, se encuentran exentas de ser registradas en la SEC, y a pesar de ser instrumentos idénticos a los 144a que se incluyen en el comparador, sus números de registro no están incluidos en el comparador referencial.

23 7 días para el BCCh y 1 mes para los administradores externos

(incluidos los Euro Commercial Papers); bonos “Bullet” tanto “Callables” como no “Callables”; cuya madurez remanente, en todos los casos, sea menor o igual a 10 años.

Programa de préstamos de valores

El Comité Financiero recomendó aprobar la propuesta del banco custodio, J.P. Morgan, en relación a permitir el uso de efectivo como colateral en el programa de préstamo de valores en circunstancias excepcionales que se deriven de la incapacidad de las contrapartes de traspasar instrumentos como colateral debido a restricciones horarias. No obstante, se solicitará al banco custodio que informe periódicamente al Ministerio de Hacienda acerca de las ocurrencias de dichas situaciones, de manera de poder realizar un monitoreo de la frecuencia de estos eventos y tomar decisiones en la eventualidad de que fuesen recurrentes.

Política de Rebalanceo

En relación al rebalanceo de ambos fondos, se recomendó el permitir el rebalanceo en el FEES cuando se realice un retiro desde él para aportar al FRP. Además, se recomendó que cuando exista un rebalanceo éste se realice entre los portafolios que gestionan los distintos administradores en cada fondo, pero no exigirle al BCCh que converja a la composición estratégica de activos que ha sido definida para los sub-portafolios que gestiona en cada fondo.

Renovación de forwards

Se sugirió permitir la renovación (*rolling*) de *forwards*, con el consecuente aumento en la exposición a una determinada contraparte por dos días, siempre y cuando dicho aumento en la exposición sea consecuencia de la renovación de un contrato.

B. Políticas de inversión de otros fondos soberanos y su gestión activa

El Comité Financiero analizó la experiencia de otros fondos soberanos en relación a sus políticas de inversión, en particular a cómo incorporan la administración activa a sus políticas y cómo es el proceso de toma de decisiones en relación a ésta. Teniendo en cuenta que la disponibilidad de información detallada acerca de las políticas de inversión de otros fondos soberanos en algunos casos es muy restringida, el análisis se limitó solamente a los casos de Australia, EE.UU. (Alaska), Nueva Zelanda y Noruega, fondos que se destacan por su transparencia e información que ponen a disposición al público. Para cada uno de estos fondos se analizó su marco institucional, objetivos (para qué fueron creados), política de inversión y sus principales características, proceso de toma de decisiones en relación a esta última y cómo se ha incorporado la administración activa en dichos fondos.

El Comité Financiero concluyó que la política de inversión de cada fondo soberano es muy distinta y depende de los objetivos definidos para ellos y de las convicciones que los distintos órganos de gobierno tengan para lograr dichos objetivos. En los casos de Australia, EE.UU., y Nueva Zelanda, la política de inversión permite tener flexibilidad para desviarse en relación a su composición estratégica de activos (es decir, sobreponderar una clase de activo versus otra) de manera de aprovechar oportunidades de inversión y controlar el riesgo del portafolio. Este tipo de desviaciones son sugeridas generalmente por la gerencia operativa del fondo y son aprobadas por los Directorios, a veces con el apoyo de consultores externos. En estos tres fondos, los Directorios consideran que su horizonte de inversión de largo plazo les permite acceder a inversiones menos líquidas que debiesen generar mejores retornos en el largo plazo. Además, dependiendo de la clase de activo, sector o región, estos tres fondos pueden utilizar administradores activos con el fin de obtener excesos de retorno sobre sus comparadores referenciales. Por su parte, Noruega busca mantenerse alineado a su composición estratégica de activos y, a pesar de que su tamaño y horizonte de inversión

le permitiría naturalmente acceder a inversiones más ilíquidas, sólo recién ha comenzado a invertir en ellas (sector inmobiliario). En relación a la administración activa, ha definido presupuestos de *tracking error ex ante* que son limitados y restringe desviaciones muy importantes en cada clase de activo. Sin embargo, el Banco Central noruego, encargado de la gestión del fondo, declara utilizar un enfoque más activo que solo replicar el comparador referencial con el objetivo de generar mejores retornos que este. Finalmente, el Comité Financiero recomendó seguir operando los Fondos Soberano bajo un enfoque pasivo teniendo en consideración que este es más acorde con la institucionalidad bajo las que estos se gestionan.

C. Proceso de revisión de la política de inversión de otros inversionistas institucionales

El Comité Financiero analizó la realidad de otros fondos soberanos y del BCCh en cuanto su marco institucional y procesos para la revisión de su política de inversión. En el análisis se abarcó la experiencia del BCCh, el Future Fund de Australia, el Alaska Permanent Fund Corporation del estado de Alaska en EE.UU. y el Superannuation Fund de Nueva Zelanda. Se concluyó que, en general, la mayoría de estas entidades realizan una revisión periódica de sus políticas de inversión o cuando exista alguna situación excepcional que lo amerite. En este escenario, el Comité recomendó realizar una revisión de las actuales políticas de inversión del FEES y FRP durante el segundo semestre de este año²⁴, enfocándose en explicar el raciocinio tras las políticas de inversión actuales de cada fondo. A partir de este análisis se definirá un proceso formal de revisión de las políticas de inversión.

D. Revisión de la política de inversión del FRP

Teniendo en cuenta que la composición de los miembros del Comité Financiero ha cambiado desde que se definió la política de inversión para el FRP en 2008, y que se desea realizar un nuevo estudio de la política para dicho fondo durante 2016, el Comité Financiero consideró adecuado visitar el estudio encargado al consultor Mercer Investment Consulting (Mercer) durante 2007 y que sirvió de base para definir la composición estratégica de activos del fondo.

El Comité analizó los objetivos de inversión que el Ministerio de Hacienda le planteó a Mercer para la realización del estudio, el análisis de media varianza realizado, los principales supuestos definidos por el consultor, tanto para los activos como para los pasivos, y los resultados tanto desde el punto de vista de *asset only* y desde la perspectiva de *asset-liability management*. También se examinaron los principales resultados de las simulaciones de Monte-Carlo realizadas por el consultor, así como las correlaciones simuladas y un análisis histórico de ellas para demostrar que las clases de activo seleccionadas en la recomendación de Mercer presentaban poca correlación con el precio del cobre y con el PIB, uno de los objetivos de inversión planteado por el Ministerio de Hacienda. Asimismo, se examinaron en forma general otros análisis como, por ejemplo, *back-testing*, sensibilidad, y pruebas de tensión. También se revisaron las correlaciones estimadas por Mercer entre el PIB chileno y el precio del cobre, con rezagos trimestrales, y se constató, según el consultor, que no existía una correlación significativa entre ellos.

La recomendación preferida por Mercer consideraba 50% en acciones, 35% en bonos corporativos y 15% en inversiones alternativas ya que permitía maximizar el tamaño del fondo y era coherente con los parámetros de riesgo propuestos para el fondo. Mercer recomendó converger a su recomendación en un periodo de 13 trimestres.

24 La revisión de la política del FEES se realizó el primer trimestre de 2016.

Es importante destacar que el Comité Financiero en ejercicio recomendó una composición estratégica de activos que fue una combinación entre las distintas alternativas propuestas por Mercer y la política que tenía el fondo en ese momento. Sin embargo, esta política era considerada transitoria y se esperaba poder converger posteriormente a una política más similar a la recomendación de Mercer.

A pesar de que fue diseñada en 2008, la política del FRP recién fue implementada a comienzos de 2012. El retraso en su implementación se debió a la crisis económica y financiera que se acentuó a fines de 2008, al cambio de Gobierno en 2010, y al terremoto ese mismo año.

Teniendo en cuenta que han pasado más de cinco años desde que fue definida y que ésta era considerada inicialmente transitoria, el Comité Financiero recomienda estudiar la política de inversión de largo plazo del FRP. Para lo anterior, durante 2016 se contratará un consultor internacional para que realice una revisión formal de la política.

E. Contratación de Strategic Investment Solutions

Una parte de las actividades del Comité Financiero en 2015 estuvo relacionada con el proceso de selección que llevó a cabo el Ministerio de Hacienda para contratar a un consultor internacional que lo apoye en el monitoreo de los administradores del FEES y FRP. Con este fin, el Comité Financiero revisó los términos de referencia que definirían las actividades que debería realizar el consultor y la información que se solicitaría a este último para poder realizar su selección.

A comienzos de abril, el Ministerio de Hacienda envió una solicitud de propuestas o Request for Proposal (RFP) a siete firmas: AON Hewitt Investment Consultant, Callan Associates, Mercer Investment Consulting, McKinsey & Company, Strategic Investment Solutions, Towers Watson Investment Services y Wilshire Consulting. De las empresas invitadas, cinco presentaron propuestas, mientras que McKinsey & Company y Wilshire Consulting se abstuvieron de participar en el proceso. Las respuestas recibidas fueron evaluadas por el Ministerio de Hacienda considerando aspectos como el producto y servicio ofrecido, la experiencia de la firma y del personal, y los costos asociados al servicio. Asimismo, se consultaron las referencias proporcionadas por los mejores candidatos. El proceso se dio por finalizado a comienzos de junio, cuando se procedió a dar aviso a Strategic Investment Solutions (SIS) de su selección, en tanto que al resto de los consultores se les agradeció su participación y se les informó que no fueron seleccionados. El Comité Financiero estuvo de acuerdo con el resultado del proceso de selección realizado por el Ministerio de Hacienda.

Cabe señalar que SIS será responsable de la revisión cualitativa y cuantitativa de los administradores, la preparación, en conjunto con el Ministerio de Hacienda, de un cuestionario anual a enviar a cada administrador externo, de apoyar al Ministerio de Hacienda en las visitas a las oficinas de los administradores externos, y de elaborar reportes trimestrales y anuales sobre la gestión de dichos administradores. El Consultor entregó los primeros informes a fines de 2015 y a la fecha de preparación de esta publicación el Ministerio de Hacienda estaba en proceso de revisión de ellos.

Con la contratación de este consultor se cumple la exigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal que exige la realización de una auditoría de la gestión de los administradores externos.

F. Monitoreo de los administradores de los fondos soberanos

En la última reunión del 2015 el Comité Financiero recibió en las dependencias del Ministerio de Hacienda a las delegaciones de los Rogge Global Partners Plc y BlackRock Institutional Trust Company, N.A., quienes presentaron sus equipos y procesos de inversión, desempeño de sus portafolios, análisis de atribución de sus resultados, entre otros aspectos asociados a la inversión de los fondos soberanos²⁵. Estas visitas se enmarcan como parte de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

25 Mellon Capital Management Corporation y el Banco Central de Chile realizaron sus presentaciones al Comité Financiero el 14 de enero de 2016.

ANEXO RESUMEN DE REUNIONES EN 2015

REUNIÓN 1 | 5 DE ENERO

En su primera reunión del año, el Comité concluyó la serie de presentaciones que realizan anualmente los administradores responsables de la inversión de los fondos, las que habían sido iniciadas a fines de 2014. En esta ocasión expuso Mellon Capital Management Corporation, quien describió los principales aspectos de la compañía, presentó sus equipos y procesos de inversión, el desempeño y análisis de atribución para 2014 de sus portafolios y una breve revisión de los mercados. Adicionalmente, presentó sobre algunas nuevas tendencias de inversión en los mercados. Los miembros del Comité agradecieron la presentación de Mellon Capital Management Corporation y manifestaron su satisfacción con la gestión realizada. El Comité discutió también diversos aspectos relativos al monitoreo de los administradores de los fondos, y evaluó algunas propuestas del Banco Central de Chile y de los administradores externos relativas a cambios en las pautas de inversión de los fondos. Para el portafolio del FRP gestionado por el banco, se modificó la forma de establecer el límite que se puede invertir en emisores bancarios y se aumentó el plazo permitido de los depósitos a plazo hasta 15 días. Para ambos fondos se autorizó permitir, durante dos días, duplicar la exposición crediticia con el emisor con que se realiza una renovación de operaciones *forwards*. Finalmente, el Comité analizó la estructura y contenido general del Informe Anual del Comité Financiero para 2014 y revisó el estado de los fondos al cierre de noviembre de 2014.

REUNIÓN 3 | 4 DE MAYO

Los miembros del Comité analizaron la experiencia de los fondos soberanos de Australia, Alaska, Noruega y Nueva Zelanda, que se caracterizan por su transparencia y la información que ponen a disposición del público, con el fin de tener una visión más amplia acerca de sus políticas de inversión y la forma en que utilizan la gestión activa. Por otra parte, el Comité se informó sobre el estado del proceso de selección del consultor internacional. El Comité también aconsejó aceptar la propuesta del banco custodio de permitir efectivo como colateral en casos excepcionales que se deriven de la incapacidad de las contrapartes de traspasar instrumentos como colateral debido a restricciones horarias. Asimismo, recomendó aumentar

REUNIÓN 2 | 20 DE MARZO

En esta sesión el Comité discutió acerca de los términos que debiera abarcar la posible contratación de un consultor internacional que ayude al Ministerio de Hacienda en el monitoreo de los administradores de los fondos. Además, se analizaron temas coyunturales que afectaban los mercados y economías mundiales en ese momento, su posible efecto en las políticas de inversión de los fondos soberanos y la manera en que éstas debiesen ser revisadas ante cambios significativos de escenario. Por otro lado, el Comité discutió y recomendó algunas modificaciones a las pautas de inversión de los fondos que permitirían darle más flexibilidad a los portafolios que gestiona el Banco Central de Chile. En particular se recomendó en el FEES que se permitiese invertir en instituciones supranacionales, agencias y entidades elegibles con garantía estatal explícita, y en el FRP, que se autorice la inversión en reapertura y en instrumentos equivalentes a otros del comparador referencial pero que se diferencian solamente en la regulación bajo la cual fueron emitidas. Finalmente, el Comité revisó los detalles finales de su Informe Anual para 2014 y el estado de los fondos al cierre de febrero 2015.

de 45% a 50%, expresado como porcentaje del portafolio de bonos corporativos, el máximo permitido para bonos con clasificación de riesgo entre BBB- y BBB+. Además, se revisó el estado de los fondos al cierre de marzo de 2015. Por último se informó al Comité sobre el aporte y rebalanceo al FRP a realizarse a fines de junio 2015. En este contexto, el Comité estuvo de acuerdo con la propuesta del Ministerio de Hacienda de aprovechar dicha instancia para rebalancear el FEES y de no exigirle al Banco Central de Chile, para los portafolios gestionados por dicha entidad, que converja a la composición estratégica definida para ellos.

REUNIÓN 4 | 24 DE JULIO

En esta oportunidad, el Comité fue informado del resultado del proceso de selección llevado a cabo por el Ministerio de Hacienda para contratar al consultor internacional. El Comité manifestó su satisfacción con el proceso realizado y concordó con la selección de la firma Strategic Investment Solutions, la cual fue seleccionada de un total de cinco empresas internacionales que participaron de dicho proceso de selección. El Comité revisó también las experiencias de otros fondos soberanos y del Banco Central de Chile en relación a los procedimientos que utilizan para revisar sus políticas de inversión. Adicionalmente, los miembros del Comité discutieron los principales lineamientos de su plan de trabajo para 2016, entre los que destacan el encargo de un estudio de la política de inversión del FRP, conocer sobre el nuevo estudio actuarial de dicho fondo y el análisis de la factibilidad de incorporar inversiones socialmente responsables en los portafolios de los fondos. Por último, el Comité revisó el estado de los fondos a junio de 2015 y los detalles relacionados al aporte que se realizó al FRP el último día del mes de junio.

REUNIÓN 6 | 2 DE DICIEMBRE

En la última sesión del año, el Comité recibió delegaciones de Rogge Global Partners Plc y BlackRock Institutional Trust Company, N.A. quienes presentaron una actualización de las principales características de su firma y del equipo de inversión dedicado a la gestión de sus portafolios, sus estrategias de inversión y desempeño y atribución de resultados de sus portafolios en 2015. También presentaron el comportamiento de los principales mercados donde se invierte. Los miembros del Comité agradecieron la presentación de los administradores externos y manifestaron su satisfacción con la gestión realizada por dichas entidades.

REUNIÓN 5 | 5 DE OCTUBRE

El Comité analizó el estudio realizado por la consultora internacional Mercer el año 2008 que sirvió de base para definir la actual política de inversión del FRP. La revisión se realizó en orden de dar a conocer a los miembros del Comité más nuevos los fundamentos que dieron origen a dicha política. Por otra parte, los miembros analizaron si las conclusiones de la Comisión Bravo podrían tener un impacto directo en el FRP en el corto plazo, y concluyeron que es muy incierto cuándo y qué recomendaciones se implementarían, por lo tanto era recomendable seguir avanzando en la revisión de la política de inversión del fondo. Adicionalmente, el Comité analizó las propuestas del banco custodio que administra el programa actual de préstamo de valores de los fondos, para ampliar a acciones el tipo de instrumentos que se podrían prestar, teniendo en cuenta que en el programa actual solamente se prestan bonos soberanos. Los miembros del Comité solicitaron información adicional antes de recomendar un cambio al programa vigente. Finalmente, el Comité revisó el estado de los fondos a fines de agosto.

Referencias bibliográficas

- > 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.
- > 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 incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

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

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

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 compañía cuya sociedad fue constituida fuera de los países en que se negocia el mismo.

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

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

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

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

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

