

Informe Anual Comité Financiero

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

2008



Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité
Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2008.

La versión electrónica de este documento se encuentra
disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:
www.hacienda.cl/fondos

Registro de Propiedad Intelectual N° 179.447

ISSN: 0718-5790

Edición de 800 ejemplares

Diseño y Diagramación | Zet Arts & Facts - www.zet.cl

Ilustraciones | Alfredo Cáceres

Impresión | Quebecor World Chile S.A.

Abril de 2009, Santiago de Chile

Todos los derechos reservados

Informe Anual **Comité Financiero**

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

2008

Contenidos

Prefacio	7
Integrantes del Comité Financiero	8
01_ Política Fiscal y Objetivos de los Fondos	10
A_ Política Fiscal	11
B_ Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos	11
02_ Mandato y Rol del Comité Financiero	14
A_ Funciones	15
B_ Reuniones	17
03_ Principales Recomendaciones en 2008	22
A_ Política de Inversión	23
B_ Proceso de Selección de Administradores Externos	31
04_ Estado de los Fondos Soberanos	34
A_ Valor de Mercado	35
B_ Rentabilidad	36
Glosario	41

Cuadros

Cuadro 1	32	Gráfico 3	25
Número de firmas en cada etapa del proceso de selección		Evolución del <i>TED spread</i> , 2006-2008	
Cuadro 2	37	Gráfico 4	26
Factores determinantes de la rentabilidad (<i>TWRR</i>) de los Fondos Soberanos en 2008		Evolución del mercado accionario en 2008	

Gráfico 5	27
Evolución del mercado de bonos corporativos en 2008	

Recuadros

Recuadro 1	36	Gráfico 6	27
Tasas de rentabilidad: <i>Time Weighted Rate of Return</i> (<i>TWRR</i>) y Tasa Interna de Retorno (<i>TIR</i>)		Evolución del mercado de bonos soberanos en 2008	
Recuadro 2	37	Gráfico 7	28
Factores que determinan la rentabilidad de los Fondos		Evolución del mercado de bonos soberanos indexados en 2008	
Recuadro 3	39	Gráfico 8	29
Desempeño de fondos soberanos seleccionados del mundo		Evolución de la volatilidad en el mercado accionario y de bonos corporativos, 2005-2008	

Gráfico 9	30
Evolución del <i>CBOE Volatility Index</i> (<i>VIX</i>), 2006-2008	

Gráficos

Gráfico 1	12	Gráfico 10	35
Regla de acumulación de fondos y aportes de capital al BCCh		Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 2007-diciembre 2008	
Gráfico 2	23	Gráfico 11	40
Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el CF		Evolución del índice que representa al FEES y al FRP, abril 2007-diciembre 2008	

Prefacio

El Comité Financiero fue creado en 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en materia de inversión de los recursos fiscales, en especial del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones previstos en la ley de Responsabilidad Fiscal. Este Comité, de carácter externo, es integrado por profesionales con experiencia en los ámbitos económicos y financieros y se reúne periódicamente para analizar temas de relevancia para la inversión de los fondos.

Desde sus inicios el Comité ha tenido un rol activo en el análisis del estado y evolución de los Fondos Soberanos del Fisco. Sus recomendaciones, que se basan en una visión de largo plazo, toman especialmente en cuenta el contexto económico y financiero internacional. Así, considerando el impacto excepcional de la crisis financiera en la estabilidad y la liquidez del sistema financiero internacional, el Comité reevaluó la política de inversión que había recomendado al Ministro de Hacienda a fines de 2007 para diversificar la cartera de inversiones de los Fondos Soberanos mediante la incorporación de acciones y bonos corporativos. El Comité propuso, además, postergar su implementación hasta que las condiciones de volatilidad e incertidumbre de los mercados internacionales retornaran a niveles más cercanos a lo normal.

El presente informe, el segundo preparado por el Comité, da a conocer las labores y actividades del Comité Financiero durante 2008, y es parte del esfuerzo sistemático para difundir y hacer públicas tanto sus deliberaciones y recomendaciones como el estado de los Fondos Soberanos. De este modo, 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 y a la Comisión Especial de Presupuestos.

Integrantes del Comité Financiero



De izquierda a derecha:

Presidente **Andrés Bianchi Larre**

Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile y Master en Economía de la Universidad de Yale. Presidente del Banco Central de Chile (1989-1991) y Embajador de Chile en Estados Unidos (2000-2006). Ha sido Presidente del Banco Credit Lyonnais, del Dresdner Banque Nationale de Paris, y Secretario Ejecutivo Adjunto de la CEPAL. Además ha trabajado como asesor para el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y los Bancos Centrales de Bolivia, Colombia, México y Venezuela. Actualmente es director de empresas.

Vicepresidenta **Ana María Jul Lagomarsino**

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Ph.D. en Economía de la Universidad de Pennsylvania. Trabajó en el Fondo Monetario Internacional (FMI) por 27 años, donde alcanzó la posición de Directora Adjunta, y también representó a Chile y a otros cinco países del Cono Sur como Directora Ejecutiva en el Directorio del FMI. Además ha trabajado como consultora en temas fiscales para el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, el Banco Interamericano de Desarrollo y una consultora privada en Chile.



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 en Berkeley. Actualmente es profesor titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Ha sido profesor asociado visitante en el departamento de finanzas de McCombs School of Business, en la Universidad de Texas, Gerente de Estudios de AFP Habitat, consultor internacional, miembro del Comité del Mercado de Capitales, de la Comisión Clasificadora de Riesgo, y del Consejo Técnico de Inversiones.

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 CMPC S.A. y Empresas Pizarreño S.A, y es miembro del Consejo Técnico de Inversiones.

Consejero **Oscar Landerretche Moreno**

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology (M.I.T.). Actualmente es profesor del Departamento de Economía de la Universidad de Chile y director académico del Magíster en Políticas Públicas conjunto de la Universidad de Chile y la Universidad de Chicago.

Consejero **Andrés Sanfuentes Vergara**

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Master en Economía de la Universidad de Chicago. Ha sido Presidente de BancoEstado (1990-2000), consultor y profesor en la Universidad de Chile y en el programa llades-Georgetown.

CAPÍTULO

01

Política Fiscal y Objetivos de los Fondos



A Política Fiscal

La actual política fiscal tiene por objetivo contribuir a la estabilidad macroeconómica y a proveer bienes públicos que incrementen las oportunidades y la protección social de los chilenos. Para cumplir con estos objetivos, se ha puesto énfasis en el uso eficiente de los recursos públicos y en la transparencia de su gestión.

Desde el 2001, la política fiscal se ha guiado por la regla de balance estructural. Este concepto refleja la situación financiera de tendencia del Gobierno Central y tiene como objetivo atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores de similar naturaleza. De esta manera, se desvincula el gasto público de la evolución cíclica de los ingresos fiscales y, en contraste, se lo relaciona a la trayectoria de los ingresos fiscales más permanentes o estructurales. Ello ayuda a evitar ajustes drásticos en el gasto público ante eventos económicos adversos, ahorrando en tiempos de bonanza, cuando el Fisco recibe ingresos de carácter transitorio, y desahorrando en períodos de crecimiento económico más lento y/o precios de cobre relativamente bajos.

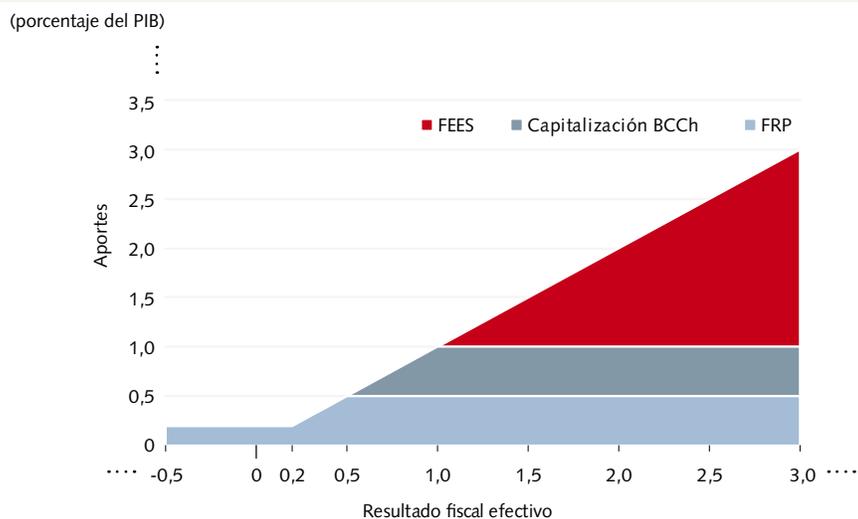
A fin de implementar una política fiscal que asegure la sostenibilidad del gasto público en el tiempo y contribuya a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la ley de Responsabilidad Fiscal¹. Ésta creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y facultó al Presidente de la República para crear el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007 a través del Decreto con Fuerza de Ley N° 1 de 2006, del Ministerio de Hacienda. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

B Objetivos, Reglas y Administración de los Fondos

Objetivos

Los fondos creados bajo la ley de Responsabilidad Fiscal (los “Fondos Soberanos” o “Fondos”) tienen objetivos definidos y diferentes entre sí. En el caso del FRP, el objetivo es complementar el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones mientras que los objetivos principales del FEES son financiar eventuales déficit fiscales y realizar amortizaciones de deuda pública. De este modo, el FEES contribuye a que el gasto fiscal no sea afectado mayormente por la volatilidad de los ingresos del gobierno.

¹ Ley N° 20.128.

Gráfico 1 Regla de acumulación de fondos y aportes de capital al BCCh

Reglas de Acumulación

La ley de Responsabilidad Fiscal define las reglas de constitución y acumulación de los Fondos y la posibilidad de capitalizar al Banco Central de Chile (BCCh) durante cinco años. El gráfico 1 ilustra las reglas de acumulación de los Fondos y el aporte al BCCh a distintos niveles de resultado fiscal.

Conforme a la ley, 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 una cantidad equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF).

La ley de Responsabilidad Fiscal dispone que el Fisco puede efectuar aportes de capital al BCCh por un monto anual equivalente al saldo resultante de restar al superávit efectivo el aporte al FRP, siempre que este saldo sea positivo. Con todo, la contribución anual no podrá exceder del 0,5% del PIB del año anterior. La facultad de efectuar dichos aportes rige por un plazo de cinco años, contado desde septiembre de 2006.

Por último, al FEES ingresará el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP y al BCCh, descontando cuando corresponda las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados durante el año anterior².

² La legislación vigente permite disponer de los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban enterarse al FEES en el año siguiente para realizar amortización de deuda pública y aportes a dicho fondo.

Reglas de uso

Los aportes de recursos al FRP tienen por objeto exclusivo 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. Se podrán realizar giros anuales desde el FRP entre julio de 2008 y 2016 por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior. Después de 2016, el monto de los recursos del FRP que puede ser utilizado anualmente no debe ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales y el gasto en 2008 ajustado por la inflación acumulada desde ese año, medida por el índice de precios al consumidor.

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar de septiembre de 2006, los giros a efectuarse en un año calendario no superan el cinco por ciento de la suma del gasto para financiar la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez y los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez considerado en la ley de Presupuestos de dicho año. Una vez extinguido el FRP, cualquier excedente que resulte deberá transferirse al FEES.

Por su parte, el FEES proveerá los recursos necesarios para financiar las operaciones del Fisco si existe déficit fiscal y/o la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluidos los Bonos de Reconocimiento).

Políticas de administración

Para llevar a cabo la política de inversión de los Fondos, el Ministerio de Hacienda, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 ("Decreto de Agencia"), designó al BCCh como Agente Fiscal para que actúe en nombre y por cuenta del Fisco en la administración e inversión de los recursos de los Fondos. El BCCh debe sujetarse a instrucciones específicas impartidas por el Ministro de Hacienda ("Directrices de Inversión"). Éstas establecen los requisitos y condiciones aplicables para la debida ejecución de las funciones que se le encomienda al BCCh en su rol de Agente Fiscal.

CAPÍTULO **02**

Mandato y Rol del Comité Financiero



A Funciones

La ley de Responsabilidad Fiscal estableció que el Ministro de Hacienda contara con la asesoría de un Comité Financiero para efectos de decidir la inversión de los recursos de los Fondos y definir las directrices necesarias para su implementación.

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 de un comité asesor externo, integrado por profesionales de amplia trayectoria en los ámbitos económicos y financieros.

Dicho comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621 de 2007 del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 11 de agosto de 2007. Tal decreto oficializó la designación de sus primeros integrantes: Andrés Bianchi Larre, Martín Costabal Llona, Ana María Jul Lagomarsino, Oscar Landerretche Moreno, Andrés Sanfuentes Vergara y Eduardo Walker Hitschfeld. El Ministro de Hacienda designó a Andrés Bianchi como presidente del Comité Financiero y sus integrantes eligieron a Ana María Jul como vice-presidente. En septiembre de 2008, el Ministerio de Hacienda comunicó oficialmente la renovación de la designación de los consejeros Martín Costabal, Oscar Landerretche y Eduardo Walker por un período de dos años³.

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 fundamentales para una política de inversión de largo plazo que les sean consultados por el Ministro de Hacienda, tales como la distribución de las inversiones por clases de activos, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los Fondos, la definición de los límites a las desviaciones permitidas 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.

³ El Decreto N° 621 estableció que el Comité se renovaría parcialmente, a razón de tres miembros cada año por un período de dos años. En consecuencia, los tres consejeros mencionados fueron nombrados inicialmente por un año.

- › Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los Fondos que son presentados al Ministerio de Hacienda 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.
- › Emitir opinión sobre la estructura y contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los Fondos que prepara trimestralmente el Ministerio de Hacienda.
- › Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los Fondos que éste le encomiende.

Asimismo, el Comité puede expresar sus puntos de vista sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de largo plazo de los Fondos. Tanto aquéllos como sus recomendaciones deben considerar los principios, objetivos y reglas que rigen los Fondos explicados en la sección anterior.

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 de Hacienda, en la cual está disponible toda la información actualizada relacionada con estas materias⁴.

⁴ <http://www.hacienda.cl/fondos>

B Reuniones

Durante 2008 el Comité Financiero se reunió formalmente en diez ocasiones. Estas reuniones representan la instancia principal en que se acuerdan las recomendaciones que el Comité entrega al Ministro de Hacienda respecto de las políticas de inversión de los Fondos. En los periodos entre las reuniones, los miembros del Comité intercambiaron información y análisis por medio de correos electrónicos.

A pesar que, conforme al decreto que lo estableció, el Comité debe reunirse a lo menos una vez por semestre, sus miembros, al igual que el año anterior, consideraron indispensable realizar un mayor número de reuniones.

Para facilitar su funcionamiento, el Comité Financiero cuenta con el apoyo de personal especializado del Ministerio de Hacienda. Este está encabezado por el Coordinador de Finanzas Internacionales, Eric Parrado, quien actúa como representante del Ministro ante el Comité. El equipo del Ministerio de Hacienda incluye además a dos economistas senior, dos economistas y un abogado del área de Finanzas Internacionales, así como el Jefe de la División de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos, el Jefe del Área de Programación Financiera de dicha división y dos analistas de esa área.

En general, las reuniones del Comité Financiero se estructuran en cuatro partes. En la primera, los funcionarios del Ministerio de Hacienda presentan, entre otras materias, un informe detallado acerca del estado de los Fondos, incluyendo la evolución de los recursos acumulados y su rentabilidad, y proporcionan antecedentes, estudios y comparaciones internacionales relacionados con las políticas de inversión de otros fondos soberanos. En la segunda parte, el Comité analiza y evalúa el desempeño de los fondos y su conformidad con la política de inversión establecida. En la tercera, si lo estiman pertinente, los miembros del Comité discuten y formulan recomendaciones específicas al Ministro de Hacienda. Por último, el Comité aprueba el comunicado que informa al público acerca de sus deliberaciones y las recomendaciones acordadas.

A continuación se detallan los principales temas analizados en cada reunión así como un resumen de los acuerdos adoptados.

ENERO

L	M	M	J	V	S	D
	01	02	03	04	05	06
07	08	09	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

Reunión 1:

25

 DE ENERO

La primera reunión del Comité Financiero estuvo dedicada a la revisión del proceso de selección de un consultor internacional encargado de apoyar la elección de los administradores externos que gestionarían la inversión de los futuros portafolios de acciones y bonos corporativos⁵. Teniendo en cuenta los costos de la consultoría, los plazos en que ella se realizaría, la experiencia de las seis firmas que postularon y la cobertura de las bases de datos, el Comité recomendó al Ministro de Hacienda contratar a la empresa *Strategic Investment Solutions (SIS)*. Por otra parte, en esta reunión se siguió avanzando en la determinación de los detalles de la nueva política de inversión. Específicamente, el Comité propuso al Ministro de Hacienda comparadores referenciales (*benchmarks*) específicos para cada clase de activos y que a finales de 2008 se redujera la proporción invertida en instrumentos de corto plazo a 5% en ambos Fondos.

5 A fines de 2007, el Comité recomendó al Ministro de Hacienda diversificar la política de inversión de los Fondos, incorporando a sus carteras acciones y bonos corporativos.

MARZO

L	M	M	J	V	S	D
					01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

Reunión 2:

17

 DE MARZO

La segunda reunión se centró en el análisis del contenido del informe sobre sus actividades que anualmente debe preparar el Comité. Éste acordó también publicar el informe en el sitio web del Ministerio de Hacienda. Analizó además el proceso de contratación de SIS así como las directrices de inversión que el Ministerio de Hacienda envió al BCCh, siguiendo las recomendaciones del Comité respecto a la nueva política de inversión. Por último, se revisaron las publicaciones e iniciativas internacionales más recientes en materia de fondos soberanos. El Ministro de Hacienda Andrés Velasco participó en parte de esta sesión.

Reunión 3:

7

 DE ABRIL

En su tercera sesión, el Comité revisó el contenido del borrador final del informe anual sobre sus actividades en 2007. En conformidad a las disposiciones legales, dicho informe se entregó a fines de abril al Ministro de Hacienda y se enviaron copias a las Comisiones de Hacienda de la Cámara y del Senado, así como a la Comisión Especial de Presupuestos. Adicionalmente, se distribuyeron 600 copias entre diversas instituciones, medios de comunicación y personalidades de los sectores público y privado.

ABRIL

L	M	M	J	V	S	D
		01	02	03	04	05
	06	07	08	09	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

JUNIO

L	M	M	J	V	S	D
						01
02	03	04	05	06	07	08
09	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30						

Reunión 4:

2 DE JUNIO

El Comité dedicó su cuarta reunión principalmente a evaluar el proceso de selección de los administradores externos que gestionarían los futuros portafolios de acciones y bonos corporativos. La discusión se centró en el análisis de los resultados preliminares del proceso de recolección de información sobre la organización, experiencia y desempeño histórico solicitada a los 110 administradores externos contactados. Por otra parte, el equipo del Ministerio de Hacienda entregó antecedentes acerca de la iniciativa anunciada por la Presidenta de la República de constituir el Fondo Bicentenario de Capital Humano para financiar becas de perfeccionamiento en el extranjero.

Reunión 5:

2 DE JULIO

En su quinta sesión, el Comité continuó revisando el proceso de selección de administradores externos. En ella el BCCh presentó al Comité los resultados finales de la primera etapa de dicho proceso que terminó con la preselección de 49 firmas. La lista contó con el visto bueno del Comité. Éste, a su vez, entregó sugerencias acerca de la información que debía solicitarse en la siguiente etapa a las firmas preseleccionadas para evaluar su capacidad técnica y eficiencia para administrar los futuros portafolios de acciones y bonos corporativos. Asimismo, el Comité formuló recomendaciones acerca de los criterios de selección que debían utilizarse para evaluar las fortalezas relativas de los administradores externos y propuso modificaciones a sus ponderaciones.

JULIO

L	M	M	J	V	S	D
	01	02	03	04	05	06
07	08	09	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

Reunión 6:

5 DE SEPTIEMBRE

La sexta reunión se centró en la revisión de una lista corta de 20 administradores externos elegidos por el BCCh, con el apoyo de SIS, tras la evaluación de las propuestas recibidas en respuesta al cuestionario enviado a las firmas en la segunda etapa de selección. Se acordó que los administradores externos incluidos en dicha lista corta serían entrevistados por el BCCh, el Ministerio de Hacienda y SIS en San Francisco, Estados Unidos. El Comité evaluó además los resultados del Seminario Internacional "Fondos Soberanos: Responsabilidad con Nuestro Futuro", organizado por el Ministerio de Hacienda, y concluyó que éste había constituido una oportunidad para transmitir públicamente distintos aspectos de los fondos chilenos y para realizar una comparación con los de otros países. Además, analizó el acuerdo alcanzado por el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos en su reunión en Santiago, referente a la adopción de principios y prácticas que deberían ser generalmente aceptados por los fondos⁶. En opinión del Comité, este acuerdo constituyó un paso adicional para fomentar una mayor transparencia de los fondos soberanos y mantener el libre flujo de inversiones a nivel global, en el contexto de un sistema financiero abierto y estable.

⁶ Para mayor información sobre los acuerdos adoptados, denominados Principios de Santiago, véase el Informe Anual 2008 de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda.

SEPTIEMBRE

L	M	M	J	V	S	D
01	02	03	04	05	06	07
08	09	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30					

Reunión 7:

23 DE SEPTIEMBRE

En su séptima reunión, el Comité analizó la evolución de la crisis financiera internacional y acordó realizar un seguimiento permanente de las causas y efectos de las intervenciones realizadas por los gobiernos y bancos centrales de las principales economías industrializadas para garantizar la estabilidad y liquidez del sistema financiero internacional. El Comité también examinó la situación de las instituciones en que estaban invertidos parte de los recursos de los Fondos, así como la que se desempeñaba como custodio, confirmando que no se tenían inversiones en entidades que estaban enfrentando graves dificultades financieras. Por otra parte, el Comité estuvo de acuerdo con la conclusión del Ministerio de Hacienda respecto del impacto de la crisis sobre los administradores preseleccionados, y constató que éstos no se habían visto afectados significativamente por aquella. Asimismo, el Comité continuó revisando el proceso de selección de administradores externos para las inversiones de los Fondos, evaluando el resultado de la ronda de entrevistas realizada en San Francisco, luego de las cuales se seleccionó a un grupo de 10 empresas para ser entrevistadas en Santiago. El Comité aprobó los resultados alcanzados y entregó indicaciones adicionales en cuanto a antecedentes e información que debieran entregar los administradores en Santiago.

OCTUBRE

L	M	M	J	V	S	D
		01	02	03	04	05
06	07	08	09	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

Reunión 8:

20 DE OCTUBRE

En su octava sesión, el Comité revisó en detalle el estado de las inversiones de los recursos de los Fondos, identificando los países e instituciones financieras donde había inversiones. El Comité analizó, además, los recientes episodios de turbulencia financiera en la economía internacional, examinó las decisiones y políticas adoptadas por distintos gobiernos y bancos centrales, y evaluó su impacto potencial en las inversiones de los Fondos. Por otra parte, el BCCh presentó al Comité la lista de los diez administradores externos seleccionados después de la ronda de entrevistas en Santiago, los cuales, en su opinión, satisfacían los requisitos de experiencia en el manejo de carteras, idoneidad técnica, calidad de servicio, solvencia, transparencia y costos competitivos. El Comité concordó con dicha selección.

NOVIEMBRE

L	M	M	J	V	S	D
					01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

Reunión 9:

27 DE NOVIEMBRE

La novena reunión del Comité se concentró en el análisis del estado de los Fondos y de sus inversiones individuales en el contexto de la crisis internacional. Se constató que no existían inversiones en entidades cuyas condiciones de solvencia y/o liquidez se hubiesen visto especialmente afectadas por la crisis de la economía mundial. Tomando en cuenta la volatilidad excepcional y la incertidumbre prevalecientes en el escenario internacional, el Comité decidió recomendar al Ministro de Hacienda postergar la implementación de la política de inversiones que había propuesto a fines de 2007. Acordó, asimismo, seguir monitoreando las condiciones financieras internacionales de modo de proponer al Ministro de Hacienda la estrategia más adecuada para materializar en el futuro una política de diversificación de los Fondos.

DICIEMBRE

L	M	M	J	V	S	D
01	02	03	04	05	06	07
08	09	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

Reunión 10:

29 DE DICIEMBRE

La décima reunión se enfocó en el análisis de la ampliación de los emisores elegibles para las inversiones de los Fondos. Teniendo en cuenta la intensidad creciente de la crisis económica mundial y la mayor solidez y mejor supervisión del sector financiero local, el Comité propuso agregar los depósitos en moneda extranjera efectuados en bancos locales a la lista de instrumentos elegibles para las inversiones de los Fondos⁷.

Por otra parte, acogiendo una propuesta del BCCh y como consecuencia de la recomendación que había adoptado el mes anterior de postergar la inversión de parte de los recursos de los Fondos en acciones y bonos corporativos, el Comité recomendó al Ministro de Hacienda dar por concluido el proceso de selección de los administradores externos asociados a dicha política de inversión. El Comité sugirió que, cuando se decidiera llevar a cabo esta política, se considerara a los finalistas del proceso de selección desarrollado durante 2008.

⁷ Esta recomendación fue formalizada en la reunión del 9 de enero de 2009.

CAPÍTULO **03**

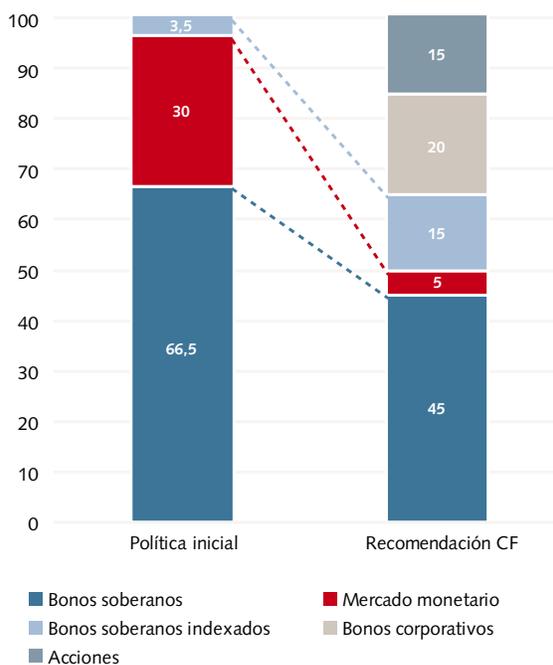
Principales
Recomendaciones
en 2008

A Política de Inversión

Desde marzo de 2007, la política de los Fondos ha consistido en invertir los recursos en clases de activos similares a los del portafolio de inversiones de las reservas internacionales administradas por el BCCh. Por ello, la cartera inicial de los Fondos incluía únicamente instrumentos financieros de bajo riesgo, de corto y mediano plazo. De hecho, se definió que el 30% del portafolio se invirtiera en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación. Entre otras restricciones, se fijaron límites para la exposición de monedas, estableciéndose las siguientes proporciones referenciales: 50% en dólares de EE.UU., 40% en euros y 10% en yenes.

No obstante, tomando en cuenta la diferente naturaleza y los distintos objetivos de los Fondos respecto a los de las reservas internacionales, el Comité acordó en su sesión de octubre de 2007 recomendar al Ministro de Hacienda cambiar gradualmente la política de inversión de ambos Fondos para lograr una cartera más diversificada. En particular, recomendó que hacia fines de 2008 la nueva estructura de inversión incluyera 15% en acciones, 20% en bonos corporativos, 45% en bonos soberanos, 15% en bonos indexados y 5% en instrumentos del mercado monetario (*gráfico 2*).

Gráfico 2 Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el CF
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

A juicio del Comité, esta composición de activos ofrecería una rentabilidad mayor en el mediano y largo plazo que la política inicial, asumiendo un nivel aceptable de riesgo.

La recomendación del Comité fue acogida por el Ministro de Hacienda y para iniciar su implementación, en febrero de 2008 se enviaron nuevas directrices de inversión al BCCh. Estas incluían un mandato para seleccionar administradores externos que gestionarían los nuevos componentes de los portafolios.

La nueva política de inversión propuesta –pese a ser muy conservadora en comparación a las típicamente utilizadas por otros fondos soberanos– involucraba mayores niveles de riesgo que la política inicial. Ello se vería reflejado principalmente en la mayor volatilidad de los retornos (pérdidas o ganancias), especialmente en el corto plazo, originada por la incorporación de acciones y bonos corporativos a la cartera de los Fondos.

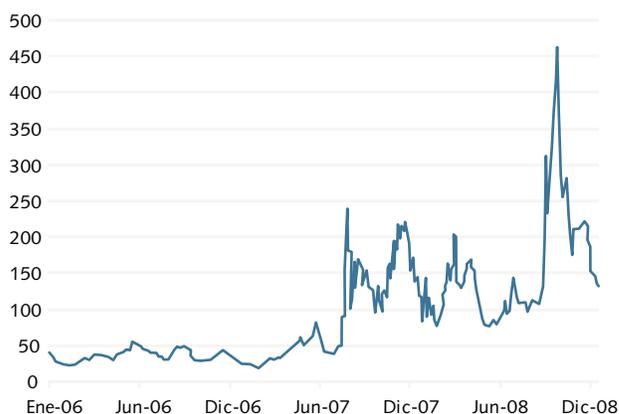
Pese a los avances realizados en el curso del año en la selección de administradores externos (que se describen en detalle en la sección siguiente), el Comité propuso postergar la implementación de la nueva política de inversión debido a la extraordinaria intensidad de la crisis financiera internacional.

Como es sabido, el 2008 estuvo marcado por la profundización de los problemas financieros desencadenados en 2007 en EE.UU. por la denominada crisis *sub-prime*. De hecho los efectos de ésta se extendieron luego a nivel global, debilitando la solidez del sistema financiero internacional y la solvencia de importantes instituciones alrededor del mundo. La incertidumbre acerca de la exposición efectiva de las instituciones financieras a los “instrumentos tóxicos”, la caída aguda sufrida por el valor de las propiedades inmobiliarias en EE.UU. y en numerosos países europeos, el aumento del nivel de mora de los créditos hipotecarios, y la contracción del consumo causada por el alza del desempleo, la pérdida de riqueza y el vuelco negativo en las expectativas, acentuaron las dudas acerca de si el nivel de capitalización de las entidades financieras les permitiría absorber futuras pérdidas.

El momento más grave de la crisis se presentó en septiembre de 2008, después del colapso de Lehman Brothers, que fue seguido por la quiebra de Washington Mutual, el rescate de American International Group (AIG) –una de las mayores empresas aseguradoras del mundo– y del banco belga-holandés Fortis. Estos desarrollos y otros eventos de alcance global causaron la semi-paralización del sistema financiero, una caída fuerte y generalizada de las bolsas y un incremento de la volatilidad de los mercados, afectando así considerablemente la liquidez del sistema financiero. De hecho, la iliquidez de los mercados y la desconfianza cada vez mayor sobre la solvencia de las instituciones financieras se reflejaron en el aumento de la diferencia entre la tasa de interés a la que éstas se prestan fondos (*Libor*) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de los Estados Unidos). Dicha diferencia, conocida como *TED spread*, llegó a niveles cercanos a los 450 puntos base (ó 4,5 puntos porcentuales) en el tercer trimestre de 2008, siendo muy superior a su promedio histórico desde 2006, de 35 puntos base (*gráfico 3*). Esta situación y los problemas agudos enfrentados por varias entidades financieras condujeron a su intervención por parte de algunos bancos centrales y gobiernos para mantener la integridad del sistema financiero internacional.

Gráfico 3 Evolución del *TED spread*, 2006-2008

(en puntos base)



FUENTE: Bloomberg.

Simultáneamente se desplomaron los precios de las acciones en la mayoría de las bolsas del mundo. Así, en el curso de 2008 el índice accionario *Standard & Poor's 500 (S&P500)* cayó casi 39%, mientras que el *Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI)* registró una baja aún mayor (-43,5%) (gráfico 4)⁸.

La crisis afectó también a los bonos corporativos. En efecto, a raíz de la disminución de las ventas y las crecientes dificultades de financiamiento que enfrentaron las empresas, se generalizó la percepción del mercado sobre la probabilidad que muchas de éstas no pudieran cumplir con sus obligaciones financieras. El *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index* cayó más de 15% entre julio y octubre de 2008 y, pese a que se recuperó parcialmente en los dos meses siguientes, finalizó el año con una baja de 8,6% (gráfico 5)⁹.

Gráfico 4 Evolución del mercado accionario en 2008

S&P500 y MSCI ACWI

(Enero 2008 = 100)



FUENTE: Bloomberg.

⁸ El índice *S&P500* mide el desempeño bursátil de las 500 empresas más grandes de EE.UU. A su vez, el *MSCI ACWI* es utilizado para medir el desempeño del mercado accionario en economías desarrolladas y emergentes.

⁹ El *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index* representa el valor de un portafolio compuesto por instrumentos de renta fija emitidos por empresas de distintos países y sectores económicos.

En contraste, los precios de los bonos soberanos de los países desarrollados, y en especial los del tesoro de EE.UU., experimentaron alzas importantes debido al fuerte aumento de la demanda por este tipo de papeles generado por la incertidumbre reinante en los mercados. Ello, unido a una mayor aversión al riesgo de los inversionistas, contribuyó a que éstos buscaran refugio en esos activos, lo que ocasionó una marcada alza en sus precios y la consecuente baja en sus tasas de interés. Así, el *Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index* cerró el año con una rentabilidad de 10,2% (gráfico 6)¹⁰.

Gráfico 5 Evolución del mercado de bonos corporativos en 2008

Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index

(Enero 2008 = 100)

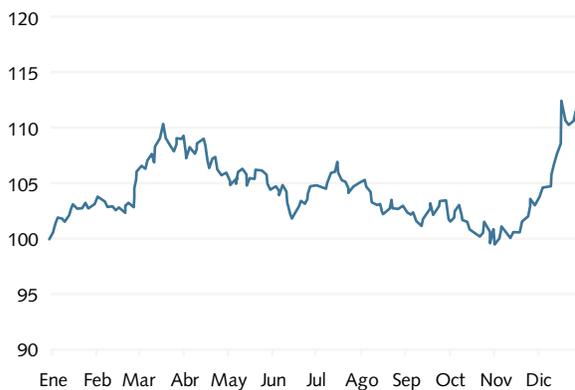


FUENTE: Barclays Capital.

Gráfico 6 Evolución del mercado de bonos soberanos en 2008

Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index

(Enero 2008 = 100)



FUENTE: Barclays Capital.

¹⁰ El *Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index* es utilizado para medir el desempeño de los instrumentos de renta fija soberana de distintos países clasificados con grado de inversión.

Por el contrario, a partir de agosto los bonos indexados a inflación experimentaron una brusca baja en sus precios, producto de su menor liquidez y de las expectativas de que varias economías desarrolladas entraran en un periodo de deflación. Como resultado de ello, la rentabilidad del *Barclays Capital Global Inflation-Linked Index* fue -7,7% en el año (gráfico 7)¹¹.

Al mismo tiempo se incrementó marcadamente la volatilidad de los mercados financieros. De hecho, tanto la volatilidad del mercado accionario, calculada a partir del *MSCI ACWI*, como la de los bonos corporativos, calculada a partir del *Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index*, llegaron a niveles máximos a comienzos del cuarto trimestre de 2008 (gráfico 8).

Similar fue la evolución del *CBOE Volatility Index (VIX)* que representa la volatilidad del índice *S&P500* esperada por el mercado en los siguientes treinta días. Su valor se incrementó considerablemente durante los episodios más graves de la crisis (gráfico 9).

Gráfico 7 Evolución del mercado de bonos soberanos indexados en 2008

Barclays Capital Global Inflation-Linked Index

(Enero 2008 = 100)



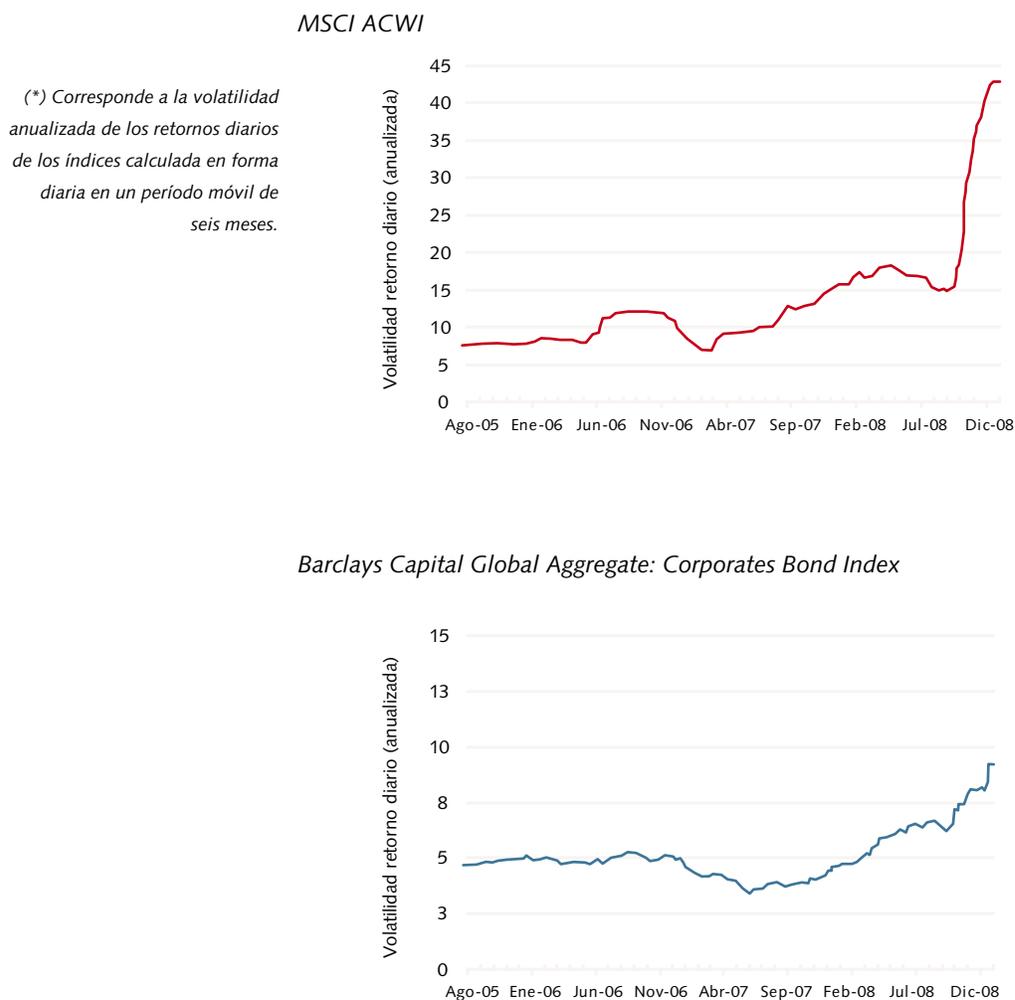
FUENTE: Barclays Capital.

¹¹ El *Barclays Capital Global Inflation-Linked Index* es utilizado para medir el desempeño de los bonos indexados a la inflación en los principales mercados.

Tomando en cuenta la intensidad y extensión casi sin precedentes de la crisis económica y financiera y la extraordinaria volatilidad e incertidumbre de los mercados, el Comité acordó en su reunión de noviembre recomendar al Ministro de Hacienda postergar la implementación de la nueva política de inversión. Por otra parte, el Comité se comprometió a seguir monitoreando las condiciones financieras internacionales de modo de proponer al Ministro de Hacienda la estrategia más adecuada para materializar la política de diversificación de los Fondos en el futuro.

Gráfico 8 Evolución de la volatilidad en el mercado accionario y de bonos corporativos(*), 2005–2008

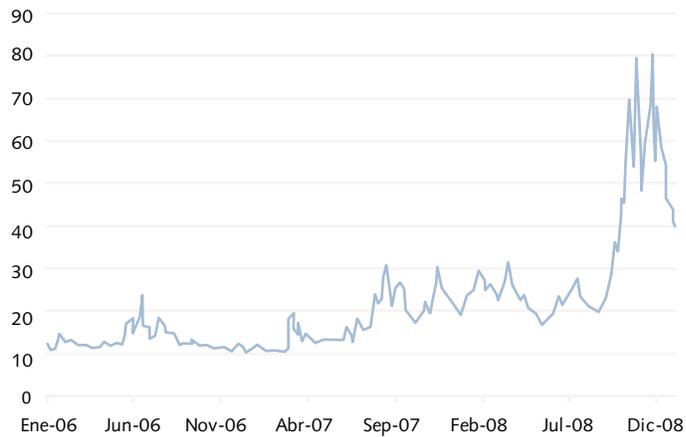
(en porcentajes)



FUENTE: Ministerio de Hacienda, Bloomberg, Barclays Capital.

Gráfico 9 Evolución del CBOE Volatility Index (VIX), 2006-2008

(en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg.

B Proceso de Selección de Administradores Externos

Contexto

Una parte importante de las actividades del Comité en 2008 estuvo relacionada con el proceso de selección de administradores externos para la cartera en acciones y bonos corporativos que debía constituirse hacia fines de ese mismo año. Con este fin, el Comité propuso que se eligieran varios administradores por cada clase de activo, y que se asignara a cada uno de ellos montos determinados de inversión. Sugirió, asimismo, que en un principio la administración fuese del tipo predominantemente pasiva, y que ella evolucionara luego en forma gradual hacia una administración más activa. Además, recomendó al Ministro de Hacienda que tanto el Ministerio como el BCCh participaran conjuntamente en la selección de los administradores externos.

Selección del consultor externo

Luego de analizar el diseño del proceso de selección de administradores externos, el Comité recomendó contratar una empresa consultora externa para prestar asesoría en dicho proceso. Así, en la evaluación de los potenciales administradores externos se contaría con apoyo técnico especializado y se tendría acceso a las amplias bases de datos del consultor elegido. El Comité propuso al Ministro de Hacienda seleccionar a la firma consultora basándose en los siguientes criterios: costo (precio de la asesoría); plazo (número de semanas que tomaría el desarrollo de la asesoría); experiencia (número de clientes de la empresa consultora y servicios prestados por ella) y cobertura de sus bases de datos (cantidad y calidad de la información contenida). Utilizando tales criterios, el Comité recomendó la contratación de la firma Strategic Investment Solutions (SIS) entre un total de seis firmas especializadas.

Selección de los administradores externos

La selección de los administradores externos incluyó cuatro etapas:

Etapa 1 SOLICITUD DE INFORMACIÓN

Mediante el envío de una solicitud de información (*Request for Information*) se invitó a participar a 110 instituciones que previamente habían manifestado su interés de administrar las carteras de bonos corporativos y acciones. El BCCh, el Ministerio de Hacienda y la empresa consultora SIS evaluaron las capacidades y calificaciones de las firmas sobre la base de los antecedentes proporcionados por ellas. Conforme a éstos, se eligió un subconjunto de 26 firmas para la administración de acciones y de 23 para la administración de bonos corporativos (*cuadro 1*). Todas ellas fueron invitadas a la segunda etapa del proceso. Los resultados fueron presentados por el BCCh al Comité, que estuvo de acuerdo con la selección realizada.

Etapa 2 SOLICITUD DE PROPUESTAS

En julio el BCCh remitió una solicitud de propuestas (*Request for Proposal*) a cada una de las firmas pre-seleccionadas. Teniendo en cuenta las respuestas recibidas, se evaluaron aspectos cualitativos y cuantitativos de dichas empresas, como el estilo de inversión, capacidad de gestión sujeta a presupuestos de riesgo limitados, calificación y rotación del personal, disposición para transferir conocimientos y tecnología a las autoridades chilenas, estructura de los procesos de toma de decisiones, y costos. Estos criterios se ponderaron según lo concordado previamente por el BCCh, el Ministerio de Hacienda y el Comité. Como resultado, se conformó una lista corta de 10 firmas para cada mandato. Los fundamentos de esta decisión fueron presentados por el BCCh al Comité, que concordó con ellos.

Cuadro 1 Número de firmas en cada etapa del proceso de selección

	Etapa	Número de firmas
1	Solicitud de información (Universo de administradores)	110
2	Solicitud de propuestas (Pre-seleccionados)	49
3	Entrevistas en San Francisco (Lista corta)	20
4	Entrevistas en Santiago (Finalistas)	10

FUENTE: Banco Central de Chile.

Etapa **3** ENTREVISTAS EN SAN FRANCISCO

Las 20 firmas incluidas en la lista corta fueron invitadas a participar en una ronda de entrevistas en septiembre en las oficinas de SIS en San Francisco, EE.UU. En estas entrevistas se analizó y validó la información entregada en etapas anteriores, se conoció al personal que administraría las carteras, se negociaron los costos de administración y se detalló el nivel de servicios adicionales que podrían ofrecer al BCCh y al Ministerio de Hacienda. Finalmente, se seleccionó a cinco firmas finalistas para cada mandato teniendo en cuenta sus distintos niveles de costos, estilos de inversión, diversificación geográfica y otros criterios propuestos por el Comité. Tales resultados fueron presentados por el BCCh al Comité y contaron con su visto bueno.

Recomendación del Comité Financiero

En su última reunión del año, el Comité Financiero acordó recomendar al Ministro de Hacienda dar por concluido el proceso de selección de los administradores externos que participarían en la fase orientada a aumentar la diversificación de los Fondos Soberanos mediante la inclusión de bonos corporativos y acciones. Tal propuesta concordó con la recomendación adoptada en su sesión de noviembre de 2008 de diferir las inversiones en dichas clases de activos, debido a la excepcional volatilidad y la incertidumbre que habían marcado la evolución del escenario financiero y económico internacional. Asimismo, el Comité sugirió que, al momento de reiniciarse dicha política de inversiones, se considerara las firmas incluidas en la lista corta del proceso de selección desarrollado durante el 2008.

Etapa **4** ENTREVISTAS EN SANTIAGO

Posteriormente, las 10 firmas finalistas fueron entrevistadas por el BCCh, el Ministerio de Hacienda, miembros del Comité Financiero y SIS. Basándose en las entrevistas y el análisis del conjunto de información obtenida en las etapas anteriores, el BCCh presentó al Comité una lista con el orden de preferencia de las cinco firmas finalistas para cada mandato, información relevante para el caso en que el Ministerio de Hacienda decidiese contratar a menos de cinco administradores externos por clase de activo. Tales resultados fueron aprobados por el Comité.

CAPÍTULO **04**

Estado de los Fondos Soberanos

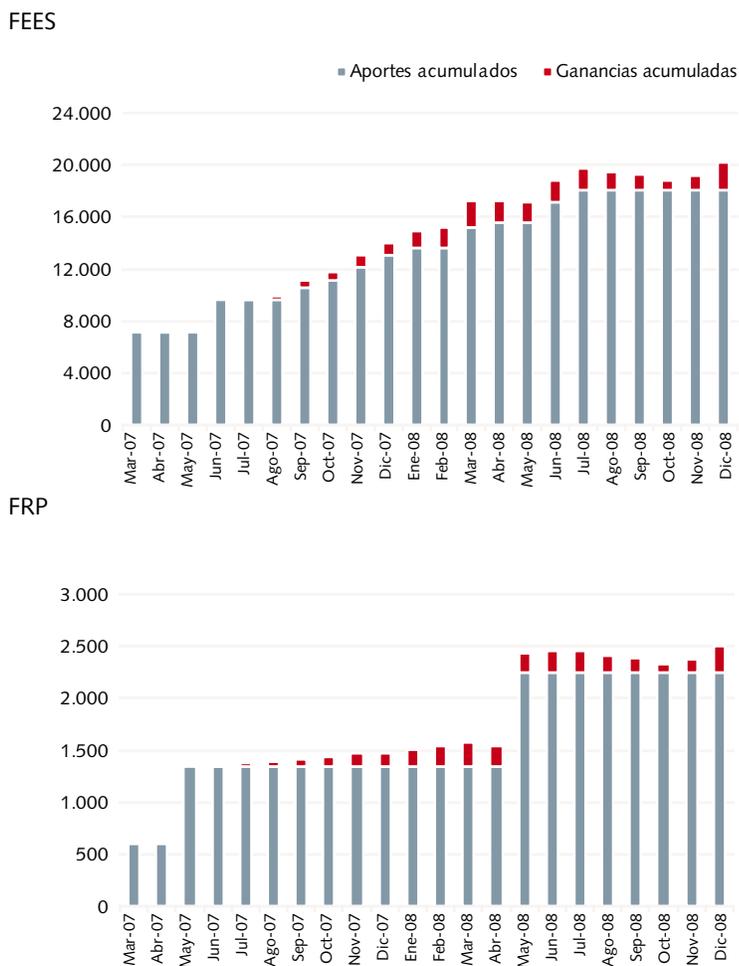


A Valor de Mercado

Los valores de mercado del FEES y del FRP a fines de 2008 alcanzaron US\$ 20.211 millones y US\$ 2.507 millones, respectivamente. Estos valores se comparan con US\$ 14.033 millones en el FEES y US\$ 1.466 millones en el FRP a fines de 2007. El incremento en el valor del FEES se debió a la acumulación de ganancias netas de la inversión por un total de US\$ 1.178 millones y a nuevos aportes de US\$ 5.000 millones. Por su parte, el aumento en el FRP fue el resultado de ganancias netas por US\$ 131 millones y de nuevos aportes de US\$ 909 millones (*gráfico 10*).

Gráfico 10 Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 07-diciembre 08

(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

B Rentabilidad

En 2008, la rentabilidad neta en dólares de los Fondos Soberanos medida por la tasa denominada *Time-Weighted Rate of Return (TWRR)* fue de 7,6%, tanto para el FEES como para el FRP. Medida por la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de 6,8% para el FEES y 6,4% para el FRP (*recuadro 1*).

La rentabilidad alcanzada en 2008 por el FEES y el FRP se explica, principalmente, por el rendimiento positivo (7,2%) obtenido en la moneda de emisión (moneda de origen) de los instrumentos financieros incluidos en los portafolios de ambos Fondos. En una mucho menor medida (0,4%), la rentabilidad se generó por las variaciones en las paridades cambiarias del euro y el yen con respecto al dólar (*ver cuadro 2 y recuadro 2*).

Recuadro 1_Tasas de rentabilidad: *Time Weighted Rate of Return (TWRR)* vs. Tasa Interna de Retorno (TIR)

Existen dos métodos típicamente utilizados para calcular el retorno de un portafolio de inversiones: la *Time Weighted Rate of Return (TWRR)* y la Tasa Interna de Retorno (TIR).

La *TWRR* es utilizada para medir el retorno de las inversiones que depende directamente de las decisiones de inversión del administrador del portafolio. Para ello, este método elimina el efecto de los aportes y retiros de capital que por lo general no dependen del administrador. Su cálculo se realiza obteniendo diariamente el retorno que se origina producto de la variación en el valor de mercado de las inversiones. De esta manera, si en un día parti-

cular existen aportes (retiros) de capital, el valor final se ajusta descontando (sumando) los aportes (retiros). Así, la *TWRR* refleja el desempeño de un inversionista que realizó todos los aportes y retiros de capital al comienzo del período de inversión.

Por su parte, la TIR tiene como finalidad informar la rentabilidad efectiva del inversionista, tomando en cuenta el momento y el tamaño de los aportes y retiros de capital. La TIR es la tasa de descuento que iguala el valor final del portafolio al valor presente de todos los aportes y retiros.

Cuadro 2 Factores determinantes de la rentabilidad (TWRR) de los Fondos Soberanos en 2008

(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2008
		I	II	III	IV	
FRP	Monedas de origen	2,8	-1,1	1,9	3,5	7,2
	Cambio en paridades cambiarias	4,5	-0,8	-4,4	1,4	0,4
	Retorno total (USD)	7,4	-2,0	-2,5	4,9	7,6
FEES	Monedas de origen	2,8	-1,1	1,9	3,5	7,2
	Cambio en paridades cambiarias	4,5	-0,8	-4,4	1,4	0,4
	Retorno total (USD)	7,3	-1,9	-2,5	4,9	7,6

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Recuadro 2_Factores que determinan la rentabilidad de los Fondos

La rentabilidad de las inversiones de los Fondos Soberanos depende de varios factores que inciden positiva o negativamente en el valor del portafolio. Los más importantes son las tasas de interés y las paridades cambiarias.

1. La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo corresponde a su tasa de interés y tiende a ser muy estable.
2. La rentabilidad de los instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo se ve afectada principalmente por el nivel y los movimientos de tasas de interés en el país donde se invierte. Por ejemplo, si las tasas de interés en un país son bajas, los depósitos bancarios o bonos emitidos por el gobierno ofrecerán un retorno menor al alcanzable en otros países donde el nivel de las tasas de interés es mayor. Además, los movimientos de las tasas incidirán en el valor de mercado de los activos de renta fija, en especial de los bonos de mayor plazo que se mantengan en el portafolio. Ello obedece a que un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado del bono mientras que una disminución lo incrementa. La rentabilidad que resulta producto de estos factores se denomina "rentabilidad en moneda de origen".
3. La rentabilidad de los fondos depende también de los movimientos de las paridades cambiarias de la moneda elegida para medir su desempeño con respecto a las demás monedas en que se encuentran invertidos sus recursos. Por ejemplo, para un fondo que mide sus resultados en dólares, el valor en esta moneda de las inversiones denominadas en euros (yenes) aumentará ante una apreciación de la moneda europea (japonesa) y lo inverso ocurrirá si éstas se deprecian con respecto al dólar.
4. Por lo tanto, la rentabilidad final del fondo será la suma de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.

La rentabilidad en las monedas de origen registradas durante el 2008 fue el resultado de una política de inversión conservadora que priorizó instrumentos de renta fija de bajo riesgo crediticio, como los bonos soberanos y los depósitos a plazo en instituciones financieras con una clasificación de riesgo internacional superior a A-. En efecto, la recomposición de los portafolios a nivel global por parte de los inversionistas que vendieron los instrumentos más riesgosos de sus carteras para adquirir otros activos más seguros y de menor volatilidad –proceso conocido como *flight to quality*– incrementó en especial la demanda de instrumentos emitidos y respaldados por los gobiernos de los países desarrollados, generando un alza en sus precios de mercado. Por otro lado, la reducción en la exposición de los Fondos al sector bancario desde un 30% a comienzos de 2008 a un valor cercano al 16% a finales de este año permitió disminuir el riesgo crediticio.

Aunque menos importante, el efecto de las variaciones de las paridades cambiarias también fue positivo. Ello se originó principalmente en la apreciación del yen, que elevó el valor en dólares de los instrumentos denominados en la moneda japonesa.

Como se explica en el *recuadro 3*, los resultados obtenidos por los fondos soberanos chilenos se comparan favorablemente con los de la mayoría de otros fondos soberanos del mundo.

A pesar de que la rentabilidad de los Fondos se monitorea y comunica en dólares, también es posible expresarla en pesos chilenos. En tal caso, además de los factores antes señalados, la rentabilidad depende también de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, en períodos de depreciación del peso, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta, mientras que en períodos de apreciación del peso, ese valor disminuye. De hecho, en 2008, en el transcurso del cual el peso se depreció fuertemente con respecto al dólar, la rentabilidad fue de 37,6% para ambos fondos, superando ampliamente a sus rentabilidades medidas en dólares (7,6%).

Recuadro 3_Desempeño de fondos soberanos seleccionados del mundo

El 2008 fue un año difícil para muchos inversionistas incluyendo numerosos fondos soberanos que sufrieron considerables pérdidas en sus inversiones. El tamaño de éstas dependió en gran parte de la política de inversión que habían elegido. Estas políticas –más agresivas o más conservadoras– son adoptadas por cada fondo de acuerdo a sus objetivos, tolerancia al riesgo y horizonte de inversión, entre otros factores.

Los fondos que siguen estrategias más agresivas requieren horizontes de inversión más largos y una mayor tolerancia al riesgo en la búsqueda de mejores retornos. Típicamente ellos incluyen en sus carteras proporciones importantes de acciones, bonos corporativos e inversiones alternativas. Estas carteras, por lo general, tienen retornos más volátiles y sufren importantes pérdidas cuando los mercados se deterioran y ganancias sustanciales cuando éstos se recuperan. Sin embargo, la evidencia sugiere que en el largo plazo estas políticas de inversión proporcionan mejores retornos que las alternativas más conservadoras y de menor volatilidad.

Por su parte, los inversionistas más conservadores a menudo no tienen la disposición de tolerar una volatilidad significativa de los retornos. En consecuencia, ellos invierten sus recursos mayoritariamente en clases de activos menos riesgosas y, por ende, sus carteras incluyen proporciones altas de activos de renta fija soberana e instrumentos del mercado monetario.

Por ejemplo, el Fondo Noruego, que recibe recursos generados por ingresos del petróleo invierte una proporción significativa de su cartera en acciones (50%). Otros fondos como los de Irlanda, Nueva Zelanda, Alaska y, en menor medida el de Australia, también han seguido políticas que incluyen participaciones importantes en acciones e inversiones alternativas. Por el contrario, fondos más conservadores, como el de Chile, asignan gran parte de sus recursos a clases de activos más seguras como renta fija e instrumentos del mercado monetario (*cuadro R3.1*).

En 2008 los fondos con estrategias más agresivas sufrieron importantes pérdidas. Por ejemplo, dependiendo de la moneda elegida para medir el desempeño de los portafolios, a diciembre de ese año la rentabilidad del fondo noruego fue de -23%, la del irlandés de -30%, la del neozelandés de -26%, y la del fondo de Alaska de -25%. Las pérdidas del fondo australiano –que tiene una política intermedia en términos de riesgo– fue bastante menor (-9%). En cambio, Chile que sigue una estrategia más conservadora logró una rentabilidad de 7,6%.

No obstante, es importante destacar que, a pesar de las considerables pérdidas experimentadas en 2008, muchos fondos con políticas de inversión agresivas han logrado retornos positivos desde sus inicios, los que debiesen aumentar una vez que se recupere el mercado de la crisis actual.

Cuadro R3.1_Composición estratégica de activos y retornos de fondos soberanos seleccionados

(en porcentajes)

Fondo	Composición de activos				Retorno ^(b)	
	Instrumentos del mercado monetario	Renta fija	Acciones	Inversiones alternativas ^(a)	2008	desde inicio (promedio anual)
Noruega	—	50	50	—	-23,3	2,9
Irlanda	10	22	58	10	-29,5	0,6
Nueva Zelanda	—	19	53	28	-26,2	4,0
Alaska	—	31	47	22	-24,7	2,5 ^(c)
Australia	46	17	28	9	-8,5	-4,1
Chile	30	70	—	—	7,6	9,5

FUENTE: Informes fondos soberanos seleccionados

(a) Las inversiones alternativas incluyen principalmente capital privado (*private equity*), fondos de cobertura (*hedge funds*), productos básicos (*commodities*), y sector inmobiliario (*real estate*).

(b) El retorno se presenta en la moneda elegida por cada fondo para medir su

desempeño. Así Noruega utiliza una canasta de monedas; Irlanda usa el euro; Nueva Zelanda, el dólar neozelandés; Australia, el dólar australiano, en tanto que Alaska y Chile utilizan el dólar estadounidense.

(c) Últimos cinco años.

Gráfico 11 Evolución del índice que representa al FEES y FRP, abril 07–diciembre 08

(31 de marzo 2007 = 100)

FEES



FRP



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Conforme a la *TWRR*, la rentabilidad media anual en dólares de los Fondos Soberanos desde el 31 de marzo de 2007 alcanzó 9,5% para el FEES y 9,4% para el FRP. El *gráfico 11* presenta la evolución de índices representativos de cada fondo, cuyos valores reflejan la rentabilidad acumulada de las inversiones desde esa fecha, excluyendo el efecto de los aportes realizados. En ambos Fondos el índice aumentó de 100 al 31 de marzo de 2007 a un máximo histórico de 117,2 puntos a fines de 2008. A su vez, la TIR anualizada desde los inicios de los Fondos fue de 8,6% para el FEES y 8,4% para el FRP¹².

12 EL FRP recibió sus primeros aportes el 28 de diciembre de 2006 mientras que los primeros aportes al FEES se efectuaron el 6 de marzo de 2007.

Glosario

de Conceptos Financieros

Glosario

Acciones —una acción es un instrumento representativo de una parte del patrimonio de una sociedad. De esta forma, al adquirir una acción se participa de los beneficios y pérdidas que puede generar el negocio de esa sociedad.

Agencias financieras de EE.UU. —son instituciones de financiamiento hipotecario de los EE.UU. que tienen el respaldo explícito o implícito del gobierno.

Bonos —un bono es una obligación financiera contraída por un emisor (por ejemplo, una empresa o un gobierno) con inversionistas. Por dicha obligación el emisor se compromete, además de devolverle el capital prestado a los inversionistas, a pagar una tasa de interés pactada en una o varias fecha(s) determinada(s).

Bonos corporativos —bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

Bonos indizados a inflación —bonos cuyo valor se reajusta 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.

Clase de activo —consiste en una categoría específica de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos y activos líquidos, entre otros. Los activos de la misma clase generalmente exhiben características similares respecto a riesgo y estructura, reaccionan de manera similar en el mercado y generalmente están sujetos a las mismas regulaciones.

Clasificación de riesgo —se refiere al grado de riesgo crediticio que tiene asociado un instrumento financiero, institución o país, definido por alguna empresa clasificadora de riesgo.

Duración —corresponde a una medida de exposición del precio de los bonos a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor es la sensibilidad de su precio frente a cambios en las tasas de interés.

Efectivo —caja y depósitos bancarios a la vista.

Hipotecas *sub-prime* —son préstamos otorgados para financiar la compra de viviendas a personas cuyo perfil crediticio no les permite acceder a un financiamiento estándar. Son hipotecas relativamente más caras y riesgosas.

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

Liquidez —facilidad con la que se puede vender una inversión (o instrumento).

Mercado monetario —son instrumentos de corto plazo con una madurez menor a un año, que son fácilmente convertibles a efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor.

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

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

Punto base —corresponde a una centésima de un punto porcentual. Es la medida más pequeña para valorizar el retorno de los bonos o el cambio en la tasa de interés.

Renta fija —instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Estos títulos o bonos representan una deuda para la entidad emisora (por ejemplo, empresas o gobiernos). El emisor o deudor debe devolver íntegramente el capital y pagar los intereses pactados en un período determinado.

Renta variable —instrumentos representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compren estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por lo tanto, obtendrán ganancias o pérdidas dependiendo de los resultados de la empresa. Si la empresa tiene resultados positivos, podrá pagar dividendos a sus accionistas y el precio de la acción en el mercado tenderá a aumentar. Si tiene resultados negativos, no podrá pagar dividendos y el precio de la acción tenderá a bajar.

Riesgo —la posibilidad de sufrir daño o pérdidas. La variabilidad en el retorno de una inversión.

Spread —diferencial del rendimiento a madurez entre instrumentos de renta fija. Este diferencial se utiliza para evaluar el comportamiento relativo de distintos activos.

Tasa Libor —*London interbank offered rate*, tasa cobrada para los préstamos interbancarios.

Tasa Libid —*London interbank bid rate*, tasa pagada para los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa *Libor* menos 0,125%.

Volatilidad —es una medida del riesgo en cualquier activo. Representa la variación que ha tenido su precio en un período de tiempo. Los valores pueden fluctuar con las alzas y bajas del mercado, debido a eventos como variaciones en las tasas de interés, desempleo y cambios en la economía en general.



MINISTERIO DE HACIENDA

TEATINOS 120 - PISO 12
SANTIAGO DE CHILE
CÓDIGO POSTAL_8340487
TELÉFONO_[56.2] 473 2000
www.hacienda.cl



GOBIERNO DE CHILE
MINISTERIO DE HACIENDA