

INFORME ANUAL **COMITÉ FINANCIERO**

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

2010

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2010.

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

Registro de Propiedad Intelectual N° 202906

ISSN: 0718-5790

Edición de 250 ejemplares

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN
Luis E. Silva

IMPRESIÓN
Productora Gráfica Andros Ltda.

Abril de 2011, Santiago de Chile
Todos los derechos reservados

INFORME ANUAL **COMITÉ FINANCIERO**

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

2010

PREFACIO	7
INTEGRANTES DEL COMITÉ FINANCIERO	8
CAPÍTULO 01 POLÍTICA FISCAL Y OBJETIVOS DE LOS FONDOS	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos, reglas y administración de los fondos	11
CAPÍTULO 02 MANDATO Y ROL DEL COMITÉ FINANCIERO	14
A. Funciones	15
B. Reuniones	17
CAPÍTULO 03 PRINCIPALES ACTIVIDADES EN 2010	24
A. Recomendación sobre la política de inversión del FRP	25
B. Revisión de las conclusiones del estudio actuarial del FRP	29
C. Evaluación de la política de inversión del FEES	31
D. Administración pasiva	31
CAPÍTULO 04 ESTADO DE LOS FONDOS SOBERANOS	34
A. Valor de mercado	35
B. Rentabilidad	36
ANEXO 01 EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS INTERNACIONALES DURANTE 2010	44
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50
GLOSARIO	52

Contenido

CUADRO 1	38	GRÁFICO 6	46
Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) de los Fondos Soberanos en 2010		Evolución del TED spread, 2006-2010	
CUADRO 2	40	GRÁFICO 7	46
Composición estratégica de activos y retornos en dólares de fondos soberanos seleccionados		Evolución del mercado accionario en 2010	
<hr/>			
GRÁFICO 1	12	GRÁFICO 8	47
Regla de acumulación de los fondos y aporte de capital al BCCh		Evolución del mercado de bonos corporativos en 2010	
GRÁFICO 2	26	GRÁFICO 9	47
Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el Comité Financiero		Evolución del mercado de bonos soberanos nominales en 2010	
GRÁFICO 3	35	GRÁFICO 10	48
Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 2007-diciembre 2010		Evolución del mercado de bonos soberanos indexados a inflación en 2010	
GRÁFICO 4	39	<hr/>	
Evolución del índice que representa al FEES y al FRP, abril 2007-diciembre 2010		RECUADRO 1	23
GRÁFICO 5	45	Custodio de valores y programa de préstamo de valores	
Evolución de la volatilidad en el mercado accionario (VIX) y <i>spread</i> de bonos corporativos, 2006-2010		RECUADRO 2	28
		Nueva política de inversión del FRP	
		RECUADRO 3	32
		Administración pasiva y activa	
		RECUADRO 4	36
		Tasas de rentabilidad: <i>Time Weighted Rate of Return</i> (TWR) y Tasa Interna de Retorno (TIR)	
		RECUADRO 5	42
		Categorías de fondos soberanos	



Prefacio

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 (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).

El presente informe, el cuarto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades durante 2010, y es parte del esfuerzo sistemático por 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



PRESIDENTE

ANDRÉS BIANCHI LARRE

Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile, Master en Economía y Ph.D. (c) 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 Crédit Lyonnais, del Dresdner Banque Nationale de París, 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 los Ministerios de Economía y Finanzas del Perú y de Panamá, el Banco Interamericano de Desarrollo y una consultora privada en Chile.



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.

CONSEJERO CRISTIÁN EYZAGUIRRE JOHNSTON

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Master en Economía de la Universidad de California, Berkeley. Fue Gerente General del Banco Bice y Gerente de Finanzas de Empresas CMPC. Ha sido Subdirector del Servicio de Impuestos Internos (SII), asesor de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) y profesor titular en la Universidad de Chile. Actualmente es director de Cencosud, Besalco, E-CL S.A., de las empresas del Grupo GTD e Inforsa, entre otras compañías, y miembro del Comité de Inversiones del Hogar de Cristo.

CONSEJERO KLAUS SCHMIDT-HEBBEL DUNKER

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.

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, consultor internacional y miembro del Consejo Técnico de Inversiones. Ha sido profesor asociado visitante en el departamento de finanzas de McCombs School of Business, en la Universidad de Texas, Austin, Gerente de Estudios de AFP Habitat, miembro del Comité del Mercado de Capitales y de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Política fiscal y objetivos de los fondos

CAPÍTULO



A. Política fiscal

La política fiscal del Gobierno de Chile tiene por objeto contribuir a la estabilidad macroeconómica y proveer bienes públicos que incrementen las oportunidades y la protección social de los chilenos. 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 año 2001, la política fiscal se ha guiado por la regla de balance estructural o cíclicamente ajustado. Este concepto refleja la situación financiera de tendencia del gobierno central y busca atenuar el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas, principalmente de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores secundarios. Para ello, se desvincula el gasto público de la evolución cíclica efectiva de los ingresos fiscales, relacionándolo con la trayectoria estimada de los ingresos fiscales más permanentes o estructurales. Ello ayuda a evitar cambios drásticos en el nivel del gasto público ante eventos económicos cíclicos, ahorrando en tiempos de bonanza, cuando el fisco obtiene ingresos transitorios, y utilizando esos ahorros en períodos de crecimiento económico más lento y/o precio del cobre relativamente bajo¹.

A fin de implementar una política fiscal que asegure la sustentabilidad del gasto público en el tiempo y que contribuya a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal. 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. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural.

11

B. Objetivos, reglas y administración de los fondos

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los Fondos Soberanos) 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 según lo dispuesto en el Decreto Ley 3.500 modificado por la Ley 20.255, mientras que el objetivo del FEES es acumular recursos para financiar eventuales déficit fiscales, así como para realizar amortizaciones de deuda pública.

¹ Para una discusión más amplia acerca de la aplicación de la regla del balance estructural y sus resultados véase Marcel et al. (2001), Rodríguez et al. (2006) y Velasco et al. (2010).

Reglas de acumulación

La Ley de Responsabilidad Fiscal define las reglas de constitución y acumulación de los fondos y la capitalización del Banco Central de Chile (BCCh) durante cinco años. El gráfico 1 ilustra las reglas de acumulación y el aporte al BCCh a distintos niveles del balance efectivo del gobierno central.

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, asimismo, 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 al BCCh 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 ingresa el saldo positivo que resulte de restar los aportes al FRP y al BCCh del superávit efectivo, descontando las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados al FEES durante el año anterior².

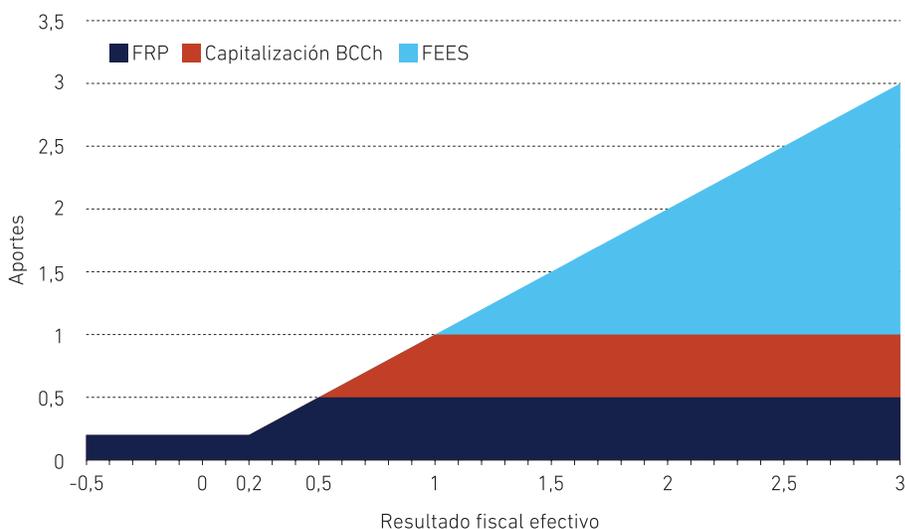


GRÁFICO 1
Regla de acumulación de los fondos y aporte de capital al BCCh.
(porcentaje del PIB)

FUENTE:
Ministerio de Hacienda de Chile.

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

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. Sin embargo, hasta el año 2016 se pueden realizar giros anuales desde el FRP por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior. A partir de 2016, 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. Esta última cifra deberá ajustarse anualmente 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 considerados 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 (incluyendo 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. Al realizar estas labores, el BCCh debe sujetarse a instrucciones específicas impartidas por el Ministro de Hacienda, denominadas 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.

Mandato y rol del Comité Financiero

CAPÍTULO



A. Funciones

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda contará con la asesoría de un Comité Financiero para efectos de monitorear la inversión de los recursos de los fondos y aconsejar al Ministro sobre la definición de 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 – en adelante el Comité Financiero – integrado por profesionales de amplia trayectoria en los ámbitos económico y financiero.

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, la mitad de ellos por un período de un año y los otros tres por dos años. El Ministro de Hacienda designó a Andrés Bianchi como presidente del Comité Financiero y sus integrantes eligieron a Ana María Jul como vicepresidente. En agosto de 2008, el Ministerio de Hacienda renovó oficialmente la designación de los consejeros Martín Costabal, Oscar Landerretche y Eduardo Walker, esta vez por un período de dos años³. En junio de 2009, el consejero Oscar Landerretche presentó su renuncia por razones personales. En su reemplazo, el Ministro de Hacienda designó en julio a Klaus Schmidt-Hebbel Dunker como nuevo integrante del Comité por el período restante. En agosto de 2009, se renovó la designación de los consejeros Andrés Bianchi, Ana María Jul y Andrés Sanfuentes por dos años. En marzo de 2010, Andrés Sanfuentes presentó su renuncia por razones personales y en su reemplazo el Ministro de Hacienda designó en julio a Cristián Eyzaguirre Johnston como nuevo integrante del Comité por el período restante. En agosto de 2010, se renovó la designación de los consejeros Martín Costabal, Klaus Schmidt-Hebbel y Eduardo Walker por dos años.

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 com-

³ El Decreto N° 621 estableció que el Comité se renovarían 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.

paradores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos, la definición de los límites a las desviaciones permitidas 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 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 los 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, descritos 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 relacionada con estas materias⁴.

⁴ www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html

B. Reuniones

Durante 2010 el Comité Financiero se reunió en diez ocasiones. Estas reuniones representan la instancia principal en que se acuerdan las recomendaciones que el Comité entrega al Ministro de Hacienda respecto a la política de inversión de los fondos. En los periodos entre las reuniones, los miembros del Comité intercambian información y análisis, principalmente 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 en años anteriores, consideraron indispensable realizar un mayor número de reuniones.

Para facilitar su funcionamiento, el Comité Financiero cuenta con el apoyo de un equipo de personal especializado del Ministerio de Hacienda. Éste está encabezado por el Coordinador de Finanzas Internacionales, Ignacio Briones, quien actúa como representante del Ministro ante el Comité. El equipo del Ministerio de Hacienda incluye además a dos economistas senior, dos economistas y dos abogados del área de Finanzas Internacionales.

En general, las reuniones del Comité Financiero se estructuran en cuatro partes. En la primera, se discuten temas relevantes al trabajo del Comité basándose en presentaciones de expertos en el tema respectivo o preparadas por los funcionarios del Ministerio de Hacienda o BCCh. En la segunda parte, los funcionarios del Ministerio de Hacienda presentan 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 la política de inversión y resultados de otros fondos soberanos. En la tercera parte, el Comité analiza y evalúa el desempeño de los fondos y su conformidad con la política de inversión establecida. Por último, si lo estiman pertinente, los miembros del Comité discuten y formulan recomendaciones específicas al Ministro de Hacienda.

A continuación se detallan los principales temas analizados en las reuniones del año 2010 y un resumen de los acuerdos adoptados.

REUNIÓN 1

7 de Enero

En la primera reunión del año, funcionarios del BCCh expusieron los principales elementos de la estrategia de inversión que planeaban aplicar en el primer trimestre de 2010 y detallaron la situación de las inversiones de los fondos chilenos en Grecia, país que había dejado de ser elegible a fines de 2009 después de la reducción de su clasificación de riesgo. El Comité también revisó en detalle el estado y desempeño de los fondos durante 2009 y examinó la situación de los mercados internacionales. Además, los miembros acordaron un cronograma de trabajo para la preparación del informe anual 2009 del Comité Financiero. Aprobaron, asimismo, la preparación de un documento con el detalle de las principales recomendaciones realizadas por el Comité desde su creación respecto a la política de inversión de los Fondos Soberanos. El objetivo de este documento sería servir de base para el análisis de estas recomendaciones con las autoridades económicas que se nombrarían en marzo de 2010. En él se pondría especial énfasis en la recomendación del Comité de mediados de 2009 de incluir en el portafolio del FRP acciones y bonos corporativos.

REUNIÓN 2

4 de Marzo

La segunda reunión se centró en el análisis del contenido del informe que el Comité debe preparar anualmente sobre sus actividades. Al respecto, los miembros del Comité acordaron mantener una estructura similar a la de años anteriores, enfatizando la recomendación de implementar la nueva política de inversiones para el FRP. En esta oportunidad, el Comité agradeció el trabajo realizado por el Coordinador de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda, Eric Parrado, en especial por sus esfuerzos para fortalecer la institucionalidad de los fondos, formar un equipo técnico competente y comprometido, y por su aporte a otras medidas que han contribuido a situar los fondos chilenos entre los más transparentes del mundo. Asimismo, destacaron su activa participación en la elaboración y promoción del código de mejores prácticas de los fondos soberanos del mundo denominado «Principios de Santiago».

REUNIÓN 3**26 de Marzo**

En su tercera sesión, el nuevo Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, se reunió con los integrantes del Comité y les manifestó su disposición de avanzar en el perfeccionamiento de la política de inversión de los Fondos Soberanos. En esta oportunidad, el Comité le hizo entrega del documento con las principales recomendaciones efectuadas desde su creación, destacándole la propuesta de retomar la política de diversificación del portafolio del FRP. El Comité también efectuó la revisión final del contenido de su informe anual que detalla sus principales actividades durante 2009. De acuerdo a la normativa vigente, este informe debe remitirse en abril al Ministro de Hacienda, a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos. Por último, se tomó nota de la renuncia de Andrés Sanfuentes a su cargo de consejero del Comité Financiero y dio la bienvenida al nuevo Coordinador de Finanzas Internacionales, Ignacio Briones.

REUNIÓN 4**9 de Abril**

El Comité dedicó su cuarta reunión a examinar el primer estudio actuarial sobre la sustentabilidad del FRP. Este informe fue realizado en cumplimiento a lo dispuesto en la Ley de Responsabilidad Fiscal, que exige analizar la sustentabilidad del FRP cada tres años. El estudio fue preparado por expertos del Centro de Microdatos de la Universidad de Chile, los que contaron con la asistencia de especialistas extranjeros. En la reunión, el profesor Jaime Ruiz-Tagle - integrante del equipo responsable de llevar a cabo el estudio - presentó los principales supuestos, características y conclusiones de éste. Los miembros del Comité expresaron sus puntos de vista e intercambiaron opiniones acerca del modelo utilizado, los supuestos en que se basa el estudio, y sus conclusiones. Además, entregaron sugerencias respecto a dichos supuestos, los parámetros a modelar y a la metodología que sería conveniente utilizar en el siguiente estudio.

REUNIÓN 5

28 de Mayo

La quinta sesión del año se enfocó en analizar en detalle la situación de los mercados internacionales – en especial la situación de las economías europeas que se había venido deteriorando en los meses anteriores – y el impacto posible de este deterioro sobre los recursos de los fondos. Para ello, funcionarios del BCCh presentaron su opinión acerca de la situación de los mercados financieros internacionales, en especial de Europa, y detallaron las medidas adoptadas para mitigar el efecto del deterioro crediticio de dicha región en los fondos. El Comité manifestó su conformidad con dichas medidas y en especial con la reducción de la exposición de los fondos en los países con mayores problemas. Al respecto, examinó la composición de los portafolios y constató que a la fecha ellos no incluían colocaciones en Grecia, Portugal y España.

REUNIÓN 6

20

9 de Julio

En la sexta reunión, el Ministro de Hacienda dio la bienvenida a Cristián Eyzaguirre Johnston como nuevo integrante del Comité Financiero. En esta sesión, representantes de J.P. Morgan – banco custodio de los fondos – hicieron una exposición sobre las características y posibles alternativas del programa de préstamo de valores (*securities lending program*) que administra (ver Recuadro 1). Por otra parte, los miembros del Comité tomaron conocimiento de los resultados del índice «Linaburg-Maduell» elaborado por el Sovereign Wealth Fund Institute, que mide la transparencia de los principales fondos soberanos. Conforme a éste, en el primer trimestre de 2010, los fondos chilenos obtuvieron el puntaje máximo, situándose así entre los más transparentes del mundo. Asimismo, y con el propósito de continuar perfeccionando los estándares de transparencia, el Comité acordó recomendar al Ministro de Hacienda ampliar la cobertura y desagregación del informe mensual de los fondos que se coloca a disposición del público en su sitio web, e incluir en éste la rentabilidad de los fondos en pesos y en dólares.

REUNIÓN 7**5 de Agosto**

En la séptima reunión, el Coordinador de Finanzas Internacionales comunicó a los miembros del Comité la decisión del Ministro de Hacienda de efectuar una evaluación de la política de inversión del FEES y de su coherencia con los objetivos de éste. El Comité concordó con dicha iniciativa y, entre otros acuerdos, decidió monitorear regularmente los avances del estudio. Además, concluyendo la discusión efectuada en la sesión anterior, recomendó aceptar la propuesta del banco custodio, J. P. Morgan, de ampliar la lista de los instrumentos que pueden ser aceptados como garantía en el programa de préstamos de valores. Respecto a la propuesta del Ministerio de Hacienda de eliminar el criterio del patrimonio mínimo como requisito de elegibilidad de instituciones financieras y agencias, solicitó antecedentes adicionales y propuestas de alternativas que podrían reemplazar dicho requisito. Asimismo, el Comité revisó en detalle el listado de las instituciones financieras en que estaban depositados los recursos de los fondos, confirmando que estas colocaciones no se habían visto afectadas por los problemas que estaban experimentando algunos países europeos.

REUNIÓN 8**24 de Septiembre**

El Comité dedicó la octava reunión a analizar los términos de referencia establecidos por el Ministerio de Hacienda para el trabajo de evaluación de la política de inversiones del FEES, los cuales definen los objetivos específicos de la evaluación, las tareas a realizar y su cronograma. El Comité formuló observaciones e hizo sugerencias tendientes a mejorar dichos términos. A continuación, y en cumplimiento de una petición realizada previamente por el Comité, funcionarios del BCCh presentaron los principales resultados obtenidos hasta la fecha por los fondos bajo su gestión. En particular, compararon los retornos de los fondos con los del *benchmark*. Explicaron, asimismo, cómo opera la Gerencia de Mercados Internacionales dependiente de la División Operaciones Financieras y describieron el proceso utilizado para invertir los recursos de los fondos. El Comité manifestó a los técnicos del BCCh lo relevante de su exposición, en especial para entender los resultados de su gestión. Adicionalmente, el Comité recomendó eliminar el requisito del patrimonio mínimo para determinar los bancos y agencias elegibles y acordó reemplazarlo por porcentajes máximos del valor total de los fondos que pueden colocarse en dichas instituciones, en función de su calificación de riesgo. Esta recomendación se basó en el análisis de otras experiencias internacionales y también en el hecho que la calificación de riesgo de los emisores ya considera su situación financiera e importancia relativa en el sistema.

REUNIÓN 9

5 de Noviembre

En su novena reunión, el Comité revisó, entre otras materias, el estado de los fondos, la composición de sus carteras y su reciente desempeño. Constató que, a fines de octubre, su valor había aumentado con respecto al cierre de 2009, tanto por las ganancias financieras como por los aportes realizados a ambos fondos. En el caso del FEES, los aportes se originaron en el traspaso de parte de los fondos obtenidos por las colocaciones de bonos del Gobierno en el exterior (US\$1.000 millones) y la transferencia de US\$362 millones, monto correspondiente al saldo final del Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados de Petróleo. Asimismo, analizó la situación actual de los mercados financieros internacionales y evaluó el posible efecto en las inversiones de los fondos de las medidas tomadas por la Reserva Federal de Estados Unidos, con miras a estimular la actividad económica en dicho país.

REUNIÓN 10

22

10 de Diciembre

En la última reunión del año, el Comité formuló comentarios adicionales a los términos de referencia de la evaluación de la política de inversiones del FEES pedida por el Ministro de Hacienda. En particular, recomendó realizar dos seminarios relacionados con dicho estudio. En el primero, de carácter técnico, los resultados preliminares de la evaluación serían discutidos con expertos del área de inversiones financieras, nacionales e internacionales, con el objetivo de enriquecer la versión final del informe. El segundo estaría orientado principalmente a difundir el análisis realizado y las principales conclusiones del estudio y en él participarían parlamentarios, académicos, periodistas del sector económico y representantes de las principales ramas de la economía nacional. Además, se discutieron los principales contenidos a incluirse en el informe anual de las actividades del Comité. Por último, el Comité verificó que, a pesar de la mayor incertidumbre existente en los mercados internacionales a raíz de la difícil situación enfrentada por Irlanda, el riesgo crediticio de los instrumentos incluidos en la cartera de los fondos continuaba siendo bajo.

Custodio de valores y programa de préstamo de valores

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

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

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

Principales actividades en 2010

CAPÍTULO



A. Recomendación sobre la política de inversión del FRP

Desde la creación de ambos fondos, sus recursos se han invertido en las mismas clases de activos que las reservas internacionales administradas por el BCCh (excepto por los *mortgage-backed securities*⁵). La composición estratégica de activos escogida inicialmente por el Ministerio de Hacienda fue de 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indizados a la inflación. Por su parte, la composición de monedas seleccionada fue 50% en dólares, 40% en euros, y 10% en yenes⁶. Aunque esta política incluye las mismas clases de activos en que están invertidas las reservas internacionales, tiene características distintas (como por ejemplo una mayor duración), dado que los fondos tienen objetivos diferentes, que están determinados por la naturaleza de los pasivos que se desea cubrir. Esta política era de naturaleza transitoria y se esperaba que ella se modificaría conforme a las recomendaciones que pudiese realizar el Comité Financiero.

A fines del año 2007, el Comité propuso al Ministro de Hacienda, Andrés Velasco, cambiar gradualmente la composición estratégica de activos del FEES y del FRP para avanzar hacia una estructura de inversión más diversificada. Esta recomendación tomaba en cuenta las características, objetivos y el horizonte de inversión de los fondos. Ella se basó, además, en los resultados de un estudio encargado por el Ministerio de Hacienda a Mercer Investment Consulting (en adelante Mercer) y en la revisión de diferentes experiencias internacionales, que incluyeron los principales fondos soberanos del mundo, los fondos de pensiones chilenos y de California, y algunos fondos (*endowments*) de universidades estadounidenses.

La recomendación del Comité – que constituía la primera etapa de una política de inversión que se implementaría en forma gradual – proponía la inversión «global» de 15% de la cartera en acciones, 20% en bonos corporativos, 45% en bonos soberanos, 15% en bonos indizados a inflación y 5% en instrumentos del mercado monetario⁷ (gráfico 2). A juicio del Comité, dicha recomendación permitiría un mayor grado de diversificación del portafolio, tanto en clases de activos como en monedas. En el horizonte de inversión de los fondos, ello debería traducirse en un mayor retorno esperado en comparación con la política inicial. Por razones de economías de escala en la administración de los fondos, dicha composición

5 *Mortgage-backed securities* (MBS) son instrumentos financieros que agrupan un conjunto de créditos hipotecarios individuales. No se invirtió en este tipo de instrumentos por razones operativas, ya que hacerlo habría requerido contratar administradores adicionales.

6 Con el propósito de contribuir a la competitividad de la economía (evitar la denominada «enfermedad holandesa»), el Ministerio de Hacienda decidió que los recursos acumulados en estos fondos fueran invertidos en su totalidad en el exterior y en instrumentos en moneda extranjera.

7 Global en este contexto significa que las inversiones son realizadas en los principales mercados internacionales. Por ejemplo, las inversiones en acciones seguirían el índice accionario Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI) que representa al mercado accionario en economías desarrolladas y emergentes.

referencial sería idéntica para ambos en esta primera etapa, pero debía diferenciarse posteriormente, para adecuarse a los distintos objetivos y horizontes de inversión de cada fondo. Conforme a la recomendación del Comité, la nueva política debía implementarse hacia fines de 2008. El Ministro de Hacienda concordó tanto con la propuesta como con el cronograma sugerido para su implementación.

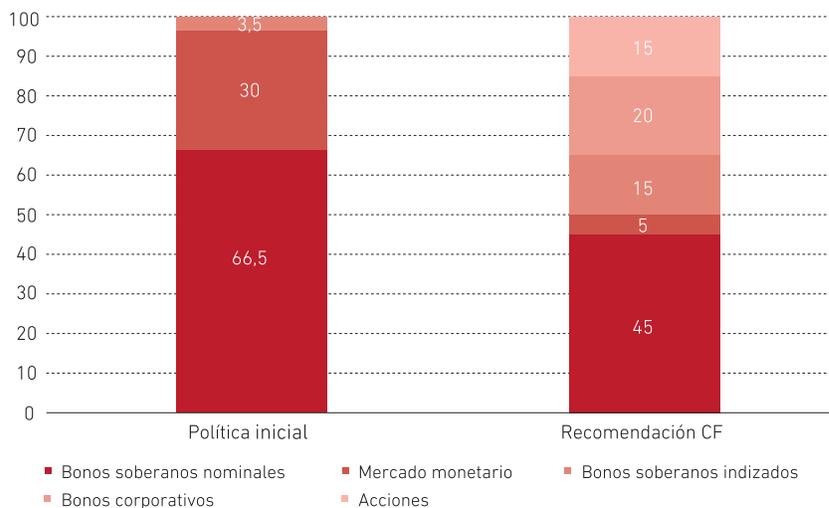


GRÁFICO 2

Comparación entre la política de inversión inicial y la recomendada por el Comité Financiero. (porcentajes del portafolio)

FUENTE:

Ministerio de Hacienda de Chile.

Al mismo tiempo, el Comité recomendó contratar administradores externos para la inversión en acciones y bonos corporativos. Propuso, también, que se eligieran varios administradores por cada clase de activo; que se asignara a cada uno de ellos montos determinados de inversión; y que se contara con la asesoría de un consultor externo en el proceso de selección. El Comité recomendó, asimismo, que en un principio la administración fuese predominantemente pasiva⁸. Después de un proceso de selección llevado a cabo conjuntamente por el BCCh y el Ministerio de Hacienda, el Comité propuso que se contratara a la firma consultora Strategic Investment Solutions (en adelante SIS) como consultor externo.

El proceso de selección de administradores externos fue llevado a cabo durante 2008 por el BCCh con la participación del Ministerio de Hacienda. El Comité colaboró en el proceso con propuestas acerca de los criterios de selección y monitoreó el desarrollo del proceso en sus distintas etapas. Los resultados de éste fueron presentados por el BCCh al Comité, quien concordó con la selección propuesta.

⁸ «Administración pasiva» en este contexto significa seguir una estrategia de inversión cuyo propósito es lograr un desempeño similar al del comparador referencial (o *benchmark*), sin que el administrador realice apuestas premeditadas a emisores o clases de activo, desviándose del *benchmark*.

Sin embargo, a fines de 2008, y tomando en cuenta la intensidad y amplitud casi sin precedentes de la crisis económica y financiera internacional, reflejadas en la extraordinaria volatilidad e incertidumbre de los mercados, el Comité recomendó al Ministro de Hacienda postergar la implementación de la nueva política de inversión. Éste aceptó la recomendación. En ese contexto, el Comité solicitó al equipo del Ministerio de Hacienda que monitoreara y le informara periódicamente acerca de las condiciones financieras internacionales para permitirle proponer en forma oportuna modalidades adecuadas para materializar la política de diversificación. El Ministro de Hacienda aceptó estas recomendaciones.

En agosto de 2009, el Comité aconsejó retomar la política de inversiones propuesta en 2007. Esta sugerencia tomó en consideración el mejoramiento de las condiciones económicas mundiales y de los principales indicadores financieros, en particular de los indicadores de riesgo, tales como el TED spread⁹, el índice VIX¹⁰ y el *spread*¹¹ de los bonos corporativos. Sin embargo, el Comité recomendó que la nueva política de inversiones se limitara al FRP, considerando, en especial, el horizonte temporal más largo de las obligaciones que éste debe financiar. Propuso, también, que los administradores externos para la gestión de las nuevas clases de activos fueran elegidos entre el grupo de finalistas preclasificados en 2008, una vez que se hubiere determinado que su elegibilidad no había sido afectada por la crisis internacional. En el caso del FEES, el Comité recomendó mantener la política vigente, limitada a la inversión en activos de renta fija, considerando que su horizonte de inversión es más corto y que, por su propia naturaleza y objetivos, puede ser necesario utilizar sus recursos para financiar déficit fiscales. Ello quedó de manifiesto en el año 2009, cuando el Ministro de Hacienda decidió retirar recursos del FEES para cubrir parte del saldo negativo de las cuentas del gobierno central.

En su reunión de noviembre de 2009, el Comité fue informado de la decisión del Ministro de Hacienda de dejar que fuesen las autoridades económicas del nuevo gobierno que asumiría en marzo de 2010 las que se pronunciaran respecto a la implementación de la nueva política de inversión propuesta para el FRP. El Comité tomó nota de dicha decisión y recomendó adelantar en lo posible las labores necesarias para que las nuevas autoridades contaran oportunamente con los antecedentes requeridos para adoptar dicha decisión.

9 El TED spread es la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de los Estados Unidos).

10 El CBOE Volatility Index (VIX) representa la volatilidad del índice Standard & Poor's 500 (S&P500) esperada por el mercado en los siguientes treinta días.

11 Diferencia entre las tasas de rendimiento a madurez de dos instrumentos de renta fija, la cual se utiliza para medir su nivel de riesgo relativo.

Para lo anterior, a comienzos de 2010 el Comité preparó un documento que describe sus principales recomendaciones respecto a la política de inversión de los fondos, las etapas que se alcanzaron a implementar hasta noviembre de 2008, las razones de la suspensión del proceso de implementación, y la recomendación de retomar la nueva política de inversión solamente para el FRP (Recuadro 2). Dicho documento fue entregado al nuevo Ministro de Hacienda en 2010¹².

RECUADRO 2

Nueva política de inversión del FRP

El Comité recomendó que, en una primera etapa, la política de inversiones del FRP fuese 15% en acciones, 20% en bonos corporativos, 45% en bonos soberanos, 15% en bonos indizados a inflación y 5% en instrumentos del mercado monetario. El Comité consideró fundamental que inicialmente, y a fin de mitigar el riesgo reputacional, la política no expusiese al fondo excesivamente a la volatilidad de corto plazo. Por ello, recomendó excluir las inversiones alternativas y reducir la exposición a acciones y bonos corporativos propuesta por Mercer¹. Además, mantuvo una participación importante de bonos soberanos, pero disminuyó en forma significativa la asignación al mercado monetario. Al mismo tiempo, sugirió que, para cada clase de activo (excepto el mercado monetario) se replicaran índices globales, lo que permitiría invertir en un mayor número de países y monedas. Así, la recomendación del Comité priorizaba una cartera más diversificada, que en el mediano plazo generara mayores retornos que la política inicial. Por otra parte, el Comité consideró que la política de inversión se debería reevaluar una vez que se tuviese mayor experiencia de las ventajas y costos relativos de las inversiones en acciones y bonos corporativos e información más precisa acerca del probable monto de los pasivos que el FRP debería financiar. Por último, no descartó que en el futuro el portafolio del FRP pudiera incluir inversiones alternativas.

Cabe señalar que la política de diversificación recomendada por el Comité, si bien en promedio es más rentable en el largo plazo, es más riesgosa que la política actual. En consecuencia, en caso de que aquella fuese adoptada, el valor de mercado del FRP podría disminuir temporalmente de manera más pronunciada, si ocurrieran coyunturas adversas en los mercados financieros internacionales. El Gráfico R2 presenta la evolución durante la reciente crisis económica de las clases de activos incluidas en la política inicial y la de los activos que se incluirían conforme a la política de diversificación recomendada por el Comité. Es posible observar que la pérdida máxima que habría registrado el valor del FRP durante la crisis, de haberse implementado la política de diversificación propuesta, habría sido de un 18,2%. En

12 El Ministro de Hacienda aceptó la recomendación del Comité Financiero en enero de 2011.

cambio, dicha pérdida fue sólo de 4,4% conforme a la política actual². No obstante, también cabe destacar de este ejercicio «contrafactual» que la recuperación posterior hubiese llevado el valor del portafolio recomendado a un mayor nivel en diciembre de 2010 que el que se obtuvo bajo la política vigente.



GRÁFICO R2

Evolución de la política vigente y recomendada durante la crisis internacional.
(18 de marzo 2008 = 100)

FUENTE:

Elaborado por el Ministerio de Hacienda de Chile sobre la base de índices Barclays Capital y datos de Bloomberg.

1 Mercer recomendó como composición del portafolio una asignación global de 50% en acciones, 35% en bonos corporativos y 15% en inversiones alternativas.

2 Estas cifras resultan de comparar el valor máximo que habría alcanzado el portafolio del FRP conforme a la nueva política de inversión (lo que habría ocurrido el 18 de marzo 2008) y su valor mínimo (el 9 de marzo 2009), y la variación que experimentó dicho valor en igual lapso conforme a la política actual.

B. Revisión de las conclusiones del estudio actuarial del FRP

A comienzos de 2010, el Comité examinó los resultados del primer estudio actuarial del FRP¹³, debido a que sus conclusiones son de interés para la política de inversión que se decida implementar para dicho fondo. Este estudio fue realizado dando cumplimiento a lo establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, que ordena efectuar un análisis de la sustentabilidad del fondo cada tres años. El estudio estuvo a cargo de un equipo de investigadores del Centro de Microdatos de la Universidad de Chile, que fue coordinado por los profesores David Bravo y Jaime Ruiz-Tagle e integrado además por Nicholas Barr, profesor de la London School of Economics, y por Gilles Binet, actuari del Canadian Institute of Actuaries. El Comité Financiero recibió en su sesión efectuada el 9 de abril al profesor Jaime Ruiz-Tagle, quien presentó la metodología y las conclusiones del informe.

13 Para información más detallada ver Bravo et al. (2010).

En el estudio se desarrolló un modelo de proyecciones del FRP hasta el año 2030, que permitió analizar su comportamiento y sustentabilidad bajo distintos escenarios. El escenario base consideró un crecimiento anual del PIB de 4% y una rentabilidad anual de las inversiones del fondo de 4%. El escenario optimista supuso un crecimiento económico y una rentabilidad de 6%, mientras que el escenario pesimista supuso que ambos valores serían de 2%. También se consideraron dos escenarios adicionales: uno con dos crisis financieras en el horizonte de simulación y otro de crecimiento real anual nulo de los beneficios solidarios. Para todos estos escenarios se utilizó como supuesto que los aportes anuales al FRP serían de 0,3% del PIB y que los beneficios solidarios se incrementarían de acuerdo al crecimiento de los salarios reales (excepto en el último escenario en que se asume que aquéllos no se incrementarían en términos reales).

Los resultados del estudio indican que los gastos del pilar solidario del sistema de pensiones representarían entre 1% y 1,7% del PIB en 2030, dependiendo del escenario considerado. En el escenario base, dicha proporción sería de 1,3% del PIB. El escenario base indica que en 2030 el valor del FRP equivaldría a algo más de 2% del PIB, habiendo alcanzado en 2015 un máximo de 3,1% de éste. El único escenario que sugiere un crecimiento sostenido del FRP es el optimista, en que el fondo equivaldría a 2,5% del PIB en 2030. En el escenario con nulo crecimiento de beneficios solidarios, el tamaño del fondo alcanzaría 3,7% del PIB en 2030. Por su parte, en el escenario que incorpora dos crisis financieras, el FRP representaría 1,7% del PIB en 2030.

En relación a la evaluación del límite de 900 millones de UF, tamaño máximo que podría alcanzar el fondo de acuerdo a la Ley de Responsabilidad Fiscal, se concluye que, bajo los supuestos más optimistas de crecimiento y de rentabilidad, el FRP alcanzaría la mitad de dicho límite legal. Por lo tanto, el estudio concluye que el tamaño máximo no constituiría una restricción en los próximos 20 años.

Los miembros del Comité valoraron las conclusiones del estudio realizado, concordando que ellas respaldan y son coherentes con la política de diversificación recomendada para el FRP. Por otra parte, el Comité, reconociendo los términos de referencia del estudio y la naturaleza actuarial de éste, sugirió que se elaborará un modelo estocástico en el próximo estudio de sustentabilidad del FRP para entender de mejor forma el impacto de las relaciones entre las principales variables consideradas en el modelo. Finalmente, el Comité también recomendó algunos cambios en los supuestos utilizados en este primer estudio.

C. Evaluación de la política de inversión del FEES

Como ya se señaló, a mediados de 2009 el Comité aconsejó retomar la nueva política de inversiones para ambos fondos propuesta inicialmente en 2007 y suspendida a fines de 2008, pero limitándola al FRP. Esta recomendación tuvo en cuenta el horizonte temporal de las obligaciones que el FRP debe financiar. En cambio, en el caso del FEES, el Comité recomendó no modificar la política vigente, atendiendo a su naturaleza, objetivos y horizonte de inversión más corto.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Ministro de Hacienda decidió que, durante el primer semestre de 2011, se realizará una evaluación de la política de inversión del FEES. El Comité concordó con esta iniciativa y colaboró con el Ministerio de Hacienda en la preparación de los términos de referencia que definen los objetivos, contenidos y cronograma del estudio. Específicamente, el Comité definió los siguientes objetivos y actividades para dicha evaluación:

- i. Proponer una política de inversión para el FEES. Esta política de inversión será presentada a la consideración del Comité y debe ser coherente con el objetivo de ser un fondo de estabilización que permita compensar el efecto sobre los ingresos fiscales de las fluctuaciones cíclicas, principalmente de la actividad económica, de los precios del cobre y de otros factores secundarios.
- ii. Desarrollar modelos financieros que permitan derivar los principales parámetros que serán considerados en la política de inversión y que permitan obtener además la composición estratégica de activos más coherente con los objetivos y las restricciones de dicha política.
- iii. Presentar los resultados del estudio en dos seminarios que organizará el Ministerio de Hacienda. En el primero, de carácter técnico, los resultados preliminares de la evaluación serían discutidos con expertos en inversiones financieras, nacionales e internacionales, con el objetivo de enriquecer la versión final del informe. El segundo estaría orientado principalmente a difundir el análisis realizado y las principales conclusiones del estudio.

D. Administración pasiva

El Comité Financiero desde un comienzo ha favorecido un estilo de administración pasiva por parte de los encargados de la inversión de los recursos de los fondos (Recuadro 3). La principal razón de esto es que, en su opinión, la evidencia internacional indica que en los mercados más eficientes son muy pocos los inversionistas capaces de obtener un retorno significativamente mayor que el de índices representativos de esos mercados, sobre todo al descontar los costos asociados a una administración más activa.

Teniendo en cuenta lo anterior y también la alta volatilidad que han registrado muchos mercados financieros en los últimos años, el Comité recomendó, en noviembre de 2010, que el BCCh aumentara

el énfasis pasivo de su administración de los fondos soberanos. Esto significa que dicha entidad deberá reproducir, en la medida de lo posible, el retorno de los comparadores referenciales.

RECUADRO 3

Administración pasiva y activa

Un administrador de cartera que sigue una estrategia pasiva invierte con el objetivo de ofrecer al inversionista una rentabilidad similar a la de un índice representativo de alguna clase de activo¹. En este caso, el inversionista pretende obtener el retorno de la clase de activo escogida, asumiendo el riesgo asociado de ésta. Esto implica que el administrador no debe realizar apuestas respecto al comportamiento de instrumentos individuales o clases de activo, ya que se alejaría del comparador referencial.

En contraste, una administración activa tiene como principal objetivo superar la rentabilidad del índice de referencia. Este tipo de administración se basa en la habilidad del inversionista para anticipar cambios en eventuales tendencias del mercado («*market timing*») y/o para elegir instrumentos que, en promedio, tendrán un desempeño mejor que el índice representativo («selectividad»). La evidencia indica que en aquellos mercados más eficientes y líquidos pocos inversionistas sistemáticamente obtienen retornos netos de costos de administración superiores a los de sus índices de referencia.

¹ Por ejemplo, dos índices típicamente utilizados para el mercado accionario son el Standard & Poor's 500 y el Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI). El primero es utilizado cuando un inversionista quiere tener una cartera representativa de las empresas más grandes de EE.UU. ya que su retorno corresponde al de las acciones de las 500 empresas más grandes de ese país. Por su parte, el MSCI ACWI es utilizado como un índice representativo del mercado accionario internacional, ya que su retorno es calculado a partir del desempeño de las acciones de las principales empresas de los países desarrollados y emergentes.

Estado de los Fondos Soberanos

CAPÍTULO



A. Valor de mercado

A fines de 2010 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 12.720 millones y US\$ 3.837 millones, respectivamente, comparado con US\$ 11.285 millones en el FEES y US\$ 3.421 millones en el FRP al término de 2009. El aumento en el valor del FEES se debió a aportes netos por US\$ 1.212 millones¹⁴ y a ganancias netas de las inversiones por US\$ 223 millones. Por su parte, el aumento en el FRP fue el resultado de nuevos aportes por US\$ 337 millones y de ganancias netas por US\$ 79 millones (gráfico 3).

FEES

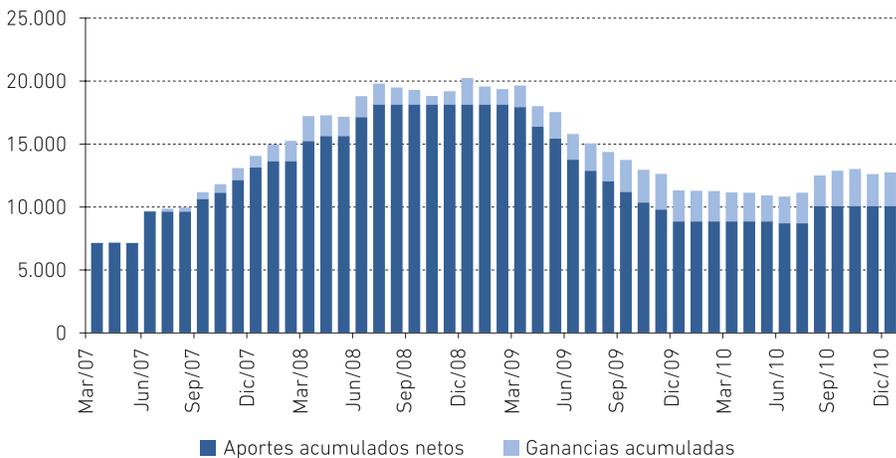


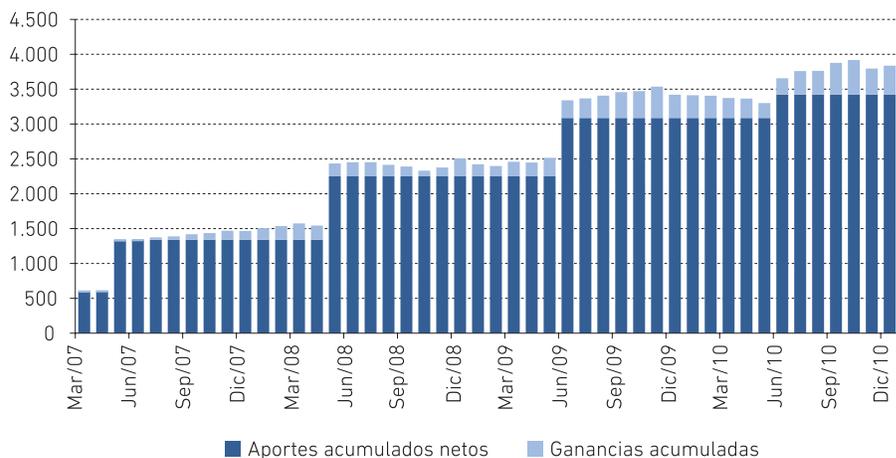
GRÁFICO 3

Evolución del valor de mercado del FEES y FRP, marzo 2007 - diciembre 2010. (En millones de dólares).

FUENTE:

Ministerio de Hacienda de Chile.

FRP



14 Los aportes netos equivalen a los aportes realizados menos los retiros.

B. Rentabilidad

1. Aspectos Conceptuales

La rentabilidad de las inversiones de los fondos depende de varios factores que inciden positiva o negativamente en el valor de sus portafolios. Los más importantes son el nivel y variaciones de las tasas de interés y los movimientos de las paridades cambiarias.

RECUADRO 4

Tasas de rentabilidad: *Time Weighted Rate of Return* (TWR) y Tasa Interna de Retorno (TIR)

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

La TWR 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 particular existen aportes (retiros) de capital, el valor final se ajusta descontando (sumando) los aportes (retiros). Así, la TWR mide el desempeño de un inversionista que hubiese realizado todos los aportes de capital al comienzo y todos los retiros al final del período de inversión. Por ejemplo, la TWR es el método que se usa para medir la rentabilidad (de la cuota) de los fondos de pensiones y de los fondos mutuos en Chile y en numerosos otros países.

Por su parte, la TIR tiene como finalidad medir la rentabilidad efectiva para el 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. Aunque en la mayoría de los casos se recomienda la utilización de la TWR para medir el desempeño del administrador, en ciertos casos es preferible la utilización de la TIR. Por ejemplo, este método es preferible en el caso de fondos de capital privado donde el administrador define el momento en que se deben realizar los aportes y retiros de capital.

La rentabilidad de los instrumentos de renta fija a corto plazo está determinada básicamente por su tasa de interés y tiende a ser estable. 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. Además, los movimientos de las tasas inciden en el valor de mercado de los activos de renta fija, en especial de los bonos de mayor plazo. Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés reduce el valor de mercado de los bonos mientras que una disminución lo incrementa. La rentabilidad que resulta producto de estos factores se denomina aquí «rentabilidad en moneda de origen».

La rentabilidad de los fondos también depende 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 su retorno en dólares, el valor en dicha moneda de las inversiones denominadas en euros (o yenes) aumenta como consecuencia de una apreciación del euro (yen) respecto al dólar y lo inverso ocurrirá si estas monedas se deprecian con respecto al dólar.

Así, la rentabilidad total del fondo refleja la combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.

2. Rentabilidad en 2010 y en el periodo 2007 - 2010

En el año 2010, la rentabilidad neta en dólares de los fondos medida por la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (o *Time-Weighted Rate of Return*, TWR) fue de 1,83% para el FEES y de 1,81% para el FRP. Medida por la Tasa Interna de Retorno (TIR), la rentabilidad fue de 1,90% para el FEES y de 2,19% para el FRP.

Dichas rentabilidades se explican, principalmente, por el rendimiento de 2,94% para el FEES y de 2,92% para el FRP generados por los intereses devengados y por los cambios en las tasas de interés de los instrumentos financieros incluidos en los portafolios de ambos fondos. La rentabilidad se vio disminuida en 1,11% producto de las variaciones en las paridades cambiarias, principalmente por la depreciación del euro con respecto al dólar, lo cual fue compensado en parte por la apreciación del yen con respecto a la moneda estadounidense (cuadro 1).

Fondo	Componente	Trimestre				2010
		I	II	III	IV	
FEES	Moneda de Origen	0,95%	1,69%	0,96%	-0,67%	2,94%
	Cambio en paridades cambiarias	-2,32%	-3,32%	5,09%	-0,36%	-1,11%
	Retorno total (USD)	-1,37%	-1,63%	6,05%	-1,03%	1,83%
FRP	Moneda de origen	0,94%	1,70%	0,95%	-0,68%	2,92%
	Cambio en paridades cambiarias	-2,32%	-3,32%	5,09%	-0,36%	-1,11%
	Retorno total (USD)	-1,38%	-1,62%	6,04%	-1,04%	1,81%

CUADRO 1

Factores determinantes de la rentabilidad (TWR) de los Fondos Soberanos en 2010. (en porcentajes)

FUENTE:

Ministerio de Hacienda de Chile.

A pesar de que la rentabilidad de los fondos se analiza principalmente en dólares, también se puede expresar en pesos chilenos. En el caso de la rentabilidad en pesos, además de los factores antes señalados, la rentabilidad depende 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. Así, durante 2010, año en el cual el peso registró una apreciación significativa con respecto al dólar, la rentabilidad en moneda nacional fue de -5,69% y -5,71% para el FEES y FRP, respectivamente.

La rentabilidad media anual en dólares (medida como TWR) de los fondos desde el 31 de marzo de 2007 alcanzó 5,51% para el FEES y 5,43% para el FRP¹⁵. El gráfico 4 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 122,3 a fines de 2010, mientras que para el FRP aumentó de 100 a 122,0 durante el mismo período. A su vez, la TIR anualizada desde los inicios de los fondos fue de 5,26% para el FEES y de 4,42% para el FRP¹⁶.

15 A pesar que el FRP recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006 y el FEES lo recibió el 6 de marzo de 2007, la TWR se mide a partir del 31 de marzo de 2007, cuando se comenzó a medir el desempeño de la gestión del BCCh como administrador de los fondos soberanos.

16 La TIR se calcula desde las fechas en que los fondos recibieron sus respectivos aportes iniciales.

FEES



GRÁFICO 4

Evolución del índice que representa al FEES y FRP, abril 2007 - diciembre 2010.

(31 de marzo 2007 = 100)

FUENTE:

Ministerio de Hacienda de Chile.

FRP



En 2010 las rentabilidades obtenidas por el FEES y el FRP fueron inferiores a las de sus *benchmarks* en 16 puntos base y 18 puntos base, respectivamente. Desde el 31 de marzo de 2007, las diferencias entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus *benchmarks* fueron de -18 puntos base y -26 puntos base, respectivamente¹⁷.

¹⁷ Esto significa que los instrumentos comprados por parte del administrador generaron en promedio menores rentabilidades que los considerados como parte del *benchmark*.

3. Rentabilidad en 2007 - 2010: una comparación internacional

La rentabilidad media anual (medida por TWR) de los Fondos Soberanos de Chile desde sus inicios (5,5%), se compara favorablemente con las obtenidas en el mismo período por los fondos soberanos de otros países. Por ejemplo, el retorno en dólares obtenido por el fondo de Irlanda desde comienzos de 2007 fue -0,6%; el de Alaska, 2,1%; Noruega, 3,4%; Trinidad y Tobago, 4,1%; Nueva Zelanda, 4,3%; Timor Oriental, 4,6%; Canadá, 5,2%; y Australia, 9,8% (cuadro 2).

Fondos	Tamaño (US\$ miles de millones)	Tipo (a)	Composición de activos				Retorno en dólares					
			Mercado monetario	Renta fija	Acciones	Inversiones alternativas (b)	2007	2008	2009	2010	2007-2010 (anualizado) (c)	Desviación Estándar (anualizada) (d)
Australia	71	P	19	19	35	27		-26,3	44,0	24,8	9,8	36
Chile	17	P/E	30	70	0	0	8,9	7,6	2,4	1,8	5,5	4
Canadá	15	A	1	25	53	21	20,7	-31,7	28,7	15,7	5,2	27
Timor Oriental	7	E	1	99	0	0	7,4	6,9	0,6	3,8	4,6	3
Nueva Zelanda	14	P	1	8	69	23	15,1	-44,2	48,4	24,3	4,3	39
Trinidad y Tobago	4	E	28	48	24	0	4,2	3,1	3,0	5,1	4,1	1
Noruega	528	A	0	39	61	0	10,2	-27,2	30,8	8,8	3,4	24
Alaska	39	A	3	18	51	28	8,8	-24,7	18,9	11,9	2,1	19
Irlanda	20	P	15	8	57	20	14,2	-33,3	23,6	3,8	-0,6	25

(a) En la tabla «A» equivale a ahorro, «P» a pensiones y «E» a estabilización.

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

(c) En el caso de Trinidad y Tobago se considera la última información disponible que es la de septiembre de 2010. La rentabilidad de Australia se estima con la información para 2008, 2009 y 2010. Metodológicamente, se utiliza el retorno publicado por los fondos y se transforma a dólares utilizando la variación de la paridad del dólar con respecto a la moneda utilizada para calcular la rentabilidad publicada.

(d) Se calcula a partir de los retornos anuales.

CUADRO 2

Composición estratégica de activos y retornos en dólares en fondos soberanos seleccionados.

FUENTE:

Ministerio de Hacienda de Chile.

En 2008 la mayoría de los fondos soberanos experimentaron considerables pérdidas que han sido compensadas, en casi todos ellos, por la alta rentabilidad que experimentaron sus inversiones en 2009 y 2010. Por ejemplo, en los fondos de Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Alaska el retorno acumulado en dólares durante 2009 y 2010 fue 80%, 49%, 84%, 42% y 33%, respectivamente, superando las pérdidas experimentadas en 2008 (26%, 32%, 44%, 27% y 24%, respectivamente). En el caso de Irlanda, el retorno acumulado en dólares durante 2009 y 2010 (28%) todavía no compensa la pérdida experimentada en 2008 (33%)¹⁸. En cambio, el fondo de Trinidad y Tobago, que recién comenzó a invertir en acciones en agosto de 2009, y otros más conservadores, como los chilenos y el de Timor Oriental, alcanzaron retornos positivos en los últimos tres años.

Las políticas de inversión de cada fondo dependen principalmente de los objetivos para los cuales los fondos fueron creados (Recuadro 5), ya que estos últimos determinan sus objetivos de inversión, tolerancia al riesgo, horizonte de inversión, entre otras características. Por ejemplo, las políticas de inversión de fondos soberanos cuyos objetivos están relacionados al financiamiento de las pensiones – como el fondo australiano o neozelandés – o al ahorro de los recursos para futuras generaciones – como el noruego – tienen políticas de inversión más riesgosas y típicamente incluyen acciones e inversiones alternativas, dados sus horizontes de inversión más largos y mayor tolerancia al riesgo. Otros fondos más conservadores como los de estabilización, dentro de los cuales se encuentran el FEES y el fondo de Timor Oriental, y cuyos objetivos principales son apoyar el financiamiento del gasto fiscal cuando disminuyen los ingresos fiscales, incluyen fundamentalmente activos de renta fija y del mercado monetario.

El riesgo asociado a las políticas de inversión de cada fondo queda en evidencia al comparar la volatilidad de sus retornos. Por ejemplo, la volatilidad experimentada por los fondos de Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega, Alaska e Irlanda en los últimos cuatro años es mucho mayor que la experimentada por otros fondos más conservadores como el de Chile, Timor Oriental y Trinidad y Tobago (cuadro 2).

Estos resultados están en línea con la evidencia empírica, que sugiere que, a largo plazo, estrategias más conservadoras obtienen mejores retornos en momentos de crisis y resultados más modestos en períodos de recuperación.

18 Es importante señalar que para compensar una rentabilidad negativa de, por ejemplo 50% en un año, se requiere de una rentabilidad de 100% el año siguiente.

Categorías de fondos soberanos

De acuerdo a la clasificación de Das et al. (2009), existen cinco categorías principales de fondos soberanos:

- **Fondos de Estabilización Fiscal:** Generalmente relacionados con la riqueza obtenida de la explotación de los recursos naturales (*commodities*). Los ingresos fiscales extraordinarios acumulados en periodos de bonanza de los *commodities* son típicamente ahorrados en este tipo de fondos para posteriormente utilizarlos cuando los ingresos fiscales disminuyen producto de la caída en los precios o volúmenes transados de los *commodities*. Por lo general presentan una política de inversión conservadora, dado el horizonte de corto plazo que los caracteriza.
- **Fondos de Ahorro Fiscal:** Utilizados especialmente por países con recursos naturales limitados o con gran incertidumbre con respecto al tamaño futuro de éstos y que buscan reemplazar en el futuro el ingreso proveniente de los recursos no renovables con ganancias generadas por activos adquiridos con los recursos acumulados en ellos. En esta forma, parte de la riqueza proveniente de la explotación actual de los recursos naturales es traspasada a las generaciones futuras. Sus políticas de inversión son por lo general más diversificadas que los fondos de estabilización, en razón del horizonte de largo plazo que los define.
- **Fondos de Reserva de Pensiones:** Fondos cuyo objetivo es cubrir las obligaciones de los países por concepto de pensiones. Generalmente presentan políticas de inversión más diversificadas que los fondos de estabilización producto del horizonte de largo plazo de sus obligaciones.
- **Sociedades de Inversión de Reservas:** Tienen por objetivo maximizar el rendimiento de las reservas, dado cierto nivel de tolerancia al riesgo. El horizonte temporal y el nivel de tolerancia al riesgo de este tipo de fondos no está típicamente definido en forma explícita.
- **Fondos de Desarrollo:** Buscan usar sus retornos con objetivos de desarrollo. Estos fondos por lo general invierten una buena parte de sus recursos internamente, teniendo en cuenta las políticas macroeconómicas del país.

Típicamente los fondos que se encuentran en la misma categoría tendrán políticas de inversión similares ajustadas a los requerimientos específicos de cada país. Por ejemplo, fondos de reserva de pensiones – como los de Irlanda, Australia y Nueva Zelanda – por lo general incluyen bonos, acciones e inversiones alternativas en sus carteras. En cambio, los fondos de estabilización – como los de Chile y de Timor Oriental – se orientan a activos más líquidos y de corto plazo, como instrumentos del mercado monetario y bonos soberanos.

anexo 01

EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES
INDICADORES FINANCIEROS INTERNACIONALES
DURANTE 2010

Durante 2010, los principales mercados financieros continuaron su tendencia del año anterior y siguieron recuperándose de las considerables pérdidas sufridas durante la crisis. A pesar de esta mejoría, los mercados registraron momentos de alta volatilidad, debido a la incertidumbre que continuó afectando a muchas economías desarrolladas. Las principales razones de esta situación fueron la crisis de la deuda de algunos de los denominados países periféricos de la eurozona, junto con las dudas del mercado tanto con respecto a la recuperación de Estados Unidos como acerca de las medidas de flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*) implementadas por la Reserva Federal.

Este comportamiento puede observarse al analizar la evolución de la volatilidad del mercado accionario, representada por la trayectoria del CBOE Volatility Index (VIX). Éste, tras experimentar fuertes alzas entre los meses de mayo y agosto, disminuyó posteriormente y terminó el año en niveles similares a los observados a fines de 2009 (gráfico 5). La tendencia del *spread* entre las tasas de los bonos corporativos y la de los papeles soberanos de Estados Unidos fue similar, aunque menos marcada. En efecto, su valor después de llegar a un mínimo de 144 puntos base (pb) en abril, alcanzó un máximo anual de 208 pb en junio y finalizó el año en un valor cercano al del año anterior (174 pb)¹⁹.



GRÁFICO 5
Evolución de la volatilidad en el mercado accionario (VIX) y *spread* de bonos corporativos, 2006 - 2010.
(eje izquierdo en porcentajes; eje derecho en puntos base)

FUENTE:
Ministerio de Hacienda de Chile, Bloomberg, Barclays Capital.

Por su parte, la liquidez de los mercados se mantuvo estable durante el año, lo que se reflejó en los cambios relativamente menores que mostró la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (Libor) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de los Estados Unidos). Dicha diferencia, conocida como TED Spread, se situó en niveles cercanos a los 30 pb (0,3%) a fines de 2010, y fue así similar a la registrada al término del año anterior (0,32%). Sin embargo, ella fue mucho menor que la de 56 pb del promedio histórico del periodo 1985-2010 y muchísimo más baja que la de 450 pb alcanzada en el tercer trimestre de 2008, que representó el peor momento de la crisis (gráfico 6).

19 Calculado a partir del Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index.



GRÁFICO 6
Evolución del TED spread,
2006 - 2010.
(en puntos base)

FUENTE:
Bloomberg.

Como consecuencia de la considerable volatilidad registrada en los mercados, los precios de las acciones mostraron una marcada inestabilidad, particularmente durante los primeros nueve meses del año. Durante el último trimestre ellos subieron en forma sostenida y finalizaron el año con importantes ganancias. Así, el índice accionario Standard & Poor's 500 (S&P500) ganó casi 13% durante 2010, mientras que el Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI) registró un aumento de más de 10% (gráfico 7).



GRÁFICO 7
Evolución del mercado accionario
en 2010.
S&P500 y MSCI ACWI (en moneda
de origen)
(Enero 2009 = 100)

FUENTE:
Bloomberg.

Los bonos corporativos también se vieron favorecidos por la recuperación de los mercados, a pesar de sufrir un importante retroceso en los últimos meses del año. De esta forma, el Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (hedged) se elevó más de 7% durante 2010 (gráfico 8)²⁰.



GRÁFICO 8
Evolución del mercado de bonos corporativos en 2010.
Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (hedged) (Enero 2010 = 100)

FUENTE:
Barclays Capital.

Por su parte, en 2010 los bonos soberanos nominales tuvieron menores retornos que las otras clases de activo. Esto se explica principalmente por los bajos niveles de tasas de interés que se mantuvieron a lo largo de todo el año, las cuales se situaron en niveles históricamente reducidos. Así, el Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged) cerró el año con una rentabilidad de 3,6% (gráfico 9)²¹.



GRÁFICO 9
Evolución del mercado de bonos soberanos nominales en 2010.
Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged) (Enero 2010 = 100)

FUENTE:
Barclays Capital.

20 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. El índice se presenta con cobertura cambiaria (hedged) con el fin de eliminar el efecto de las paridades cambiarias y así representar de mejor forma el efecto de los cambios en las tasas de interés y spreads en el precio de los bonos corporativos.

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

La trayectoria de los precios de los bonos indizados a inflación fue parecida a la de los bonos soberanos nominales. La rentabilidad del Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (hedged) fue cerca de 5% en el año (gráfico 10)²².



GRÁFICO 10
Evolución del mercado de bonos soberanos indizados a inflación en 2010. Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (hedged) (Enero 2010 = 100)

FUENTE:
Barclays Capital.

²² El Barclays Capital Global Inflation-Linked Index es utilizado para medir el desempeño de los bonos indizados a la inflación en los principales mercados.

BRAVO, D., RUIZ-TAGLE, J. (2010).

«Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones», Centro de Microdatos, Departamento de Economía, Universidad de Chile.

DAS, U., Y. LU, C. MULDER Y A. SY (2009).

«Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations». Fondo Monetario Internacional.

MARCEL M., M. TOKMAN, R. VALDÉS Y P. BENAVIDES (2001).

«Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000», Serio 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.

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.

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.

AGENCIAS FINANCIERAS DE EE.UU. Instituciones de financiamiento hipotecario de los EE.UU. que tienen el respaldo explícito o implícito del gobierno.

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 preacordadas.

BONOS CORPORATIVOS Bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

BONOS INDIZADOS A INFLACIÓN Bonos cuyos cupones 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.

CLASES DE ACTIVO Categorías específicas de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos e instrumentos del mercado monetario, entre otros. Los activos de una misma clase generalmente exhiben características similares de riesgo, reaccionan de manera similar en el mercado y están sujetos a las mismas regulaciones.

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 pérdida a que está expuesto el bono ante un alza de las tasas de interés.

EFFECTIVO Caja y depósitos bancarios a la vista.

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.

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 con la que se puede vender una inversión o instrumento sin incurrir en una pérdida significativa de valor.

PRINCIPIOS DE SANTIAGO Conjunto de principios y prácticas voluntarias para los fondos soberanos que fueron preparados y acordados por el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) en Santiago de Chile en septiembre de 2008.

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.

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.

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.

RENDA FIJA Instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Los bonos y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.

RENDA VARIABLE Ver acciones.

RIESGO La posibilidad de sufrir pérdidas financieras; la variabilidad del retorno de una inversión.

SPREAD Diferencia entre las tasas de rendimiento a madurez de dos instrumentos de renta fija; se utiliza para medir su nivel de riesgo relativo.

TASA LIBOR London interbank offered rate, tasa cobrada en los préstamos interbancarios.

TASA LIBID London interbank bid rate, tasa pagada por los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa Libor menos 0,125%.

TASA INTERNA DE RETORNO Tasa efectiva de rendimiento de las inversiones. Se calcula igualando el valor presente de todos los flujos netos de caja a cero.

TASA DE RETORNO PONDERADA POR EL TIEMPO (*Time-weighted Rate of Return* o TWR) medida de rentabilidad que se obtiene componiendo o multiplicando los retornos diarios sin considerar aportes y retiros. En contraste con la TIR, elimina así la incidencia de los flujos netos de caja.

VOLATILIDAD Medida de riesgo de un activo financiero. Representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un período de tiempo.



Papeles fabricados con fibra de bosques manejados responsablemente, regidos por rigurosos estándares ambientales y sociales con un compromiso de largo plazo.



WWW.HACIENDA.CL