



Informe Anual Comité Financiero 2013



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 2013.
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° 240618

ISSN: 0718-5790

Edición de 250 ejemplares

Abril de 2014, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

Informe Anual Comité Financiero 2013



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	24
A. Análisis de mercado	25
B. Valor de mercado	32
C. Rentabilidad	33
CAPÍTULO 3: Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	36
A. Modificaciones a las pautas de inversión para acceder a mercados de regulación compleja	37
B. Revisión de las pautas de inversión del FRP y FEES	37
C. Evaluación de los administradores de los fondos soberanos	38
D. Revisión del estudio de sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones	39
Anexo: Resumen de reuniones en 2013	40
Referencias bibliográficas	42
Glosario	44

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, es integrado por profesionales con experiencia en los ámbitos económicos y financieros y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el séptimo preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2013.

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 2013 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 22.754 millones, correspondiendo US\$ 15.419 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 7.335 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -1,25% para el FEES y de 1,02% para el FRP, mientras que en pesos fue de 8,19% y 10,46%, respectivamente. En el caso del FEES, su composición estratégica de activos es de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 7,5% en acciones. Para el FRP, la composición de cartera es de 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 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL DUNKER¹

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



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 (Sofifa) 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 ARTURO CIFUENTES OVALLE

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

¹ Klaus Schmidt-Hebbel renunció al Comité Financiero a partir del 1 de enero de 2014 por razones personales. El Comité Financiero es actualmente presidido por Arturo Cifuentes.



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 y Gerente General de AFP Habitat. Actualmente es director de empresas y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



CONSEJERO ERIC PARRADO HERRERA

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

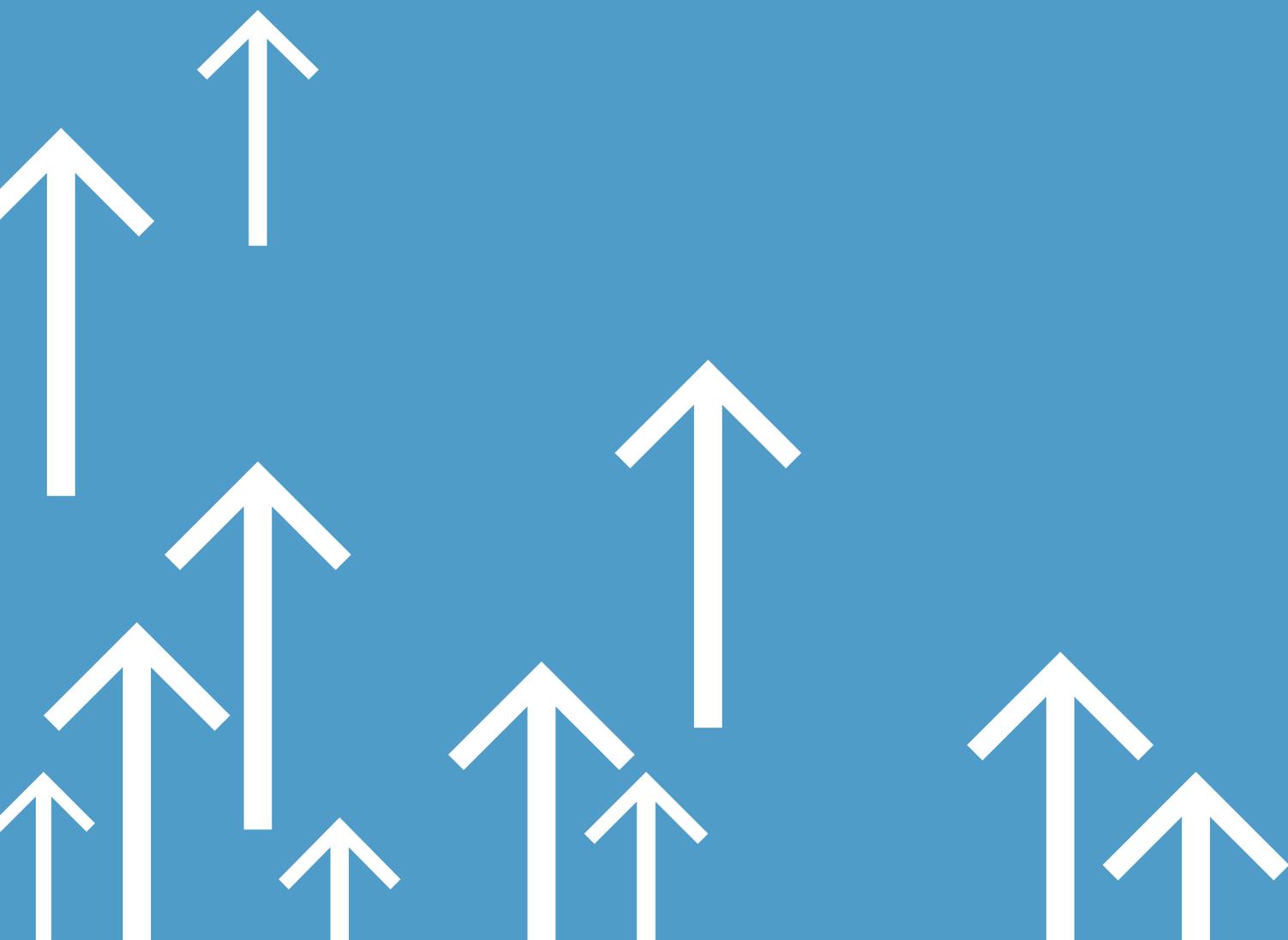


CONSEJERO EDUARDO WALKER HITSCHFELD

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

CAPÍTULO 1

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



A · Política fiscal

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

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o, en forma más precisa, una regla de balance cíclicamente ajustado³, que busca atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios. Ello ayuda a evitar cambios drásticos en el nivel del gasto público ante eventos económicos cíclicos o inesperados, ahorrando en tiempos de bonanza y utilizando esos ahorros en períodos de debilidad cíclica del producto interno bruto y/o del precio internacional del cobre⁴.

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.

B · Objetivos y reglas de uso de los fondos

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los fondos soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso de FEES, su objetivo es acumular recursos para financiar eventuales déficit fiscales, amortizar deuda pública y financiar el FRP si fuera necesario. En el caso del FRP, el objetivo es complementar el financiamiento de futuras contingencias fiscales derivadas de la garantía estatal por pagos de pensiones.

Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en el *Gráfico 1*, están establecidas por ley⁵.

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

2 Schmidt-Hebbel (2012), y Velasco y Parrado (2012).

3 Ver nota de pie N°1 en Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011).

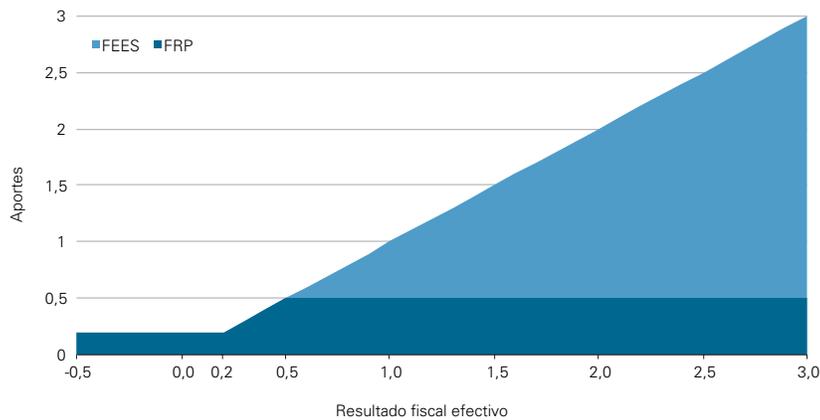
4 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación y resultados véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); y Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011).

5 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 el aporte al FRP del superávit fiscal efectivo, descontando las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁶.

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).

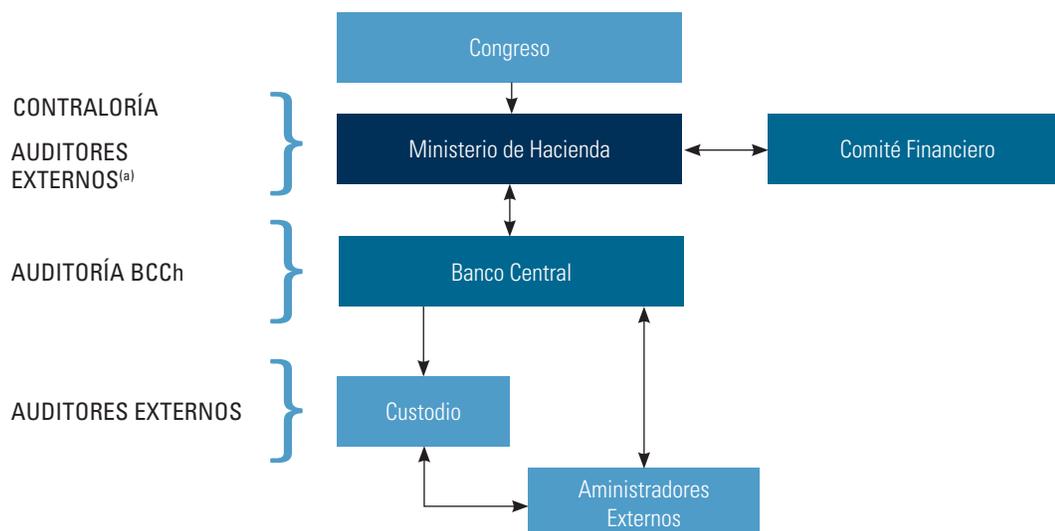
⁶ La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

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



(a) Los auditores externos se encargan de examinar y comprobar la veracidad y coherencia de los estados financieros que elabora la Tesorería General.

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 monitorea el cumplimiento de estas directrices y elabora 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. 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 eligió a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión del 35% de la cartera del FRP a partir de enero de 2012. 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 administrados 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 7 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 materias⁷.

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 activos, 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.

⁷ www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html

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

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.

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

De acuerdo con 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 evite incurrir en pérdidas significativas del 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, que típicamente se ven favorecidas en momentos de crisis (véase *Recuadro 2*). 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 2012⁸. La nueva política de inversión define 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 una composición de monedas de 40% en dólares (USD), 25% en euros (EUR), 20% en yenes (JPY) y 7,5% en francos suizos (CHF), expresado como porcentaje del portafolio total. Además, la nueva política aumenta la duración de la cartera de renta fija hasta aproximadamente 4,6 años (véase *Recuadro 3*).

8 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 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**Política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social entre marzo de 2007 y julio de 2013**

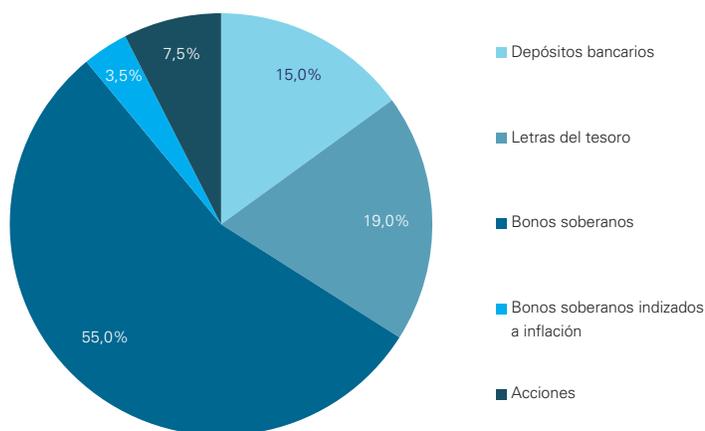
Hasta julio de 2013 la composición estratégica de activos del FEES era 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indizados a la inflación de EE.UU., con una duración aproximada a 2,5 años y una composición de monedas de 50% en USD, 40% en EUR, y 10% en JPY. La mitad del portafolio mercado monetario correspondía a depósitos a plazo en instituciones financieras con clasificación de riesgo mínima de A-/A3 y el saldo a letras de tesoro. La exposición soberana permitida era solamente a EE.UU., Alemania y Japón.

Esta política era coherente con su objetivo de maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esto quedó de manifiesto durante la crisis de 2008 en que la política de inversión permitió incrementar los recursos del fondo en moneda extranjera así como también en pesos (moneda en la cual se realiza la mayor parte del gasto fiscal). Así, el Gobierno pudo retirar del fondo aproximadamente US\$ 9 mil millones en 2009 para financiar el déficit fiscal y un plan de estímulo con el fin de apoyar la economía chilena que estaba siendo negativamente afectada por la situación internacional.

Sin perjuicio de lo anterior, el Ministro de Hacienda, de acuerdo a las mejores prácticas internacionales, decidió revisar la política de inversión de este fondo a fines de 2010. La nueva política fue implementada a mediados de 2013.

GRÁFICO 2

Composición estratégica de activos vigente del FEES
(porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

RECUADRO 3**Principales elementos de la nueva política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social**

Objetivos de inversión: coherentemente 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
1.1. 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
1.2. 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
2. Letras del tesoro y 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 en su gran mayoría 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*: 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 y accionaria, solamente son elegibles los emisores incluidos en los comparadores referenciales correspondientes. En relación a la exposición bancaria, se puede 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.

Apalancamiento y uso de derivados: en el fondo no se permite el apalancamiento. 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 nocional total no puede exceder al 4% del portafolio de renta fija.
- Portafolio accionario: se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. Adicionalmente, se permite el uso de futuros accionarios con fines de cobertura o que permitan ganar exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal agregado de los futuros, *forwards* y *swaps* no puede 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 coordinará 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 Ministerio¹, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES como, por ejemplo, restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes, entre otros aspectos asociados a su gestión.

¹ <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y-politica-de-inversion.html>.

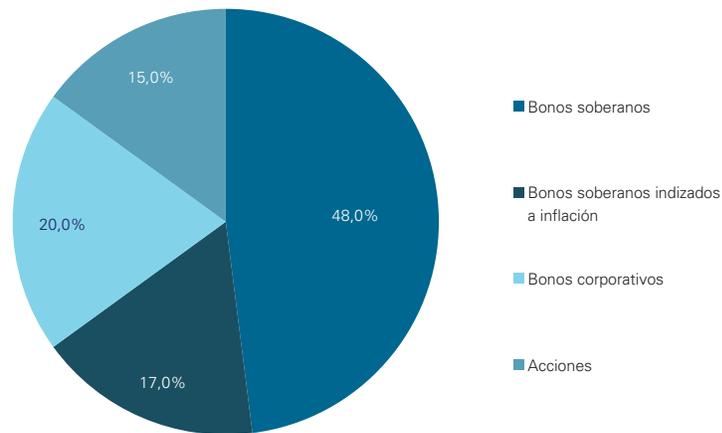
Fondo de Reserva de Pensiones

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, considerando 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 4*), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos, 17% en bonos soberanos indizados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase *Gráfico 3*). La nueva política fue recomendada por el Comité Financiero a fines de 2010, con el apoyo de un estudio elaborado por la consultora Mercer, que utilizó los parámetros de riesgo y retorno antes definidos.

GRÁFICO 3

Composición estratégica de activos vigente del FRP
(porcentajes del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

RECUADRO 4**Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Reserva de Pensiones**

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, considerando 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, 17% en bonos soberanos indizados a inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos. Con anterioridad, la política de inversión del fondo era idéntica a la del FEES.

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 Activos	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 y los emisores que forman parte del comparador referencial correspondiente.

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: 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: 41%-51% para bonos soberanos y otros activos relacionados, 14%-20% para bonos soberanos indexados 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 como, por ejemplo, la política de rebalanceo, rangos de desviación, 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

El año 2013 se caracterizó por la recuperación de la situación macroeconómica en EE.UU., por una mayor tranquilidad en los mercados europeos a pesar de las dificultades que siguen enfrentando países como España, Italia y Grecia, los estímulos en Japón como herramienta para salir de su largo periodo de estancamiento, y la disminución del aporte de las economías emergentes al crecimiento mundial.

La economía de EE.UU. continuó expandiéndose durante 2013, alcanzando un crecimiento de 1,9% en el año. Si bien la economía todavía no alcanza un ritmo más dinámico de expansión, algunos indicadores dan muestra de una mejor situación macroeconómica en relación a años anteriores. Esto queda en evidencia, por ejemplo, en la disminución del desempleo que se situó en 7,4% tras 8,1% en 2012, y muy por debajo del máximo en torno a 10% experimentado durante la crisis. Esta mejor situación económica se vio reflejada en el alza general del mercado accionario en 2013 (véase *Gráfico 4*), y una continua y pronunciada recuperación de los precios de viviendas, reflejadas por el índice *Case-Shiller* (véase *Gráfico 5*). Por otra parte, a pesar de los problemas internos en torno a la aprobación del presupuesto norteamericano y el aumento del límite de endeudamiento, la volatilidad de los mercados no se incrementó sustancialmente (véase *Gráfico 6*). La evidencia de una mejor situación en EE.UU. permitió que el Sistema de la Reserva Federal (FED) en diciembre de 2013 comenzara a reducir su programa de compras de bonos, por primera vez desde la crisis⁹. Por su parte, la curva de rendimiento soberana experimentó alzas generalizadas a lo largo de ella pero con mucha volatilidad ante la incertidumbre del momento en que el FED anunciaría la reducción de dicho programa de compras. Lo anterior tuvo un impacto negativo en los precios de los bonos soberanos en 2013 y por ende en su retorno implícito (véase *Gráfico 7*).

GRÁFICO 4

Índice S&P 500 en 2013
(31 de diciembre de 2012 = 100)

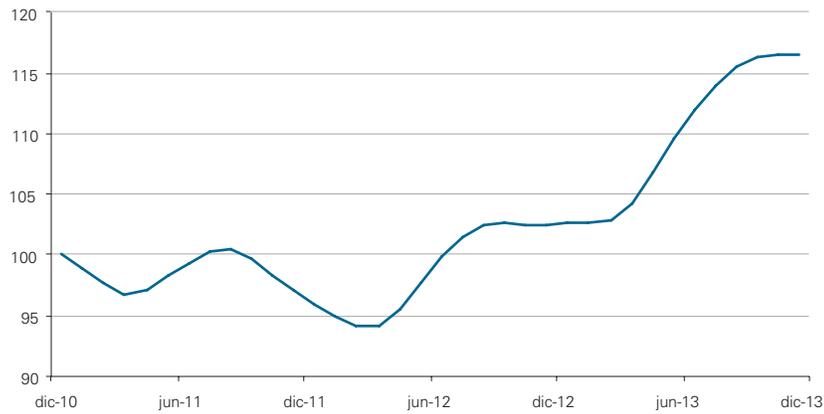


Fuente: Bloomberg

⁹ El FED redujo su programa de compras de bonos desde US\$ 95 a US\$ 85 mil millones mensuales.

GRÁFICO 5

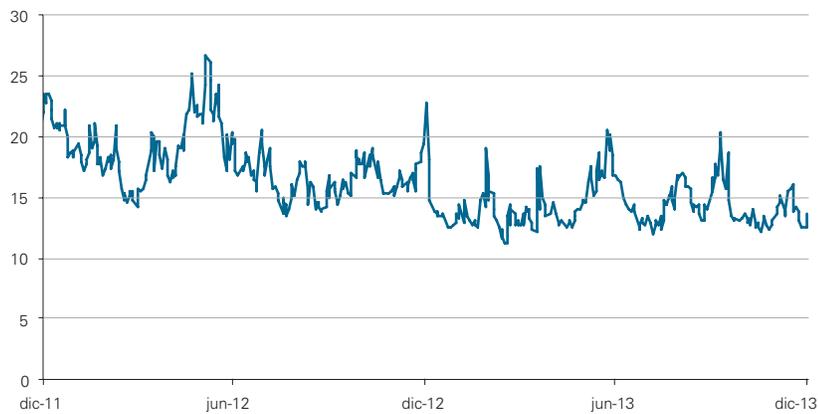
Índice S&P Case-Shiller 20
(31 de diciembre de 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 6

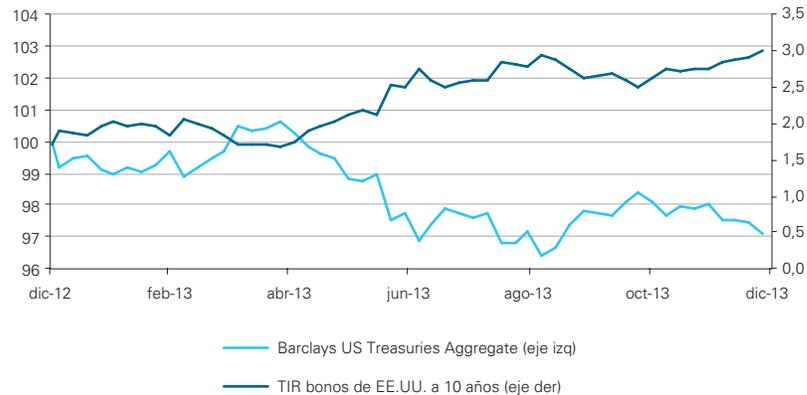
Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario estadounidense
(S&P 500), 2011 - 2013
(en porcentajes)



Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 7

Índice *Barclays US Treasuries Aggregate* y tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de EE.UU. en 2013
(izq. 31 de diciembre de 2012 = 100), (der. porcentaje)



Fuente: Bloomberg

En el caso de Europa, Alemania mantuvo su senda expansiva, logrando un modesto crecimiento de 0,4% en 2013 y a la vez manteniendo la tasa de desempleo en niveles levemente superiores a 5%. Al contrario, los países que se vieron más afectados por la crisis europea mantuvieron cifras negativas en cuanto a crecimiento, -1,2% en España y -1,8% en Italia, y niveles históricos de desempleo, en torno a 26% y 13%, respectivamente. Por su parte, con el fin de seguir estimulando la economía en la región, el Banco Central Europeo (BCE) redujo la tasa de política monetaria en mayo, de 0,75% a 0,5%, y luego a 0,25% en noviembre. En este contexto, el mercado accionario en la región tuvo un buen desempeño en el año (véase *Gráfico 8*), los temores asociados a la posibilidad de *default* de estos países se redujeron con respecto a años anteriores (véase *Gráfico 9*) y no se vislumbran problemas en la liquidez de los mercados monetarios europeos (véase *Gráfico 10*). En relación a las tasas de interés, la curva de rendimiento soberana alemana se ha mantenido en niveles históricamente bajos (véase *Gráfico 11*). A diferencia de EE.UU., el índice que refleja el retorno agregado de todos los instrumentos soberanos en Europa fue positivo alcanzando 17%.

GRÁFICO 8

Índice MSCI Europa en 2013
(31 de diciembre de 2012 = 100)

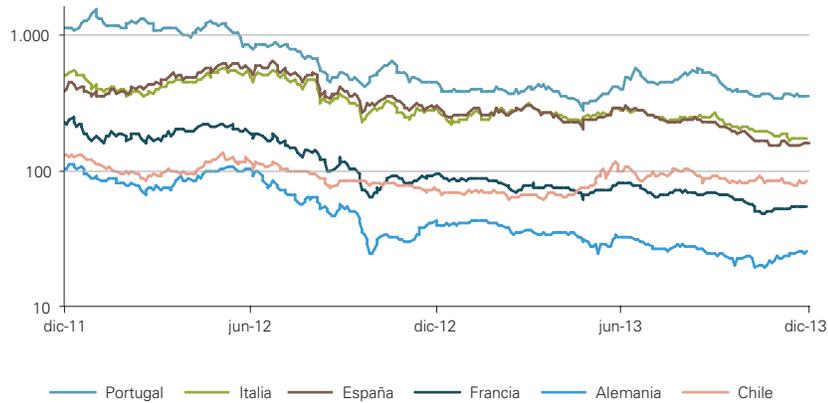


Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 9

Credit Default Swaps (CDS) a 5 años de algunos países europeos y de Chile, 2011 - 2013

(puntos base)

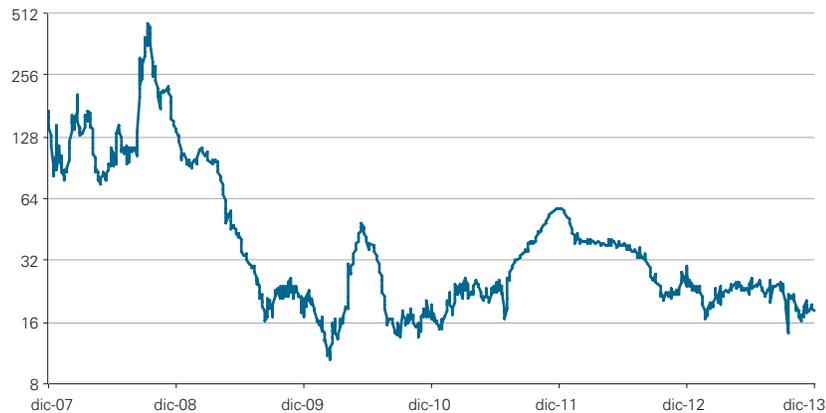


Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 10

TED Spread¹⁰, 2007-2013

(puntos base)



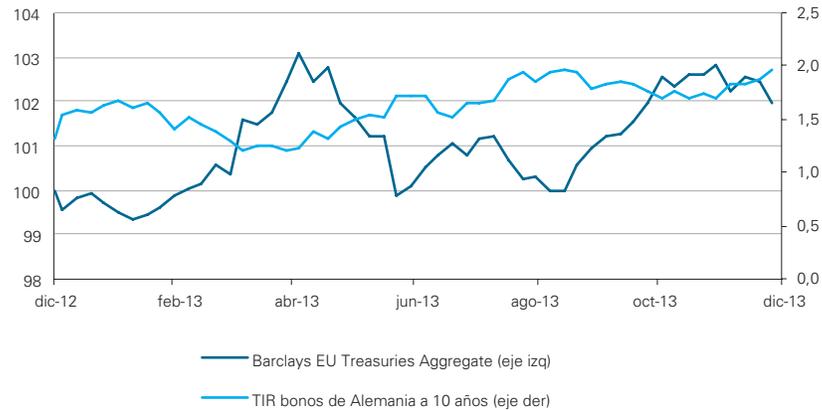
Fuente: Bloomberg

¹⁰ El *TED spread* corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa de las Letras del Tesoro de EE.UU. Un mayor *TED spread* está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

GRÁFICO 11

Índice *Barclays EU Treasuries Aggregate* y tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de Alemania en 2013

(izq. 31 de diciembre de 2012 = 100), (der. porcentaje)



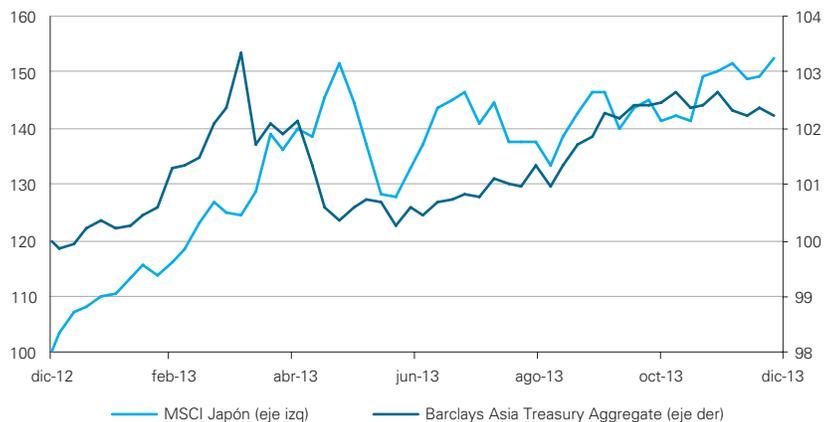
Fuente: Bloomberg

En Japón, por su parte, el año 2013 se caracterizó por la implementación de un programa de reactivación que pretende superar el bajo rendimiento de su economía de las últimas dos décadas. El programa consiste en estímulos monetarios significativos, acompañados de un aumento en la inversión fiscal en infraestructura y de la introducción de reformas estructurales con el fin de mejorar la productividad de su economía. A través de estas medidas se pretende lograr un crecimiento del PIB de 3% nominal y de 2% en términos reales. Ante este escenario, el mercado accionario japonés experimentó una fuerte alza en el año, mientras que la curva de rendimiento soberana experimentó bajas que favorecieron el rendimiento de su cartera soberana (véase *Gráfico 12*).

GRÁFICO 12

Índice MSCI Japón y *Barclays Asia Treasuries Aggregate* en 2013

(31 de diciembre de 2012 = 100)

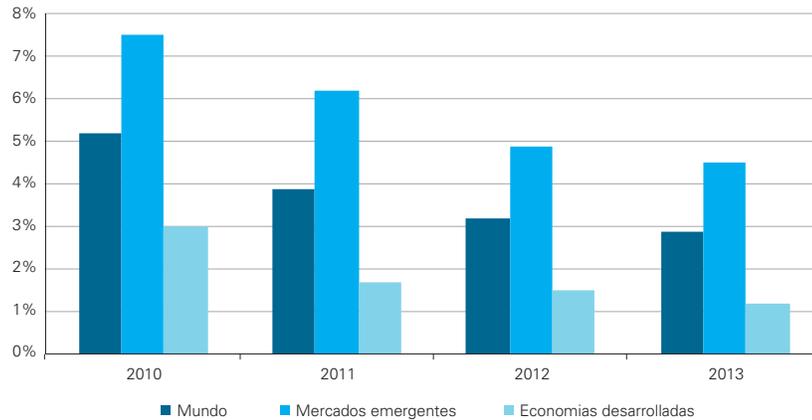


Fuente: Bloomberg

En relación a los países emergentes, el año 2013 se caracterizó por la salida de capitales de dichos países hacia mercados de países más desarrollados. Esto ha ocurrido en el contexto de un menor ritmo de crecimiento en comparación a años anteriores (véase *Gráfico 13*) y la consolidación que están experimentando los mercados más desarrollados. En el caso de China, que aporta casi un tercio del crecimiento mundial¹¹, su crecimiento se redujo a 7,7%, desde valores superiores a 9% en el año 2011. Esta situación fue compartida por otras economías emergentes de tamaño importante como son Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía. La salida de capitales ha sido contrarrestada por los bancos centrales con alzas en las tasas de interés destinadas a proteger sus monedas. En este escenario, los mercados accionarios de mercados emergentes se vieron afectados negativamente durante el año (véase *Gráfico 14*).

GRÁFICO 13

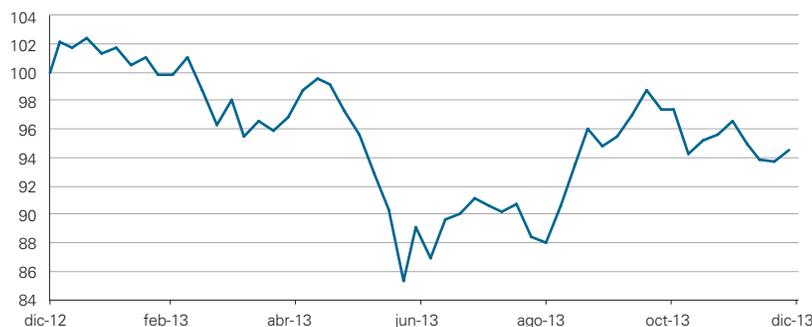
Crecimiento PIB mundial, 2010-2013
(en porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 14

Índice MSCI mercados emergentes en 2013
(31 de diciembre de 2012 = 100)



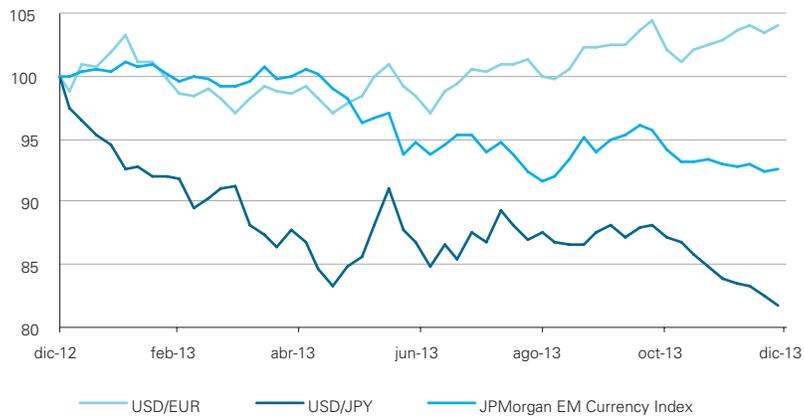
Fuente: Bloomberg

¹¹ The Economist en base a información del FMI.

En relación a las paridades cambiarias, destaca la depreciación del yen japonés, de 19% en el año, y la de países emergentes, que se ve reflejada en la variación del índice *JP Morgan EM Currency* que agrupa la variación de los principales países emergentes. Por su parte, el euro experimentó una apreciación de 4% durante el año, para finalizar en 1,38 USD/EUR (véase *Gráfico 15*).

GRÁFICO 15

Índices de paridades cambiarias en 2013
(31 de diciembre de 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg

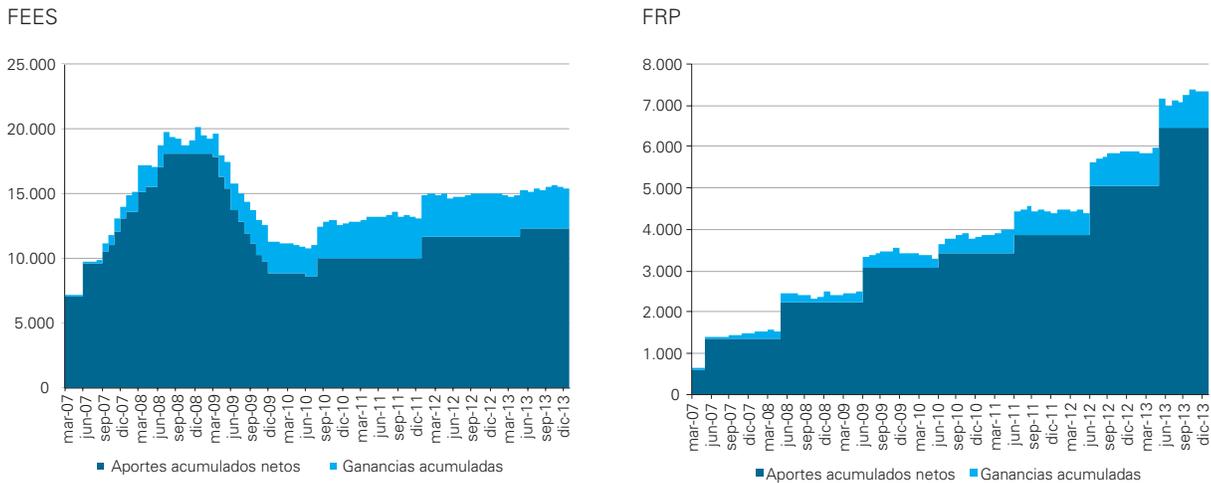
B • Valor de mercado

A fines de 2013 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 15.419 millones y US\$ 7.335 millones, respectivamente, comparado con US\$ 14.998 millones del FEES y US\$ 5.883 millones del FRP al término de 2012. La variación en el valor del FEES se debió a un nuevo aporte por US\$ 603 millones y a pérdidas netas de las inversiones por US\$ 182 millones. Por su parte, la variación en el FRP fue el resultado de un nuevo aporte por US\$ 1.377 millones y de ganancias netas por US\$ 75 millones (véase *Gráfico 16*).

GRÁFICO 16

Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2013

(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 cambiarias¹². 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 euros, yenes o francos suizos expresado en dólares 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 - de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF expresado como porcentaje del portafolio total- los principales países que influyen en la rentabilidad del fondo son EE.UU., Alemania (Unión Europea), 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 más expuesto a la evolución crediticia de la mayor cantidad de emisores soberanos del portafolio¹³. Por ejemplo, el aumento del riesgo crediticio de un instrumento soberano, por lo general, va a estar asociado a una mayor tasa de interés exigida por los inversionistas y una disminución del valor de mercado del instrumento. Por otra parte, en el caso de los instrumentos que forman parte de la clase de activo “bonos corporativos” se agrega un componente adicional. Además de las de tasas de interés soberanas y paridades cambiarias, sus precios dependen de la evolución del *spread* o diferencia entre la tasa interna de retorno del instrumento de deuda corporativo 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, está asociado 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.

12 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.

13 A diferencia del FEES, que incluye instrumentos de deuda soberana emitidos solamente 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 2013 y en el periodo 2007 - 2013

En el año 2013, 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 -1,25% en el FEES y de 1,02% para el FRP (véase Cuadro 1). Al medir la rentabilidad utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de -1,18% para el FEES y de 1,15% para el FRP.

En el caso del FEES, el retorno negativo se explica principalmente por la rentabilidad del portafolio de renta fija, de -2,02% compensado en parte por la rentabilidad de las acciones, de 12,06%, desde la implementación de la nueva política de inversión en agosto de 2013. Los resultados negativos en renta fija estuvieron influenciados principalmente por el rendimiento de -1,08% producto de los aumentos en las tasas de interés, compensado en parte por los intereses devengados de los instrumentos financieros incluidos en su portafolio, y por el retorno de -0,94% producto de las variaciones cambiarias, principalmente por la depreciación del yen con respecto al dólar durante el año.

En el caso del FRP, el retorno se explica principalmente por el buen desempeño del portafolio accionario, que obtuvo un retorno de 23,79%, y que fue compensado por la rentabilidad de los bonos soberanos y activos relacionados, de -4,32%, bonos corporativos, de -0,08% y bonos indizados a inflación, de -2,90%. El buen desempeño de las acciones tiene asidero en los buenos resultados del mercado accionario en Japón, con un retorno en el año de 55%, en EE.UU., de 31,8%, y Europa, especialmente en Alemania, de 25,7%, y España, de 25,6%. Al igual que en el FEES, los retornos de la renta fija estuvieron muy influenciados por el alza de tasas de interés.

CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) en dólares de los fondos soberanos en 2013
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2013
		I	II	III	IV	
FEES	Moneda de origen	0,22	-0,99	0,43	-0,73	-1,08
	Cambio en paridades cambiarias	-1,84	-0,01	1,78	-0,84	-0,94
	Renta fija	-1,62	-1,00	2,21	-1,57	-2,02
	Acciones ^(a)	-	-	4,16	7,58	12,06
	Retorno total (USD)	-1,62	-1,00	2,31	-0,90	-1,25
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	-2,71	-3,19	2,77	-1,16	-4,32
	Bonos indizados a inflación	-1,36	-5,51	4,10	0,07	-2,90
	Bonos corporativos	-1,25	-2,76	2,86	1,16	-0,08
	Acciones	6,75	-0,20	8,13	7,46	23,79
	Retorno total (USD)	-0,65	-2,88	3,81	0,85	1,02

(a) Los retornos del portafolio de acciones para el tercer trimestre y el año 2013 fueron calculados a partir de agosto, mes en el cual se implementó la nueva política de inversión del fondo.

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 2013, año en el cual el peso registró una depreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de 8,19% para el FEES y 10,46% para el FRP.

En 2013, la rentabilidad obtenida por el FEES estuvo por encima de la de su comparador referencial en 1 punto base. Por su parte, la rentabilidad del FRP estuvo 13 puntos base por encima de su comparador referencial. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -10 puntos base y -43 puntos base, respectivamente^{14,15}.

El *Gráfico 17* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó de 100 al 31 de marzo de 2007 a 126,2 a fines de 2013, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 133,7 durante el mismo período. En el gráfico es posible observar como la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012 cuando se modificó la política de inversión del FRP.

GRÁFICO 17

Índice de rentabilidad acumulada del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, abril 2007 - diciembre 2013
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile.

¹⁴ 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 – 2013.

¹⁵ Sin considerar el periodo de *waiver* tanto para el caso de FEES como el caso de FRP.

The background is a solid blue color. In the top-left corner, there is a small white circle and a thin white vertical line extending downwards. A thin white horizontal line crosses the page at approximately one-third of the way down. The text 'CAPÍTULO 3' is positioned below this line, to the right of the vertical line. Below the horizontal line, the subtitle 'Actividades y recomendaciones del Comité Financiero' is centered. The bottom half of the page features several large, white, abstract geometric shapes: two sets of concentric, open-ended arcs resembling partial circles, and a few smaller solid white circles scattered across the space.

CAPÍTULO 3

Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

A · Modificaciones a las pautas de inversión para acceder a mercados de regulación compleja

A comienzos de 2013, el Comité Financiero analizó de qué manera se podría modificar el mandato accionario con el fin de hacer frente a algunas preocupaciones del BCCh en relación a las complejidades operativas asociadas a invertir en ciertos países que forman parte del índice accionario utilizado como comparador referencial (el *MSCI All Country World Index* excluyendo Chile). Según la evaluación del BCCh, las complejidades se debían a que algunos países requerían procesos específicos para una adecuada gestión tributaria¹⁶, podían tener restricciones operativas¹⁷ y podían agregar una carga administrativa importante debido al gran volumen de documentación requerida para poder invertir en ellos, por lo que, de su punto de vista, posiblemente no se justificaba la inversión teniendo en cuenta sus participaciones poco significativas en el comparador referencial.

Teniendo en cuenta la lista de países considerados complejos por el BCCh y el análisis realizado por la Unidad de Fondos Soberanos del Ministerio, que analizó no sólo las dificultades sino que también los beneficios de estar expuestos a todos esos países, el Comité Financiero recomendó no invertir en ciertos mercados locales, aunque la lista es menos restrictiva que la del BCCh. Específicamente, recomendó no invertir en los mercados locales de China, Egipto, Filipinas, India, Perú, Polonia, Rusia, Tailandia, Taiwán y Turquía¹⁸. A su vez, los miembros del Comité consideraron fundamental seguir expuestos a estos países a través de otros vehículos, tales como *Exchange-Traded Funds* (ETFs), recibos de depósitos (*Depository Receipts*), fondos mutuos y futuros.

El Ministerio decidió implementar dicha recomendación, para lo cual introdujo los siguientes cambios a las directrices de inversión:

- Se aumentó el límite que podría ser invertido en ETFs y fondos mutuos¹⁹.
- Se permitió invertir a través de Hong Kong para lograr la exposición a las empresas chinas.
- Se permitió el uso de derivados (futuros, *forwards* y *swaps*) hasta 10% del portafolio manejado por cada administrador²⁰.
- Se amplió el presupuesto de riesgo de *tracking error ex ante* desde 30 puntos base hasta 60 puntos base.

B · Revisión de las pautas de inversión del FRP y FEES

A partir de la experiencia en el FRP durante 2012, y teniendo en cuenta las sugerencias de los administradores tanto para los portafolios de renta fija como para acciones, en 2013 el Comité Financiero recomendó cambios a las directrices de inversión del FRP con el fin de otorgar más flexibilidad a los administradores para seguir sus comparadores y minimizar los costos de transacción. Entre los principales cambios introducidos por el Ministerio a las directrices a partir de las recomendaciones del Comité Financiero se destacan los siguientes²¹:

16 Por ejemplo, ciertos países requieren el uso de un agente tributario local para poder realizar el pago de impuestos.

17 Por ejemplo, algunos países podrían penalizar si existiesen sobregiros.

18 Tampoco se puede invertir en Chile.

19 Antes se permitía el uso de ETFs y fondos mutuos hasta el 2% del portafolio de cada administrador. Este límite se aumentó hasta la suma de las participaciones de los países complejos en el comparador referencial más un 2%.

20 Antes existían límites más restringidos para el uso de *forwards* y futuros. El límite permitido para cada uno de ellos era del 2% del portafolio de cada administrador.

21 En esta sección no se repiten los elementos de las pautas de inversión ya descritas en la sección 3.A.

Portafolio de renta fija:

- Se permitió invertir en instrumentos que aún no son parte del comparador referencial pero que se incorporarían al comparador al cierre del mes²².
- Se permitió mantener instrumentos que salen del comparador referencial producto de que su madurez remanente o tamaño es menor al mínimo exigido, siempre y cuando el emisor siga siendo parte del comparador²³.
- Se aumentó hasta un mes el plazo para deshacerse de instrumentos que dejaron de ser elegibles.
- Se aumentó hasta 45% el límite máximo permitido para bonos corporativos con clasificación de riesgo entre BBB+/Baa1 y BBB-/Baa3.
- Se permitió que los administradores utilicen derivados (futuros, *forwards* y *swaps*) hasta 10% de sus portafolios.

Acciones:

- Se eliminaron los siguientes límites debido a que son redundantes en el contexto de la gestión pasiva que se sigue en el fondo:
 - › La inversión en acciones de una misma empresa no podrá ser mayor a 5% del portafolio de acciones.
 - › La inversión en una empresa no podrá representar más del 5% del número de acciones de la misma.
 - › Ciertos límites máximos de inversión por país.

Portafolios de renta fija y acciones:

- Se aumentó desde US\$ 10 millones a US\$ 20 millones el límite que se puede mantener en depósitos *overnight* en un banco. Se redujo la exigencia de clasificación de riesgo mínima para bancos receptores de depósitos desde AA-/Aa3 a A-/A3.
- Se prohibió que los administradores externos inviertan en sus propias empresas.
- Se solicitó que los administradores notifiquen lo antes posible al Ministerio cuando reciban instrumentos no elegibles producto de eventos corporativos. El Ministerio deberá definir los pasos a seguir y podrá consultar la opinión del Comité Financiero, a través de email, si lo estima necesario.

En el caso del FEES en el año 2013 el Comité Financiero analizó y revisó las nuevas pautas de inversión coherentemente con la nueva política de inversión definida para este fondo. Cabe señalar que los cambios antes descritos para el FRP y que eran relevantes para el FEES, fueron incorporados a las pautas de inversión de este último, con el fin de mantener coherencia entre mandatos de inversión similares.

C • Evaluación de los administradores de los fondos soberanos

De acuerdo a las mejores prácticas y anticipando las nuevas funciones que asume el Ministerio a partir del 1 de enero de 2014, principalmente en relación a la supervisión y monitoreo de los administradores externos, durante 2013 el Comité Financiero analizó en detalle a todos los administradores del FRP. Para lo anterior, se consideraron en la evaluación tanto aspectos cuantitativos como cualitativos. Entre los aspectos cuantitativos se analizó estadísticamente si los retornos obtenidos por los administradores eran distintos a los retornos de sus comparadores referenciales, se cuantificó cuánto de ese diferencial era debido a factores como costos de transacción e impuestos, y se analizaron sus estrategias de inversión, en especial sus posicionamientos en relación a sus comparadores referenciales. En re-

²² Esta situación ocurre típicamente cuando una empresa emite un bono nuevo, que cumple con los criterios de elegibilidad para ser incluido en el comparador referencial, pero que no podrá entrar hasta fin de mes, momento en que el comparador es actualizado.

²³ Los índices de renta fija del FRP exigen que los bonos tengan una madurez mayor a un año y que tengan un tamaño mínimo (por ejemplo US\$ 300 millones para bonos emitidos en EE.UU.). Producto del paso del tiempo, es posible que un bono en forma natural deje de tener una madurez mayor a un año, lo que gatillaría su salida del comparador referencial. Algo similar sucedería si un emisor recomprara un bono reduciendo su cantidad en circulación.

lación a los aspectos cualitativos, se revisó si existían cambios relevantes en la organización, en su propiedad, en la evolución de sus carteras y clientes, en sus equipos de inversión o en sus procesos de inversión, entre otros factores. Después de varias sesiones, el Comité concluyó acerca de la relevancia de este análisis y recomendó al Ministerio el desarrollo de una política interna que, con la asesoría del Comité, le permita evaluar sistemáticamente a estos administradores.

D · Revisión del estudio de sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones

Durante el segundo semestre del 2013, el Comité Financiero participó activamente en la revisión del estudio de sustentabilidad del FRP, que debe ser encargado cada tres años, por exigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal. La realización del estudio es responsabilidad de la Dipres, quien después de un proceso de licitación, lo adjudicó a un equipo consultor compuesto por Eduardo Fajnzylber (encargado principal), Pablo Castañeda, Rubén Castro, Luis Felipe Céspedes, Félix Villatoro, y Michael Sherris.

En 2013, el Comité Financiero revisó y comentó los primeros tres borradores del estudio, teniendo la oportunidad de dialogar directamente con el equipo en la entrega del segundo y tercer informe. Los principales comentarios proporcionados por el Comité fueron los siguientes:

- Se hizo hincapié en no sobre-especificar el comportamiento de las variables relevantes modeladas, así como en tener un tratamiento de la incertidumbre financiera simple, pero que mantenga correlaciones relevantes para la evolución del FRP. Lo anterior, dado que los largos horizontes temporales sobre los que el estudio proyecta hacen relevante tener una modelación robusta, más que una detallada en el corto plazo.
- Se recomendó considerar la posibilidad de que, así como las variables macroeconómicas modeladas influyen las variables financieras, se incorpore la interacción en el sentido inverso, para permitir la influencia de los mercados financieros en los agregados macroeconómicos.
- Se recomendó incorporar los efectos que pueden tener la evolución de la formalidad en el trabajo y la creciente participación femenina en el mercado laboral en la frecuencia y monto de las cotizaciones previsionales, dado que pueden afectar el gasto futuro en pensiones solidarias.
- Se solicitó explicar en detalle los supuestos utilizados para estimar costos futuros de la producción del cobre, esto dado que determinan gran parte del margen obtenido en la industria, y por consiguiente de los aportes fiscales que eventualmente contribuyen a la evolución del FRP.
- Se hicieron varias sugerencias respecto a la estimación de premios por riesgo relevantes para la modelación de los retornos financieros del FRP. En particular, sugerencias sobre fuentes internacionales actualizadas y confiables que hacen estimaciones de largo plazo.
- Algunos miembros del Comité manifestaron que algunos de los supuestos utilizados eran demasiado optimistas, lo que podría afectar las conclusiones del estudio.
- Se solicitó se hiciera entrega del *software* necesario, más un correspondiente manual de usuario, con el propósito de, en el futuro, poder hacer otras simulaciones si es que los *inputs* relevantes cambiasen.

Anexo: Resumen de reuniones en 2013

■ ■ REUNIÓN 1 (8 de enero)

A solicitud del Comité, el Gerente de División de Operaciones Financieras del BCCh presentó las principales características de los impuestos que afectan a ambos fondos y detalló aquellos países en los cuales la administración y operación resulta compleja. El Comité manifestó su disposición a recomendar la eliminación de algunos países en los cuales las complejidades y/o tasas tributarias reducen significativamente el retorno de las inversiones, tras una cuidadosa evaluación. Por otra parte, el Subdirector de Racionalización y Función Pública de la Dipres presentó los principales elementos de las bases técnicas de la licitación del “Estudio sobre la sustentabilidad del FRP”. El Comité recomendó que el estudio incorpore la naturaleza estocástica de las variables que determinan tanto la rentabilidad del fondo como sus pasivos contingentes. Asimismo, se aprobaron algunos cambios a las directrices de inversión del FRP para bonos corporativos.

■ ■ REUNIÓN 2 (14 de marzo)

En esa oportunidad, personal del banco custodio, J.P. Morgan, presentó los términos generales de la metodología utilizada para calcular el *tracking error ex ante*. Se solicitó a dicha entidad información adicional acerca de los modelos utilizados para cada clase de activo. Por otra parte, se analizó el impacto de eliminar algunos países del índice accionario utilizado en el FRP, y que se emplearía en el FEES, debido a dificultades operativas de invertir en ellos. Por otra parte, se aprobaron los principales elementos de las nuevas directrices de inversión del FEES, que incluye un portafolio accionario. Adicionalmente, se discutió el estado de avance del Informe Anual del Comité Financiero 2012.

■ ■ REUNIÓN 3 (14 de mayo)

Se analizaron y recomendaron al Ministro de Hacienda los elementos finales de las directrices de inversión del FEES que incluyeron presupuestos de riesgo, mayor flexibilidad para el portafolio de acciones en el uso de otros instrumentos de inversión y la política de rebalanceo del portafolio. Se analizaron las experiencias de otros fondos soberanos y administradores de cartera respecto a los indicadores utilizados para monitorear desviaciones con respecto al comparador referencial, además del *tracking error*. Por otra parte, se agradeció la labor realizada por Cristián Salinas, quien dejó de desempeñarse como Gerente de Mercados Internacionales del BCCh.

■ ■ REUNIÓN 4 (12 de julio)

En esta oportunidad se analizó la necesidad de formalizar una política para la selección, monitoreo y evaluación de los administradores de los fondos, solicitando al Ministerio elaborar una propuesta. Adicionalmente, se informó acerca de los resultados del proceso de licitación para la realización del estudio sobre la sustentabilidad del FRP. El Comité manifestó su satisfacción con equipo ganador del proceso y declaró su compromiso para apoyar las revisiones del estudio. Por último, el Comité se informó sobre el estado de implementación de la nueva política de inversión del FEES.

■ ■ REUNIÓN 5 (12 de agosto)

En esta reunión se analizaron criterios de evaluación tanto cuantitativos como cualitativos para los administradores del portafolio de bonos corporativos del FRP. Adicionalmente, se informó al Comité sobre el grado de avance de la implementación de la nueva política de inversión del FEES, el cual manifestó su satisfacción con el grado de avance logrado hasta la fecha.

■ ■ REUNIÓN 6 (10 de septiembre)

En esta ocasión, el Comité culminó con la evaluación de los administradores de los fondos, evaluando aspectos cuantitativos y cualitativos de los administradores de acciones del FRP. En esta oportunidad también se analizó el desempeño del BCCh. Por otra parte, se informó acerca de la implementación de la nueva política de inversión del FEES, constatándose que el BCCh convergió sin inconvenientes a su nueva composición referencial durante la primera parte del mes de agosto. Además, se informó que durante la segunda quincena del mes de agosto se realizó sin inconvenientes la primera transferencia de US\$ 300 millones de dólares a cada administrador de acciones del FEES. Por último, se discutió la posibilidad de que el Comité disponga de un presupuesto que les permitiera, en caso de necesidad ante situaciones complejas, contratar consultorías, estudios, investigaciones, o visitas de inspección.

■ ■ REUNIÓN 7 (18 de octubre)

El Comité, junto con personal del Ministerio y de la Dipres, revisó el segundo informe de avance del estudio sobre la sustentabilidad del FRP. El Comité manifestó su satisfacción con el grado de avance logrado y observó algunos aspectos metodológicos a considerar por el equipo consultor en las siguientes etapas del desarrollo del modelo. Se solicitó al equipo consultor la presentación del tercer borrador del informe. Por otra parte, el Comité recibió el borrador de política de selección, monitoreo y retención de administradores del FRP y del FEES, preparado por el Ministerio. Respecto al portafolio accionario del FEES, se informó que durante los primeros días de octubre se transfirió a cada administrador el saldo requerido para converger a la composición estratégica de activos.

■ ■ REUNIÓN 8 (2 de diciembre)

En esta sesión se analizó el tercer informe de avance del estudio sobre la sustentabilidad del FRP. El equipo consultor presentó nuevamente la estructura general del modelo y exhibió proyecciones determinísticas de la evolución del fondo, así como también proyecciones estocásticas. El Comité comentó algunos aspectos metodológicos a considerar por el equipo consultor antes de la entrega del informe final y sugirió mejoras al contenido de éste. Por otra parte, el Gerente de Mercados Internacionales y el Gerente de Operaciones Financieras del BCCh presentaron los últimos ajustes a la política de inversión de las reservas internacionales. El Comité y personal del BCCh intercambiaron opiniones acerca de los últimos cambios y su relevancia para los fondos, concluyendo que tienen objetivos muy distintos. Finalmente, Klaus Schmidt-Hebbel informó su decisión de renunciar al Comité a partir del 1 de enero de 2014. El Ministerio y los otros miembros del Comité agradecieron su excelente trabajo y dedicación como miembro del Comité desde julio de 2009 y como presidente desde agosto de 2011 hasta la fecha.

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”*.

Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). *“Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile”*, Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.

Marcel M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001). *“Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000”*, Serie de Estudios de Finanzas Públicas N°1, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.

Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). *“Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile”*, Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.

Schmidt-Hebbel K. (2012). *“Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway”*, preparado para la conferencia *“Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World”*, Kuwait.

Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). *“El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009”*, Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.

Velasco A. y E. Parrado (2012). *“The Political Economy of Fiscal Policy: the Experience of Chile (95-133)”*, Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.

Walker E. (2011). *“Un asset allocation para el FEES”*.

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.

Apalancamiento (*leverage*) — nivel de endeudamiento de una firma o vehículo de inversión.

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.

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%.

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 rentabili-

dad 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.



