

20

Informe Anual
Comité Financiero

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

18

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del
Ministerio de Hacienda para el año 2018.

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

Registro de Propiedad Intelectual N°302455
ISSN: 0718-5790

Abril de 2019, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

2

0

**Informe Anual
Comité Financiero**

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

1

8

Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	13
D. Política de inversión	16
Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos	22
A. Análisis de mercado	23
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	31
C. Rentabilidad	32
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	36
A. Implementación de nueva política de inversión para el FRP	37
B. Nuevo estudio de la política de inversión para el FEES	40
C. Nuevas directrices de inversión para el FRP	40
D. Monitoreo de los administradores de los fondos	40
E. Ciberseguridad	41
Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero	42
Anexo 2: Resumen de reuniones en 2018	43
Referencias bibliográficas	45
Glosario	46

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado en el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero, y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el décimo segundo preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2018.

A través de la publicación de este informe se da cumplimiento a la obligación establecida por el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, que dispone que el Comité informará anualmente de su trabajo al Ministro de Hacienda y remitirá copia de dicho informe a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados, así como a la Comisión Especial de Presupuestos.

El Comité

Resumen ejecutivo

Al cierre de 2018 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 23.797 millones, correspondiendo US\$ 14.134 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 9.663 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -0,41% para el FEES y de -3,56% para el FRP¹, mientras que en pesos fue de 12,61% y 9,05%, respectivamente. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación y 7,5% en acciones, en tanto que para el FRP era 44% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 20% en bonos corporativos y 19% en acciones.

¹ La rentabilidad o retorno informado en el reporte usa la Tasa de Retorno Ponderada por el Tiempo (TWR por su sigla en inglés), a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para periodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta. Para periodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el periodo indicado. Rentabilidad neta se refiere a que descuenta el costo asociado a la administración de las carteras de inversión.

Integrantes del Comité Financiero



Presidente José De Gregorio Rebeco

Ingeniero Civil Industrial y Máster en Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, y Ph.D. en Economía del Massachusetts Institute of Technology. Actualmente se desempeña como Decano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, y como Nonresident Senior Fellow del Peterson Institute for International Economics. Fue Presidente, Vicepresidente y Consejero del Banco Central de Chile, Ministro de Economía, Minería y Energía en Chile, y Economista del Fondo Monetario Internacional. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.



Vicepresidente Cristián Eyzaguirre Johnston

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Máster en Economía de la Universidad de California, Berkeley. Fue Gerente General del Banco Bice y Gerente de Finanzas de Empresas CMPC. Ha sido Subdirector del Servicio de Impuestos Internos (SII), asesor de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) y Profesor Titular en la Universidad de Chile. Actualmente es director de empresas y miembro del Comité de Inversiones del Hogar de Cristo. Se incorporó al Comité en marzo de 2010.



Consejero Ricardo Budinich Diez

Ingeniero Civil Industrial de la Universidad de Chile, Bachiller en Ciencias de la Ingeniería mención Industrial de la Universidad de Chile y Diplomado en Gobierno Corporativo de la Universidad Católica. Actualmente es director de empresas y miembro de varios Comités de Vigilancia de fondos de inversión en capital privado extranjeros, deuda global, accionarios *small - mid cap* e inmobiliarios. Ha sido Gerente de Administración y Finanzas de Copec SA, Director de Sonacol SA y varias otras sociedades filiales de la misma compañía, Gerente Corporativo de Finanzas de Casaideas y asesor de su Directorio y miembro del consejo consultivo de la Fundación Copec UC., miembro del Comité de Inversiones de la Compañía de Seguros Cruz del Sur, profesor auxiliar de la Universidad de Chile, y ha ocupado diversos cargos gerenciales en empresas del sector financiero. Se incorporó al Comité en septiembre de 2016.



Consejero Jaime Casassus Vargas

Ingeniero Civil Industrial de la Universidad Católica de Chile y Ph.D. en Finanzas de Carnegie Mellon University. Actualmente se desempeña como Profesor Asociado y Director de Postgrado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile, y además es Managing Editor para la revista *Quantitative Finance*, director adjunto del centro FinanceUC y director de la Sociedad de Economistas de Chile. Ha sido Profesor Visitante de la Universidad de California, Berkeley, y publicado sus investigaciones en el *Journal of Finance*, *Review of Financial Studies* y *Journal of Banking & Finance*. Se incorporó al Comité en septiembre de 2014.



Consejero Martín Costabal Llona

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y MBA de la Universidad de Chicago. Ha sido Director de Presupuestos y Ministro de Hacienda, ejecutivo de Pizarreño e Infraestructura Dos Mil, Gerente General de AFP Habitat y miembro del Consejo Técnico de Inversiones establecido por la Reforma Previsional. Actualmente es director de empresas. Se incorporó al Comité en enero de 2007.



Consejera Paulina Yazigi Salamanca

Ingeniera Comercial y Máster en Macroeconomía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y Máster en Ciencias de Matemáticas en Finanzas de la Universidad de Nueva York. Actualmente se desempeña como Gerente de Inversiones en Nogaleda Inversiones. Ha sido Gerente de Inversiones, Gerente de Estrategia y Directora de Research de Renta Fija y Economía en Credicorp Capital (ex IMTrust), Vice Presidenta de Business Management en BBVA en Nueva York, y co-portfolio manager en Compass Group LLC en Nueva York. Ha dictado diversos cursos en la Universidad Adolfo Ibáñez desde el año 2012. Se incorporó al Comité en septiembre de 2018.

CAPÍTULO 1

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

A. Política fiscal

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

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado³, que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y tener la posibilidad de utilizar esos ahorros en períodos de debilidad cíclica. Como consecuencia, la regla fiscal a su vez tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y mejora el acceso al financiamiento del sector público y privado.

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

A fin de asegurar la sustentabilidad del gasto público en el tiempo y contribuir a la competitividad de la economía, en septiembre de 2006 se promulgó la Ley 20.128 de Responsabilidad Fiscal. Ésta creó el FRP y facultó al Presidente de la República para crear el FEES, el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007. En ambos fondos se acumulan los recursos que derivan de la aplicación de la regla de balance estructural según se detalla a continuación.

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante los fondos soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso del FEES, su objetivo es acumular recursos para financiar eventuales déficit fiscales y amortizar deuda pública, contribuyendo así a que el gasto fiscal no se vea mayormente afectado por los vaivenes de la economía mundial y la volatilidad de los ingresos que provienen de los impuestos y el cobre. Adicionalmente, los recursos del FEES pueden ser utilizados para financiar al FRP si fuese necesario. En el caso del FRP, el objetivo es apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios considerados en la Reforma Previsional. De este modo, se complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en el *Gráfico 1*, están establecidas por ley⁴.

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

2 Decreto N° 892 de 2014, que establece las bases de la política fiscal, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1° de la ley N° 20.128.

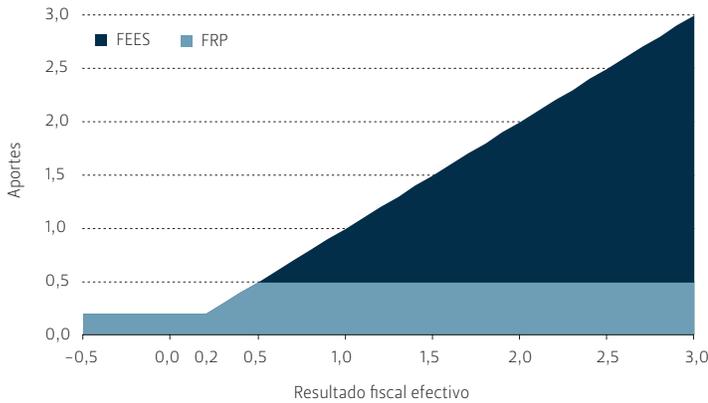
3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); García, García y Piedrabuena (2005); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011); Schmidt-Hebbel (2012); Velasco y Parrado (2012); y Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016 y 2017).

4 Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁵. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

GRÁFICO 1

Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Reglas de uso

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

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superan el cinco por ciento del gasto fiscal previsional considerado en la Ley de Presupuestos de dicho año. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

Por su parte, los recursos del FEES se pueden utilizar en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado en caso de déficit fiscal. Además, dichos recursos pueden utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo los Bonos de Reconocimiento) y para financiar el aporte anual al FRP, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (Ministerio).

.....

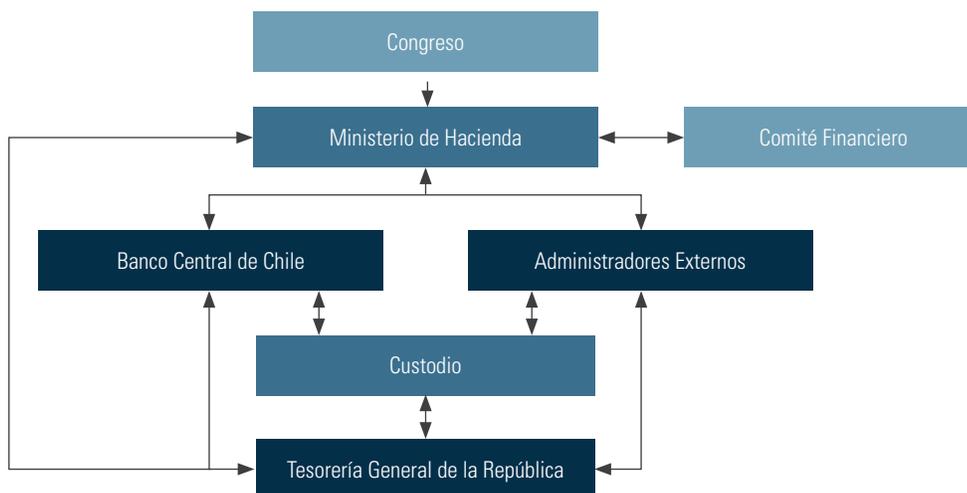
5 La legislación actual permite realizar amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados al FEES, utilizando los recursos del superávit fiscal del año en curso y que deban depositarse en dicho fondo en el o los años siguientes.

C. Institucionalidad

El marco legal establece una división clara de funciones y responsabilidades que facilita la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión de los fondos. A continuación, se describen brevemente las principales funciones de cada una de las entidades involucradas en la administración de los fondos (véase *Diagrama 1*).

DIAGRAMA 1

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General de la República (TGR) es la titular de los recursos. A su vez, otorga al Ministro de Hacienda la responsabilidad sobre la administración de los fondos y sus políticas de inversión. Para lo anterior, el Ministerio elabora directrices de inversión, que definen los criterios que deben ser respetados por los administradores de los fondos. Al mismo tiempo, el Ministerio es responsable de supervisar la gestión de los administradores encargados de invertir los recursos de los fondos y de elaborar los reportes mensuales, trimestrales y anuales que dan cuenta del estado de los fondos al público.

La TGR es responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros auditados, monitorear el cumplimiento de los límites de inversión, conciliar la información de los portafolios que mantienen los administradores y el custodio y validar los pagos a los administradores. La Dirección de Presupuestos (Dipres) es responsable de los aspectos presupuestarios que tengan relación con los fondos.

Banco Central de Chile

El Ministerio, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 ("Decreto de Agencia"), designó al Banco Central de Chile (BCCh) como agente fiscal para la administración e inversión de los recursos de los fondos. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices de inversión impartidas por el Ministro de Hacienda. El BCCh tiene la facultad de delegar parte de la administración de los recursos de los fondos soberanos a administradores externos.

A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh contrató a BlackRock Institutional Trust Company, N.A. (BlackRock), Mellon Investments Corporation (Mellon) y Rogge Global Partners Plc (Rogge), la cual fue adquirida por Allianz Global Investors (Allianz)⁶ en 2016, como administradores delegados para la gestión de las carteras de acciones y renta fija corporativa. Posteriormente, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio instruyó en 2013 al BCCh para que contratase a BlackRock y Mellon para la administración del portafolio accionario del FEES, teniendo en cuenta que el mandato sería idéntico al del FRP y que recientemente se había realizado el proceso de selección de dichos administradores.

Por otra parte, mediante el decreto N° 1.618, de 2012, se modificó el Decreto de Agencia para separar del ámbito de administración del BCCh los portafolios de acciones y de renta fija corporativa del FEES y el FRP, cuya administración fue encargada por el BCCh en representación del Fisco a las empresas mencionadas. De acuerdo al referido decreto N° 1.618, de 2012, las tareas del BCCh relacionadas con los portafolios gestionados por administradores externos se redujeron significativamente desde el 1 de enero de 2014, limitándose principalmente a conciliar las posiciones diarias. De esta forma, la relación contractual con los administradores externos y otras tareas antes desempeñadas por el BCCh quedaron a cargo del Ministerio y de la TGR.

Cabe señalar que durante el año 2018 el BCCh seleccionó a BlackRock y Nomura Asset Management Global (Nomura), como administradores externos para la gestión de las carteras de bonos de alto rendimiento, y a BNP Paribas Asset Management (BNP) y a Western Asset Management Company (Western), como administradores para la gestión de las carteras de bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. (MBS de agencias de EE.UU.)⁷. Ambas clases de activos forman parte de la nueva política de inversión definida para el FRP (ver Sección D de este capítulo). Es importante mencionar que el rol de supervisión de los administradores externos de los bonos de alto rendimiento recaerá en el Ministerio y la TGR, y que la de los MBS de agencias de EE.UU. en el BCCh, esto último debido a que el banco tiene experiencia invirtiendo en dicha clase de activo.

Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un comité asesor para la administración de los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este Comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y asesora al Ministro con el propósito de establecer pautas de inversión coherentes con los objetivos de los fondos. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento del Comité Financiero. Dicho Comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio. Según dicho decreto, el Comité Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2018.

6 A partir de ahora se hará solamente referencia a Allianz en el informe.

7 Los contratos con los administradores externos de bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU. fueron firmados en enero de 2019.

Las funciones del Comité Financiero y las normas de procedimiento necesarias para su correcto funcionamiento fueron determinadas en el mismo decreto. De acuerdo a éste, las funciones y atribuciones del Comité son las siguientes:

- Asesorar sobre los aspectos de la política de inversión que le sean consultados por el Ministro de Hacienda. Estos aspectos incorporan, por ejemplo, la distribución de las inversiones por clases de activo (*asset allocation*), la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos (véase *Recuadro 1*), la definición de límites de desviación permitidos a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Opinar sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.
- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que los rigen.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias⁸.

RECUADRO 1: Comparador referencial o *benchmark*

Los comparadores referenciales o *benchmarks* son índices representativos del mercado de distintas clases de activos. En principio representan el desempeño de la inversión pasiva en portafolios diversificados invertidos en ciertas clases de activo, donde típicamente la rentabilidad de cada instrumento se pondera por la importancia relativa de su capitalización de mercado. Estos índices son utilizados como referencia para medir el desempeño de los administradores encargados de invertir los fondos.

A cada clase de activo presente en un portafolio de inversión se le asocia un comparador referencial. Así, el comparador referencial de la cartera total se construye ponderando los índices seleccionados por la asignación porcentual dada a cada clase, según lo definido en la política de inversión.

En el caso del FEES y el FRP, sus políticas de inversión son de carácter pasivo. Es decir, sus estrategias de inversión tienen por objetivo lograr la rentabilidad del comparador referencial.

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

D. Política de inversión

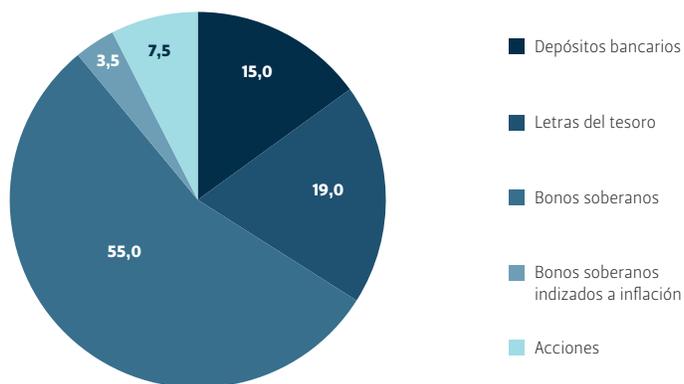
Fondo de Estabilización Económica y Social

Según los objetivos descritos anteriormente, la política de inversión del FEES busca maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de forma oportuna de los recursos para financiar déficit fiscales y a la vez evite pérdidas significativas en el valor del fondo. Cabe señalar que el Ministerio de Hacienda estableció que los recursos del fondo deberían invertirse en el exterior con el propósito de no dañar la competitividad de la economía chilena.

Desde su creación y hasta fines de julio de 2013, la política de inversión del FEES se focalizaba principalmente en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, las que típicamente se aprecian en momentos de crisis. Sin embargo, en agosto de 2013 se inició la implementación de una nueva política de inversión que fue definida por el Ministro de Hacienda sobre la base de las recomendaciones del Comité Financiero en 2012⁹. Esta política de inversión considera una composición de cartera de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 7,5% en acciones (véase *Gráfico 2*). A su vez, para el portafolio de renta fija, se define como proporción del portafolio total una composición de monedas de 40% en dólares (USD), 25% en euros (EUR), 20% en yenes (JPY) y 7,5% en francos suizos (CHF). La cartera posee una duración de aproximadamente 4,8 años (véase *Recuadro 2*).

GRÁFICO 2

Composición estratégica de activos del FEES
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

9 La recomendación del Comité Financiero se fundamentó en la revisión y análisis de distintos antecedentes, entre los que destacan el estudio de composición de cartera encargado por el Ministerio de Hacienda al profesor y entonces miembro del Comité Financiero Eduardo Walker, comentarios realizados por parte de tres evaluadores externos a dicho estudio, y simulaciones adicionales con información de mercado de los últimos 20 años realizadas por el equipo de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda. Mayores antecedentes se encuentran disponibles en el Capítulo 3 del Informe Anual del Comité Financiero en 2012.

RECUADRO 2: Principales elementos de la política de inversión del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

Objetivos de inversión: en concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo manteniendo un grado de liquidez que permita cubrir las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

Composición estratégica de activos: la política de inversión considera una composición estratégica de activos de 15% en depósitos bancarios, 74% en letras y bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación y 7,5% en acciones. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 40% en USD, 25% en EUR, 20% en JPY y 7,5% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total.

Comparadores referenciales (benchmarks): para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo:

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Depósitos bancarios		5	ICE BofaAML US Dollar 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		6	ICE BofaAML Euro Currency 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		4	ICE BofaAML Japanese Yen 3 Month Deposit Bid Rate Average Index
		15	Subtotal depósitos bancarios
2. Letras del tesoro y bonos soberanos	2.1. Letras del tesoro	6	ICE BofaAML US Treasury Bills Index
		7	ICE BofaAML Euro Treasury Bills Index
		6	ICE BofaAML Japan Treasury Bills Index
		19	Subtotal letras del tesoro
	2.2. Bonos soberanos	26,5	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: U.S. 7-10 Yrs
		11	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Germany 7-10 Yrs
		10	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Japan 7-10 Yrs
		7,5	Bloomberg Barclays Global Aggregate - Treasury: Switzerland 5-10 Yrs
		55	Subtotal bonos soberanos
		74	Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos
3. Bonos soberanos indizados a inflación		2,5	Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs
		1	Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs
		3,5	Subtotal bonos soberanos indizados a inflación
4. Acciones		7,5	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

Es importante mencionar que, a partir de mayo de 2011, el fondo se invierte con un énfasis pasivo, permitiendo sólo desviaciones marginales respecto del comparador referencial respectivo para cada clase de activo.

Administración: el FEES es administrado mayoritariamente por el BCCh, quien, en calidad de agente fiscal, gestiona el portafolio de renta fija (92,5% del total de los activos). El portafolio de acciones es gestionado por administradores externos contratados por el BCCh, previamente seleccionados para el FRP mediante licitación.

Límite de *tracking error ex ante*¹: se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de renta fija y de 60 puntos base para el de acciones.

Monedas y emisores elegibles: solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de la exposición soberana, son elegibles los emisores incluidos en los comparadores referenciales e instituciones supranacionales, agencias, y entidades elegibles con garantía estatal explícita de acuerdo a los criterios de elegibilidad que utiliza el BCCh para la inversión de sus reservas internacionales y de acuerdo a los límites que se establecen en las pautas de inversión. En relación a la exposición bancaria, se permite invertir en bancos con al menos dos clasificaciones de riesgo mayor o igual a A-/A3 (las clasificadoras consideradas son Standard & Poor's, Moody's y Fitch) y de acuerdo a los límites establecidos en las pautas de inversión. Para acciones son elegibles los emisores que se incluyen en el comparador referencial, sin embargo, también se permite la inversión en Exchange Traded Funds (ETFs), fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

Apalancamiento y uso de derivados: en el fondo no se permite el apalancamiento². Respecto al uso de derivados, se distingue según el tipo de portafolio:

- Portafolio de renta fija: se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. El monto notional total no puede exceder al 4% del portafolio de renta fija.
- Portafolio accionario: se permite el uso de *forwards* y *swaps* solamente para cobertura cambiaria. Adicionalmente, se permite el uso de futuros accionarios con fines de cobertura o que permitan ganar exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal agregado de los futuros, *forwards* y *swaps* no debe superar 10% del portafolio que cada administrador gestiona.

Política de rebalanceo: consiste en restaurar la composición estratégica una vez al año y cada vez que el porcentaje de las acciones sobrepase el rango de 5,5%-9,5% del portafolio total. El rebalanceo anual se coordina con los aportes o retiros del fondo, en la medida de lo posible.

Pautas de inversión: en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio³, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, las restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes y otros aspectos asociados a su gestión.

1 El *tracking error ex ante* es una estimación de la desviación estándar de la diferencia entre los retornos del portafolio y del comparador referencial. Mientras menor es el *tracking error ex ante* más pasiva es la gestión del portafolio.

2 Apalancamiento se refiere a la compra de activos mediante el endeudamiento.

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

Fondo de Reserva de Pensiones

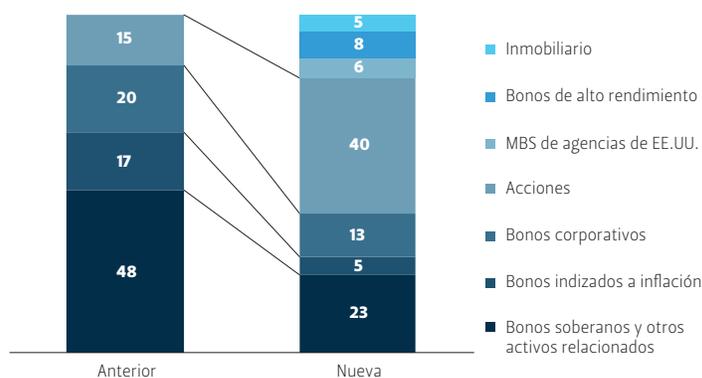
En noviembre de 2017, el Ministro de Hacienda aceptó las recomendaciones del Comité Financiero de modificar la política de inversión del FRP. La nueva política sugerida por el Comité fue definida a partir de las conclusiones de un estudio encargado a Mercer Investment Consulting (Mercer), que finalizó a mediados de 2017.

Como parte de la nueva política, y reconociendo que los recursos del fondo son para financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones que están denominadas en pesos, se estableció un nuevo objetivo de inversión y tolerancia al riesgo para el fondo. Específicamente, el objetivo de inversión se definió como obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%¹⁰.

La nueva composición estratégica de activos se definió de tal forma que fuese coherente con los objetivos y tolerancia al riesgo antes descritos. Así, la nueva composición de cartera establece que 40% del fondo debe estar invertido en acciones, 23% bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% en bonos indizados a inflación, 6% en MBS de agencias de EE.UU., 8% en bonos de alto rendimiento, y 5% en activos no listados del sector inmobiliario (véase *Gráfico 3*). Todas las clases de activos, excepto por los MBS, se invertirán en forma global. Adicionalmente, el Comité sugirió cubrir paulatinamente la exposición cambiaria de los portafolios de renta fija a pesos chilenos (véase *Recuadro 3*).

GRÁFICO 3

Comparación entre la política de inversión anterior y nueva
(porcentajes del portafolio)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Para mayor información acerca de la implementación de la nueva política de inversión y la forma en que se convergerá a la nueva composición de activos ver Capítulo 3, Sección A.

10 Para mayor información acerca de la política de inversión anterior ver Informe Anual Comité Financiero 2017.

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

Objetivos de inversión: el objetivo de inversión del FRP pretende obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%.

Composición estratégica de activos (en régimen): la nueva política de inversión considera una composición de cartera de 23% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% en bonos soberanos indizados a inflación, 5% en MBS de agencias de EE.UU., 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 40% en acciones, y 5% en el sector inmobiliario. Adicionalmente, se cubrirá la exposición cambiaria asociada al portafolio de renta fija. A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda decidió converger paulatinamente a dicha composición estratégica de activos en un período aproximadamente de tres años. En el Capítulo 3, Sección A de este informe se aborda en mayor profundidad el proceso de convergencia.

Comparadores referenciales (benchmarks): para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo:

Clase de activo	Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados ^(a)	23	Bloomberg Barclays Global Aggregate: Treasury Bond Index (<i>unhedged</i>)
		Bloomberg Barclays Global Aggregate: Government-Related (<i>unhedged</i>)
Bonos soberanos indizados a inflación	5	Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked Index (<i>unhedged</i>)
Bonos corporativos	13	Bloomberg Barclays Global Aggregate: Corporates Index (<i>unhedged</i>)
MBS de agencias de EE.UU.	6	Bloomberg Barclays US Mortgage Backed Securities (MBS) Index
Bonos de alto rendimiento	8	Barclays Global High Yield Index (<i>unhedged</i>)
Acciones	40	MSCI All Country World Index ex Chile (<i>unhedged</i> con dividendos reinvertidos)
Inmobiliario	5	<i>Por definir.</i>

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

Cobertura Cambiaria: Se cubrirá a pesos la exposición cambiaria asociada al portafolio de renta fija principalmente con el objetivo de mitigar el riesgo originado por la variación de las monedas, en relación al peso, en que se invierte dicho portafolio. Para lo anterior, se contratará uno o más administradores externos que implementarán la estrategia de cobertura a partir de los lineamientos que defina el Ministerio de Hacienda, teniendo en cuenta las recomendaciones del Comité Financiero. La estrategia involucrará el uso de *forwards* de monedas. Durante 2019 el Comité Financiero recomendará la estrategia de cobertura y elaborará las directrices que serán utilizadas para contratar a los encargados de implementar dicha estrategia. El Comité ha recomendado implementar dicha estrategia de forma paulatina con el fin de mitigar el impacto en la moneda nacional.

Administración: los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados e indizados a inflación son gestionados directamente por el BCCh, en calidad de agente fiscal. Los portafolios de acciones y bonos corporativos son gestionados por administradores externos. Los portafolios de bonos de alto rendimiento, MBS de agencias de EE.UU., el inmobiliario y el programa de cobertura cambiaria serán gestionados por administradores externos, todos ellos seleccionados por el BCCh, con apoyo del Ministerio de Hacienda y la firma consultora RVK.

Límite de tracking error ex ante: se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos indizados a inflación, 60 puntos base para el de acciones, 50 puntos base

para el de bonos corporativos, y 150 puntos base para el de bonos de alto rendimiento. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

Monedas, emisores e instrumentos elegibles: para cada clase de activo son elegibles sólo las monedas que forman parte del comparador referencial correspondiente. Para los emisores e instrumentos se permiten principalmente los incluidos en el comparador referencial. Sin perjuicio de lo anterior, para cada clase de activo existen algunos emisores e instrumentos elegibles que no están incluidos en el comparador referencial correspondiente y que se permiten para otorgar más flexibilidad a los administradores en la gestión de sus carteras. A continuación, se presentan los más importantes:

- MBS de agencias de EE.UU.: instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs¹.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.
- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

Apalancamiento y uso de derivados: en el fondo no se permite el apalancamiento. Respecto al uso de derivados se distingue por portafolio:

- Portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indizados a inflación: solo se podrá contratar *forwards* o *swaps* para cobertura cambiaria. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Por otra parte, el monto notional de los contratos *forwards* o *swaps* vigentes no debe exceder, en su conjunto, el 4% del portafolio.
- MBS de agencias de EE.UU.: La exposición a TBAs no debe sobrepasar el 30% del portafolio. Los montos nominales de futuros de tasas de interés en EE.UU. valorizados a precio de mercado y expresados en valor absoluto, no deben exceder el 10% de valor de mercado del portafolio.
- Portafolio accionario, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento: cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros –accionarios o de renta fija según corresponda– con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 3% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

Política de rebalanceo: Durante el período de transición solamente se realizarán rebalanceos entre las distintas clases de activo con el fin de converger a la nueva composición estratégica de activos. Ver Capítulo 3, Sección A.

Pautas de inversión: en las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio², se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

1 TBA o To Be Announced: Corresponde a *forwards* de MBS.

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

CAPÍTULO **2**

Estado de los
Fondos Soberanos

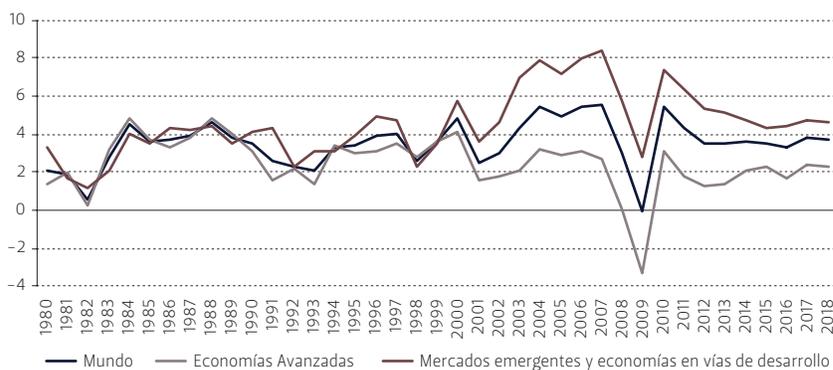
A. Análisis de mercado

Principales Desarrollos

De acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹¹, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de la economía global fue de 3,7% en 2018, menor al registrado en 2017 de 3,8%. A su vez, el crecimiento para los países emergentes y en vías de desarrollo se situó en torno al 4,6% en 2018, levemente menor al 4,7% de 2017. Por su parte, el crecimiento esperado para las economías avanzadas fue de aproximadamente 2,3%, inferior al 2,4% del período anterior (véase *Gráfico 4*). Por otra parte, se estima para 2018 que el crecimiento de la Zona Euro, Reino Unido, Latinoamérica y el Caribe, China, Japón habría sido menor al observado durante 2017, mientras que el de EE.UU. e India se estima que sea mayor (véase *Gráfico 5*).

GRÁFICO 4

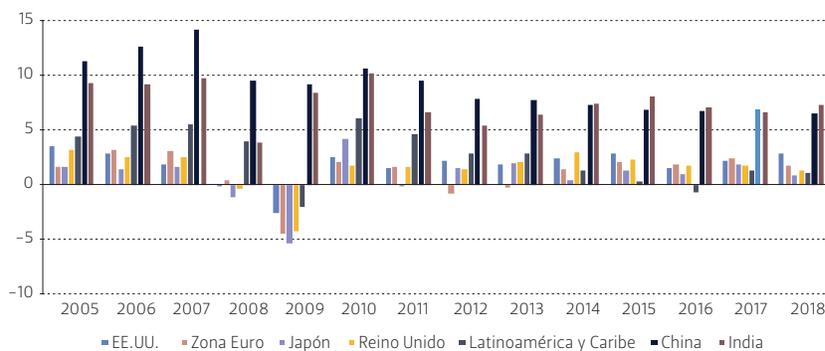
Evolución crecimiento PIB Real, 1980 – 2018
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 5

Crecimiento del PIB Real de economías seleccionadas, 2005 - 2018
(en porcentaje)



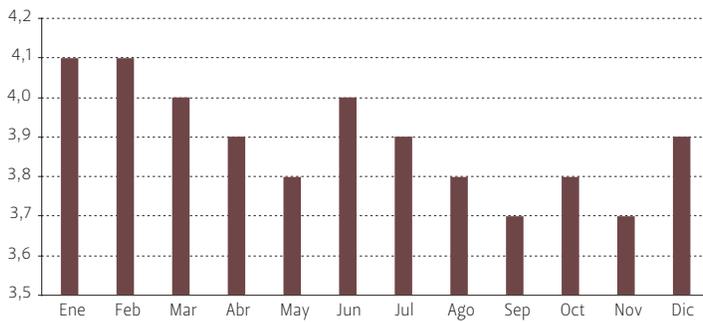
FUENTE: Fondo Monetario Internacional

11 Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos *World Economic Outlook* de octubre 2018 del FMI, adicionando su correspondiente actualización de enero 2019.

La economía de EE.UU. creció 2,9% en 2018. El nivel de desempleo se situó a 3,9% a diciembre de 2018 (véase *Gráfico 6*) mientras que el salario por hora al cierre del año creció 3,2% en relación al año anterior (véase *Gráfico 7*). El índice general de precios terminó el año con una variación de 1,9% respecto a 2017, ubicándose en torno al objetivo de 2% anual que ha definido el Sistema de la Reserva Federal (FED), mientras que la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, tuvo una variación de 2,2% en el año (véase *Gráfico 8*). En este escenario, el FED aumentó el rango de la tasa de política monetaria (*Federal Funds Rate*) 25 puntos bases en cuatro oportunidades durante el 2018¹². Estos incrementos se enmarcan en el objetivo que se ha propuesto el FED de normalizar la política monetaria estadounidense, proceso que inició en diciembre de 2015.

GRÁFICO 6

Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU. en 2018
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

GRÁFICO 7

Crecimiento de salarios de EE.UU. en 2018
(variación año a año, en porcentaje)

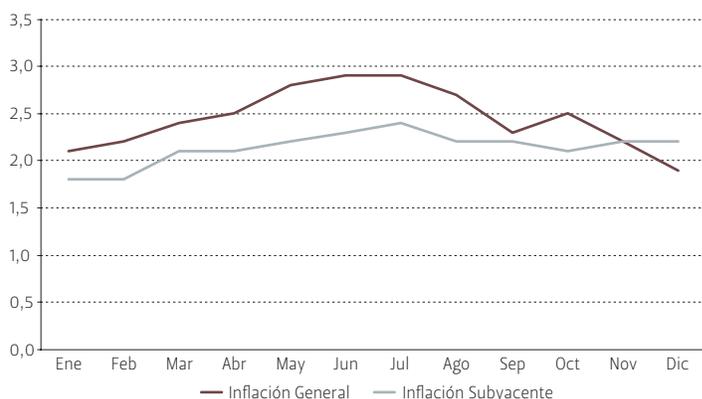


FUENTE: Bloomberg

12 En la reunión de marzo el FED aumentó el rango de 1,25% - 1,50% a 1,50% - 1,75%, en junio a 1,75%-2,00%, en septiembre a 2,00% - 2,25% y en diciembre a 2,25% - 2,50%.

GRÁFICO 8

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU. en 2018
(variación año a año, en porcentaje)

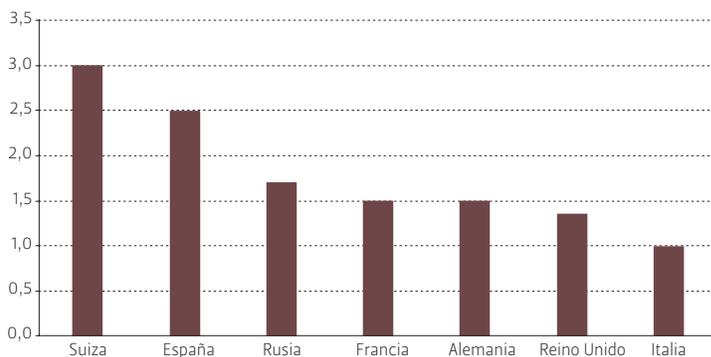


FUENTE: Bloomberg

El crecimiento de la Zona Euro fue de 1,8% en el año. El PIB de Alemania y Francia, las economías de mayor tamaño dentro de la Zona Euro, aumentó 1,5%. En cuanto a otros países de Europa, se destaca que el PIB de Suiza, España, Rusia, Reino Unido e Italia creció en 3,0%, 2,5%, 1,7%, 1,4% y 1,0%, respectivamente (véase *Gráfico 9*). Por su parte, la inflación en la Zona Euro terminó el año en 1,6% (véase *Gráfico 10*). En relación al nivel de desempleo, éste disminuyó a lo largo del año terminando en 7,9% (véase *Gráfico 11*)¹³. En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su programa de flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*) durante 2018 a través de las compras mensuales de activos por 30 mil millones de euros desde enero hasta septiembre, y posteriormente por 15 mil millones de euros hasta diciembre. Sin embargo, en diciembre el BCE anunció que pondría fin a las compras netas de activos en 2019 pero que continuaría reinvertiendo el pago del principal de los instrumentos comprados en el programa de compras con el objetivo de mantener condiciones de liquidez favorables.

GRÁFICO 9

Crecimiento PIB Real de países seleccionados de Europa en 2018
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

¹³ Este dato corresponde a noviembre de 2018.

GRÁFICO 10

Evolución inflación anual de la Zona Euro en 2018
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro en 2018
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Japón, en tanto, creció 0,9% en el año. Durante 2018 y con el objetivo que la inflación supere la meta de 2%, el Banco Central de Japón mantuvo su objetivo de tasa de interés de corto plazo en -0,1% y su programa de compra de bonos de diez años con el fin de que las tasas a dicho plazo se mantengan en torno al 0%.

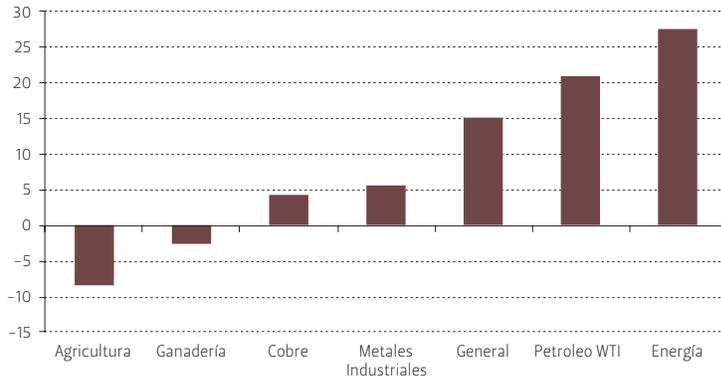
Por su parte, la economía China creció 6,6% durante 2018, una ralentización con respecto al crecimiento registrado en 2017 de 6,9%. El menor crecimiento fue en un contexto internacional caracterizado por las tensiones comerciales entre China y EE.UU. que tomaron fuerza en marzo con la imposición de tarifas por parte de este último a las importaciones de acero y aluminio desde China, y las posteriores seguidillas de aranceles a las importaciones de diferentes productos de ambas partes.

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2018 versus los de 2017, se observa que la mayoría de los sectores experimentaron variaciones positivas, excepto por el sector de agricultura y ganadería que disminuyeron 8,3%

y 2,5%, respectivamente. Dada su relevancia para Chile, se destaca la variación promedio del precio del cobre¹⁴, que experimentó un alza de 4,3% en relación al año anterior (véase *Gráfico 12*).

GRÁFICO 12

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2018
(variación año a año, en porcentaje)

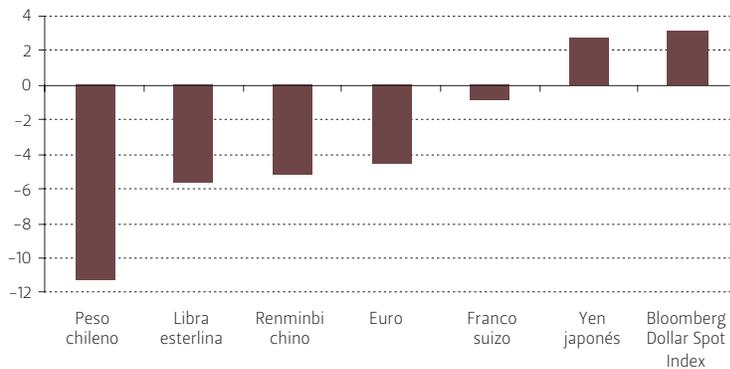


FUENTE: Bloomberg

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se fortaleció¹⁵ respecto de las principales monedas del mundo en 3,1% (véase *Gráfico 13*). Entre las principales divisas en que se invierten los fondos soberanos, la libra esterlina, el renminbi chino y el euro fueron las que más se depreciaron (-5,6%, -5,2% y -4,5%, respectivamente) mientras que el yen japonés se apreció 2,73%.

GRÁFICO 13

Desempeño de monedas seleccionadas en relación al dólar durante el año 2018
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

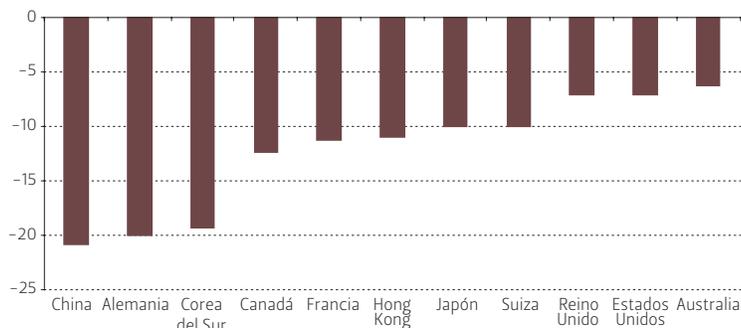
14 Precio de los Metales, Comisión Chilena del Cobre.

15 El *Bloomberg Dollar Spot Index* es un índice transable que muestra el valor del dólar en relación a las diez principales monedas del mundo. Rentabilidades del índice mayores a cero son indicativas de que el dólar se apreció en relación al valor de la canasta de monedas, mientras que rentabilidades negativas reflejan que el dólar se depreció en relación al valor de la canasta de monedas.

Durante 2018 se observaron disminuciones importantes en los precios de las acciones en la mayoría de los mercados. Para la muestra seleccionada (véase *Gráfico 14*), todos los mercados bursátiles tuvieron retornos negativos. Así, las bolsas con peor desempeño durante el año 2018 fueron las de China, Alemania y Corea del Sur, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de -20,9%, -20,0% y -19,3%, respectivamente. Los índices que tuvieron el mejor rendimiento en términos relativos, en moneda de origen, fueron los de Reino Unido, EE.UU. y Australia con -7,1%, -7,1% y -6,3%, respectivamente.

GRÁFICO 14

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2018
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

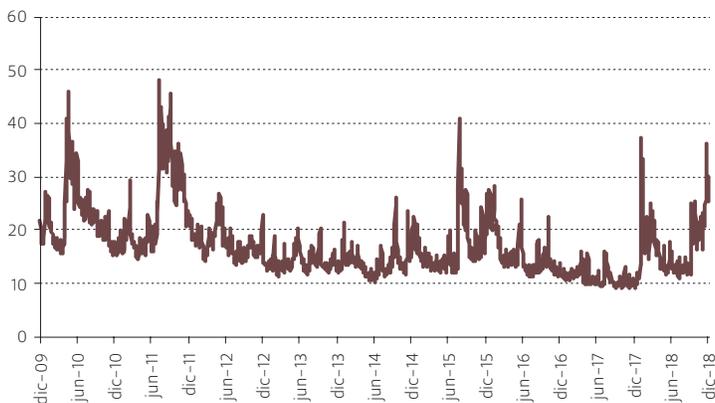


FUENTE: Bloomberg

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (*VIX Index*), presentó en 2018 un nivel promedio mayor que el año anterior, experimentando sus máximos en febrero y diciembre con valores de 37,2 y 36,1, respectivamente. El mínimo fue en enero (9,15), similar al mínimo registrado en 2017 (9,14) (véase *Gráfico 15*).

GRÁFICO 15

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2018
(en nivel)

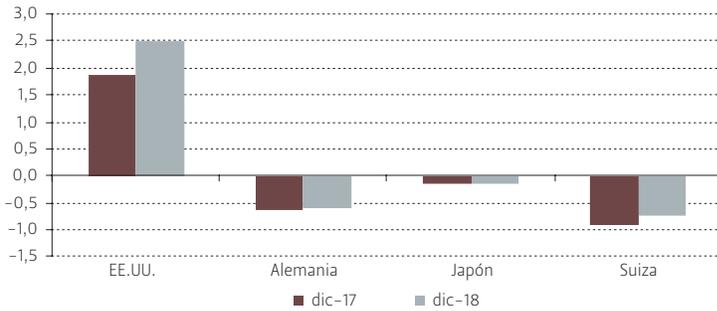


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, en EE.UU., Alemania y Suiza las tasas de interés soberanas nominales a dos años habían aumentado en relación al nivel observado el mismo período del año anterior (véase *Gráfico 16*), mientras que en Japón disminuyeron levemente. Por otro lado, las tasas de interés nominales a 10 años aumentaron en EE.UU., y disminuyeron en Alemania, Suiza y Japón (véase *Gráfico 17*).

GRÁFICO 16

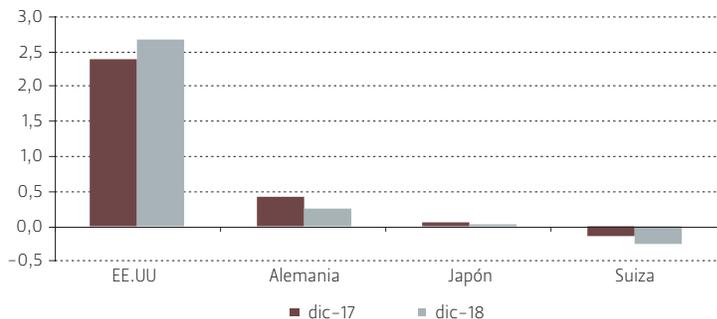
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2017-2018 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

GRÁFICO 17

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2017-2018 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

En relación al mercado corporativo, durante 2018 se observó un aumento de los *spreads* en todos los sectores del índice "Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate"¹⁶ con respecto al cierre de 2017. Así, los *spreads* de los sectores industrial, financiero y servicios públicos aumentaron 62%, 71% y 58%, respectivamente (véase *Gráfico 18*)¹⁷.

16 El Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate es un índice construido en base a instrumentos de renta fija corporativa con grado de inversión a nivel global. Abarca un conjunto de 54 países dentro de los que se incluyen tanto economías desarrolladas como en vías de desarrollo. El índice se subdivide en tres sectores: industrial, financiero y de servicios públicos. Al cierre de 2018 el indicador poseía 11.948 emisiones las cuales se distribuían, de acuerdo a los sectores enunciados, en 54%, 34% y 12%, respectivamente.

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

GRÁFICO 18

Spreads corporativos por industria, 2013-2018
(en porcentaje)



FUENTE: Barclays

Durante el año 2018, los rendimientos en moneda de origen de los bonos soberanos experimentaron retornos positivos mientras que los bonos corporativos experimentaron retornos negativos. Así, el “Bloomberg Barclays Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)” y el “Bloomberg Barclays Global Aggregate: Corporates Index (hedged)” cerraron el año con rentabilidades de 2,82% y -1,00% (véase *Gráfico 19*).

GRÁFICO 19

Retornos Bloomberg Barclays Global Aggregate: Treasury Bond Index y Corporates Index (hedged), 2012 - 2018
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



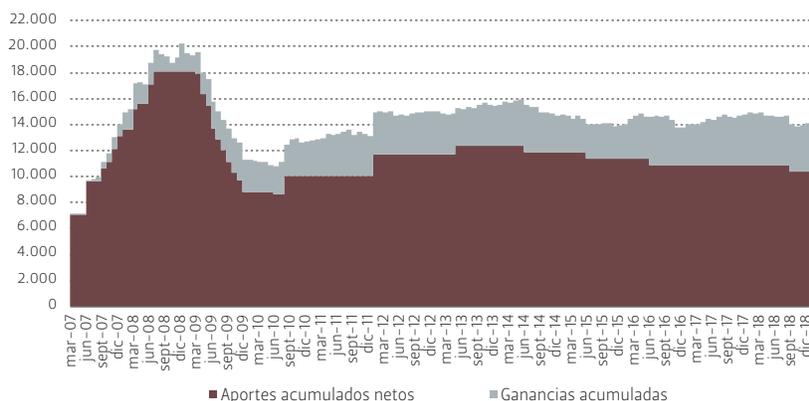
FUENTE: Barclays

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2018 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 14.134 millones y US\$ 9.663 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 14.739 millones y US\$ 10.011 millones respectivos al término de 2017. La variación en el valor del FEES se debió principalmente a un retiro por US\$ 542 millones, utilizado para financiar el aporte al FRP, y a pérdidas netas en las inversiones del fondo por un valor de US\$ 63 millones (véase *Gráfico 20*). Por su parte, la variación en el FRP fue principalmente el resultado de las pérdidas netas en las inversiones del fondo por US\$ 364 millones, compensado en parte por un aporte neto de US\$ 17 millones (véase *Gráfico 21*). Es importante señalar que el aporte neto al FRP se descompone de un aporte de US\$ 542 millones realizado en septiembre, equivalente al 0,2% del PIB del año anterior, un retiro de US\$ 295 millones ese mismo mes, y otro retiro de US\$ 230 millones en diciembre. El monto total retirado desde el fondo en 2018 equivale al máximo retiro permitido para financiar el Pilar Solidario de acuerdo a la legislación vigente.

GRÁFICO 20

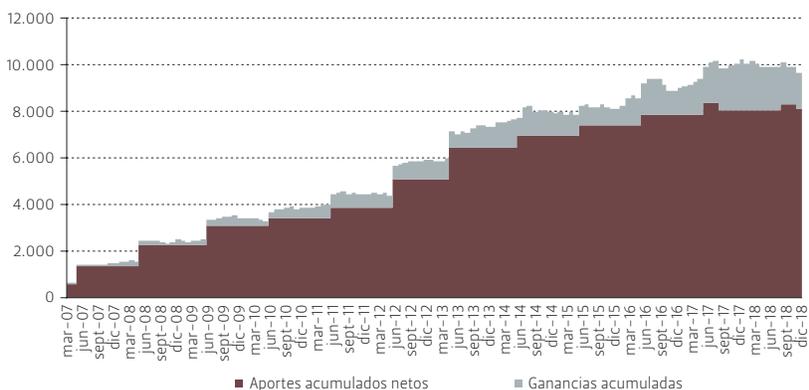
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2018 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

GRÁFICO 21

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2018 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

C. Rentabilidad

En el año 2018, la rentabilidad neta en dólares de los fondos (véase *Recuadro 4*) fue de -0,41% en el FEES y de -3,56% para el FRP (véase *Cuadro 1*). Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad fue de -0,42% para el FEES y de -3,59% para el FRP.

Para el FEES, el retorno negativo se descompone en una rentabilidad del portafolio de renta fija de 0,20% y una rentabilidad del portafolio de acciones de -9,11%. A su vez, el resultado en renta fija se descompone en 1,01% producto de rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen y en -0,80% de rendimiento debido al cambio en las paridades cambiarias, en relación al dólar, de las monedas en que se encuentran denominados dichos instrumentos.

En el FRP, el retorno en dólares se explica por los resultados negativos de todas las clases de activo. En renta fija las rentabilidades fueron de -0,62% para los bonos soberanos y activos relacionados, -4,25% para los bonos indizados a inflación y -3,77% para los bonos corporativos. Por su parte las acciones del FRP tuvieron un rendimiento de -9,07% durante el año.

CUADRO 1

Factores determinantes del retorno en dólares de los fondos soberanos en 2018
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2018
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija ^(a)	1,54	-2,24	-0,95	1,92	0,20
	<i>Moneda de origen</i>	-0,53	0,29	-0,41	1,65	1,01
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	2,08	-2,52	-0,54	0,27	-0,80
	Acciones	-0,86	0,61	4,34	-12,67	-9,11
	Retorno total (USD)	1,34	-2,01	-0,52	0,81	-0,41
	Retorno total (CLP)	-0,30	4,90	1,56	6,02	12,61
	Retorno total (Real en UF)	-0,92	4,16	0,83	5,22	9,48
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	2,52	-3,27	-1,42	1,67	-0,62
	Bonos indizados a inflación	1,55	-3,22	-1,46	-1,14	-4,25
	Bonos corporativos	-0,94	-2,45	0,52	-0,93	-3,77
	Acciones	-0,84	0,63	4,34	-12,67	-9,07
	Retorno total (USD)	1,13	-2,49	-0,12	-2,08	-3,56
	Retorno total (CLP)	-0,51	4,38	1,97	2,98	9,05
	Retorno total (Real en UF)	-1,13	3,65	1,22	2,20	6,01

(a) Para el portafolio de renta fija del FEES se presenta una estimación del retorno en moneda de origen y del retorno proveniente del movimiento de las paridades cambiarias en dicho portafolio. El impacto de las paridades cambiarias es aproximado y se calcula utilizando la composición de monedas fijas del comparador referencial teniendo en cuenta que el FEES se invierte de acuerdo a un mandato pasivo. El retorno en moneda de origen se calcula al restar del retorno de renta fija dicha estimación.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

RECUADRO 4: Factores que afectan la rentabilidad de los fondos soberanos

La rentabilidad de las inversiones de los fondos soberanos depende de varios factores que afectan a los distintos tipos de instrumentos incluidos en la cartera de cada uno de ellos.

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte y los movimientos de las paridades cambiarias. El nivel de las tasas de interés en el mercado influye directamente en el interés ofrecido por los depósitos a plazo en las instituciones financieras y por los instrumentos de deuda soberana cuando son emitidos. Por su parte, los movimientos en el nivel de las tasas de interés afectan el precio de los instrumentos de renta fija que se transan en el mercado, sobretudo el de aquellos de mediano y largo plazo, teniendo un efecto negativo en caso que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento¹. Por otro lado, puesto que el desempeño de los fondos se mide en dólares y que gran parte de sus carteras está invertida en instrumentos denominados en otras monedas, los movimientos de dichas paridades en relación al dólar tendrán un efecto en sus rentabilidades.

Para los portafolios de acciones la rentabilidad dependerá en gran parte de la percepción del mercado de la capacidad de generación de ingresos de las empresas y del riesgo asociado a cada una de ellas, así como también de las condiciones financieras del mercado.

1 En el caso de los bonos emitidos por empresas la calidad crediticia por lo general se mide a través del *spread* o diferencia entre la tasa de interés de dichos instrumentos y las tasas de interés soberanas de referencia. Así, un aumento (o disminución) del *spread* de un bono corporativo se asocia a una disminución (o aumento) del valor del bono.

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2018, el peso chileno se depreció respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 12,61% en el FEES y 9,05% en el FRP. Por su parte, la rentabilidad real de los fondos, la cual está calculada a partir de la rentabilidad nominal en pesos descontando la variación en la Unidad de Fomento (UF) del periodo respectivo, fue de 9,48% para el FEES y de 6,01% para el FRP.

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2018 fue de 2,41% para el FEES y 3,22% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,65% para el FEES y 5,48% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 1,10% para el FEES y 1,90% para el FRP.

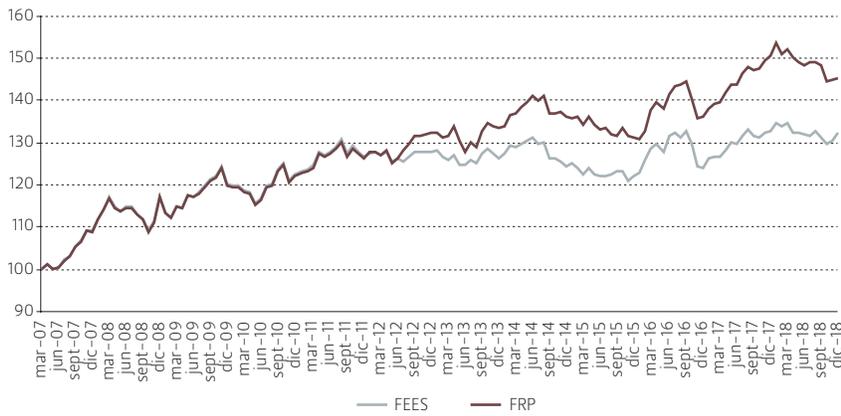
En 2018, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 11 puntos base más alta que la de su comparador referencial, por su parte, el FRP obtuvo 6 puntos bases más de rentabilidad que su comparador referencial. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -4 puntos base y -24 puntos base, respectivamente¹⁸.

18 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007 - 2018.

El Gráfico 22 presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 32,2% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2018, mientras que para el FRP el aumento fue de 45,1% durante el mismo período. En el gráfico es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012, cuando se modificó la política de inversión del FRP. Cabe señalar que la mayor rentabilidad del FRP, en comparación a la del FEES, se ha debido principalmente al buen desempeño de las clases de activos que fueron incorporadas al FRP a comienzos de 2012, en especial acciones y bonos corporativos, que han experimentado retornos anualizados cercanos a 8,36% y 2,49%, respectivamente¹⁹.

GRÁFICO 22

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



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

19 Si bien es cierto que el FEES también invierte en acciones, éstas se incorporaron en agosto de 2013, representando solamente 7,5% del portafolio total en comparación a su participación de 19% en el FRP al cierre de 2018. Cabe señalar que las acciones representaban aproximadamente 15% del FRP entre marzo de 2012 y septiembre de 2018.

CAPÍTULO 3

Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

A. Implementación de nueva política de inversión para el FRP

1. Proceso de convergencia

El Comité Financiero sugirió converger a la nueva composición estratégica de activos de forma gradual. Esta recomendación tuvo en cuenta que el aumento de la exposición accionaria es significativo y que, al hacer los incrementos en forma espaciada, periódica y en un período largo de tiempo, se diversificaba parte del riesgo de acceder al mercado en un momento adverso. Además, consideró que existe una capacidad limitada en los recursos que pueden ser asignados por parte del BCCh para llevar a cabo procesos de selección de administradores externos asociados a las nuevas clases de activo.

Así, se propuso incrementar la participación de acciones de forma paulatina en tres años, cada seis meses aproximadamente, privilegiando el momento de los aportes y retiros del FRP²⁰. Por ello, si las condiciones de mercado lo permiten, los aumentos a dicha clase de activo se harían en junio y enero de cada año, a partir de 2018.

Con respecto a las nuevas clases de activos, se recomendó implementar en una primera etapa las clases de activos de MBS de agencias de EE.UU., y bonos de alto rendimiento, teniendo en cuenta que los procesos requeridos para su puesta en marcha son similares a los ya ejecutados para las clases de activos en que el FRP actualmente se invierte. De esta manera, se dejó para una segunda etapa la implementación de la clase de activo inmobiliario, ya que requiere un mayor análisis de los aspectos operativos, legales y tributarios que supone este tipo de inversión en el mercado privado. La implementación de la cobertura cambiaria también se dejó para una etapa posterior, debido a que depende directamente de la composición final de monedas del portafolio de renta fija que será logrado una vez que se haya convergido a la composición estratégica de activos.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Ministerio de Hacienda definió composiciones estratégicas de activos transitorias que reflejan la forma en que se convergerá a la definitiva (véase *Cuadro 2*). Allí es posible advertir que el primer incremento en acciones fue realizado en septiembre de 2018²¹ y, tal como se indicó anteriormente, se espera ir aumentándolo en enero y junio de cada año. En enero de 2019 se empezará a invertir en MBS de agencias de EE.UU. y en bonos de alto rendimiento. Estos últimos mandatos y el aumento en acciones para dicho mes, serán financiados con recursos de los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados, bonos indizados a inflación, y bonos corporativos. Por otra parte, en enero de 2020 se espera comenzar a invertir en el sector inmobiliario. Los aumentos en acciones y en el sector inmobiliario, serán financiados desde los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados, y bonos indizados a inflación.

20 Los aportes al FRP se deben realizar durante el primer semestre de cada año, por lo general, en el mes de junio. Se está trabajando con Dipres para coordinar que los retiros coincidan con la fecha de los aportes para minimizar los costos de transacción.

21 El primer incremento en acciones estaba previsto para junio de 2018, momento en el que FRP recibiría su aporte anual, pero debido a un retraso en la tramitación del decreto de aporte al FRP, recién en septiembre se pudo hacer dicho aumento.

CUADRO 2

Composiciones estratégicas de activos transitorias y definitiva
(en porcentajes)

	Bonos soberanos y otros activos relacionados	Bonos indizados a inflación	Bonos corporativos	Acciones	MBS de agencias de EE.UU.	Bonos de alto rendimiento	Inmobiliario	Total
31-12-2017	48	17	20	15	0	0	0	100
30-09-2018	44	17	20	19	0	0	0	100
31-01-2019	39	11	13	23	6	8	0	100
30-06-2019	35	11	13	27	6	8	0	100
31-01-2020	32	5	13	31	6	8	5	100
30-06-2020	28	5	13	35	6	8	5	100
31-01-2021	23	5	13	40	6	8	5	100

FUENTE: Ministerio de Hacienda

A modo de síntesis, el proceso de convergencia se comenzó a realizar de forma gradual y se espera que a comienzos de 2021 se logre alcanzar la composición estratégica de activos definitiva, que incluye 23% de bonos soberanos y otros activos relacionados, 5% de bonos indizados a inflación, 13% de bonos corporativos, 40% de acciones, 6% de MBS de agencias de EE.UU., 8% de bonos de alto rendimiento y 5% del sector inmobiliario.

El Comité durante 2019 recomendará las directrices, oportunidad y gradualidad en que se implementará la estrategia de cobertura con el fin de limitar el impacto en el peso chileno y en la liquidez del mercado.

La implementación de la nueva política de inversión requiere seleccionar administradores externos que serán responsables de gestionar los portafolios de las nuevas clases de activos y desarrollar el programa de cobertura cambiaria. Para lo anterior, el Comité recomendó delegar al BCCh su selección, utilizando para ello los mismos estándares que dicha entidad emisora utiliza en la gestión de sus Reservas Internacionales. Del mismo modo, se sugirió la contratación de una firma consultora internacional que asesore al banco en dichos procesos de selección y que apoye al Ministerio de Hacienda en la supervisión de los administradores externos.

El Comité recomendó realizar los procesos de selección en dos etapas. En la primera se seleccionará y contratará a la firma consultora y a los administradores externos para las clases de activos MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento. La primera etapa se llevaría a cabo principalmente durante 2018. En la segunda, se seleccionará y contratará a los administradores externos para activos inmobiliarios y la firma que efectuará la cobertura cambiaria, lo que tendrá lugar principalmente durante el año 2019.

2. Contratación de Consultor

A partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda instruyó al BCCh en febrero de 2018 realizar un proceso de selección para la contratación de una firma consultora. Cabe recordar que el Ministerio de Hacienda había seleccionado en 2015 a la firma consultora Verus Consulting con el objetivo principal de apoyar las actividades de monitoreo de los actuales administradores externos tanto en el FEES como en el FRP. Sin embargo, debido a la complejidad de la implementación de la nueva política de inversión de este último, el Comité recomendó realizar un nuevo proceso de selección con el fin de asegurar que la firma cuente con una vasta experiencia en la materia, especialmente en las nuevas clases de activos que se incorporarán como parte de la nueva política de inversión.

Para lo anterior el BCCh envió una Solicitud de Propuestas (*Request for Proposal*) a dieciséis firmas consultoras internacionales: Aon Hewitt Investment, Mercer, Meketa Investment Group, RVK, NEPC, Cambridge Associates, PPCmetrics, Pavilion Advisory Group, Wilshire Associates, Rocaton Investment Advisors, Segal Marco Advisors, Verus, Russel Investments, Callan Associates, Pension Consulting Alliance y Willis Towers Watson. De las empresas invitadas, las cuatro primeras manifestaron interés y presentaron propuestas. Luego de un proceso de revisión de las propuestas recibidas por parte del BCCh, una delegación de dicha entidad, con el apoyo del personal del Ministerio de Hacienda vía teleconferencia, entrevistó a las cuatro firmas en Nueva York, EE.UU. Una vez concluidas las entrevistas y considerando la evaluación del cuestionario presentado, el BCCh seleccionó a RVK y Mercer para que avanzaran a la etapa final que consistía en revisar sus propuestas económicas con el fin de seleccionar a la menos costosa. Después de revisar las propuestas, el BCCh seleccionó a la firma RVK²². El contrato respectivo se firmó el 31 de mayo del 2018.

3. Contratación Administradores Externos MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento

Una vez contratado RVK, el BCCh comenzó la siguiente etapa que consistió en seleccionar a los administradores externos para los nuevos mandatos de MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento.

El proceso se inició en julio de 2018 con el envío de una Solicitud de Información (*Request for Information*) a 147 firmas que podrían estar interesadas de participar. Esta lista de empresas contactadas fue confeccionada a partir de las bases de datos del RVK, y la información que el BCCh y el Ministerio de Hacienda tenían de firmas que habían manifestado su interés por participar en algún proceso de selección. Para el mandato de MBS de agencias de EE.UU. 29 empresas manifestaron interés de participar en el proceso; mientras que para bonos de alto rendimiento fueron 47. A partir de las respuestas recibidas, el BCCh, en conjunto con RVK, seleccionó a 15 empresas para MBS de agencias de EE.UU. y 25 para bonos de alto rendimiento que avanzaron a la siguiente etapa. Así, a las firmas seleccionadas se les envió una Solicitud de Propuestas orientada a medir las capacidades de los administradores en aspectos cualitativos y cuantitativos. El BCCh, en conjunto con RVK, evaluó las propuestas recibidas, y seleccionó a seis firmas para cada clase de activo que fueron entrevistadas en Nueva York, EE.UU., por el banco, la firma consultora y personal del Ministerio de Hacienda.

Posteriormente, el BCCh ponderó para cada firma el puntaje obtenido en la Solicitud de Propuestas con el de la entrevista, eligiendo a las tres firmas con los puntajes más altos por mandato. El detalle del proceso de selección y el resultado de las firmas finalistas fueron presentados al Comité Financiero en su reunión de noviembre de 2018. El Comité concordó con el proceso de selección llevado a cabo por el BCCh y con las firmas finalistas. Posteriormente, el BCCh llevó a cabo la etapa final del proceso de selección que correspondió a la apertura de las ofertas económicas para elegir a las dos menos costosas. Así, las firmas seleccionadas fueron BNP y Western para MBS de agencias de EE.UU., y BlackRock y Nomura para bonos de alto rendimiento.

22 RVK es una empresa con sede en Portland, con oficinas en Chicago y Nueva York, que cuenta con 115 profesionales y que no pertenece a ningún holding. Posee más de US\$ 900 mil millones en Assets Under Advisement (AUA) y es una de las diez consultoras más grandes en la industria de inversión de activos. Por último, la propiedad de la empresa pertenece a sus empleados en un 100%.

B. Nuevo estudio de la política de inversión para el FEES

Como ya se mencionó anteriormente, la política de inversión actual del FEES fue definida en 2012, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero y del estudio realizado por Eduardo Walker (2011). En dicha oportunidad se cambió el mix de monedas (se redujo la participación de los dólares y euros, y se aumentó la de los yenes), se aumentó la diversificación del portafolio de inversión agregando instrumentos soberanos denominados en francos suizos (7,5%) y una pequeña proporción en acciones (7,5%). Estos cambios fueron implementados a mediados de 2013.

Teniendo en cuenta las mejores prácticas, el Comité Financiero recomendó al Ministro de Hacienda realizar un nuevo estudio de la política de inversión del fondo. Sin embargo, sugirió separar el estudio en dos partes y con dos entidades distintas. En la primera se analizará la dinámica fiscal para lo cual el estudio podría ser encargado a la Dipres o algún organismo internacional con experiencia suficiente para modelar el comportamiento de los ingresos fiscales. Las conclusiones de este estudio permitirán evaluar el objetivo de inversión del FEES y, con dicha definición, se realizará la segunda parte, que consiste en un estudio que permita definir la asignación óptima de activos que sea consistente con dichos objetivos.

Se espera encargar y terminar el estudio de la dimensión fiscal durante el primer semestre de 2019. Una vez finalizado, se encargará el estudio de la política de inversión a una firma consultora externa especializada, el que se espera esté finalizado el primer semestre del 2020.

C. Nuevas directrices de inversión para el FRP

En la primera parte del año el Comité recomendó al Ministro de Hacienda las directrices de inversión que serán utilizadas para las clases de activo de MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento. Para la confección de estas directrices se tuvo en cuenta los comentarios de RVK y del BCCh. Considerando las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministerio de Hacienda confeccionó una nueva versión de las directrices del FRP. Cabe señalar que esta nueva versión simplifica la organización del documento, ya que se traspasan a anexos las pautas correspondientes a cada clase de activo. Además, algunos de los elementos discutidos e incorporados en las nuevas clases de activos fueron añadidas a las directrices de acciones y bonos corporativos para asegurar la coherencia entre todos los mandatos. Las nuevas directrices de inversión se encuentran disponibles en www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion/pauta-de-inversion.html.

D. Monitoreo de los administradores de los fondos

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, Mellon, BlackRock y Allianz, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité y Ministerio de Hacienda sobre la gestión de sus portafolios. El BCCh presentó los principales desarrollos de mercado y desempeño de los portafolios en 2017 y sus metodologías de inversión. Por su parte, Mellon, BlackRock y Allianz también realizaron una revisión de los principales eventos de mercado en 2017, la composición y el desempeño de sus portafolios, estrategias y algunas tendencias de inversión de inversionistas institucionales. Por su parte, Mellon presentó sobre los cambios que han tenido lugar en su estructura corporativa, debido a que "The Boston Company Asset Management" y "Standish" fueron absorbidas por Mellon formando una nueva empresa que pasó a denominarse "Mellon Investments Corporation", enfatizando que el equipo y el proceso de inversión utilizado en la gestión del FRP no experimentarían cambios. Todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

E. Ciberseguridad

El Comité Financiero recibió a una delegación del BCCh, encabezada por el Gerente de la División de Mercados Financieros, Beltrán de Ramón, que realizó una presentación en materia de ciberseguridad. Esto, en relación con las competencias del banco en su rol de Agente Fiscal de los Fondos Soberanos. El BCCh informó al Comité acerca de ataques de ciberseguridad que han ocurrido en instituciones financieras tanto a nivel internacional como local y de las medidas preventivas que ha tomado desde 2016 para prevenir este tipo de ataques. En esa fecha, después de conocerse los primeros casos de ciberataque en instituciones financieras internacionales, el BCCh tomó una serie de medidas internas y con sus bancos corresponsales, para proteger los activos propios y los que mantiene como Agente Fiscal. Asimismo, informó que ha realizado evaluaciones con empresas especializadas destinadas a incrementar la seguridad de su infraestructura, entre otras medidas.

El BCCh informó que sostendrá nuevas reuniones con el banco custodio de los fondos soberanos, para pedir información de nuevas iniciativas de seguridad que estuvieran conduciendo. Junto con aquello, informó que contrató a una empresa consultora para evaluar diferentes aspectos de este servicio de custodia. Por último, el BCCh señaló que, a fines de 2018, adhirió al Proyecto *Customer Security Program* (CSP), que es una iniciativa del sistema de mensajería interbancaria mundial (Swift por su sigla en inglés²³). El proyecto CSP, que tiene como objetivo robustecer la seguridad de los ambientes de las plataformas Swift, significó para el BCCh realizar un conjunto amplio de acciones de reforzamiento de la seguridad de este tipo de transacciones. El Comité agradeció el valioso análisis realizado por la entidad emisora.

23 Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

Miembros	Cargo	Fecha Incorporación	Fecha Salida
José De Gregorio Rebeco	Presidente	Septiembre 2014	-
Cristián Eyzaguirre Johnston	Consejero Vice Presidente	Marzo 2010 Septiembre 2011	-
Ricardo Budinich Diez	Consejero	Agosto 2016	-
Jaime Casassus Vargas	Consejero	Septiembre 2014	-
Martín Costabal Llona	Consejero	Agosto 2007	-
Paulina Yazigi Salamanca	Consejera	Septiembre 2018	-
Igal Magendzo Weinberger	Consejero	Septiembre 2014	Septiembre 2018
Eduardo Walker Hitschfeld	Consejero	Agosto 2007	Agosto 2016
Arturo Cifuentes Ovalle	Presidente Consejero	Enero 2014 Agosto 2011	Agosto 2014
Rodrigo Valdés Pulido	Consejero	Febrero 2014	Abril 2014
Eric Parrado Herrera	Consejero	Agosto 2011	Marzo 2014
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Presidente Consejero	Agosto 2011 Septiembre 2009	Enero 2014
Andrés Bianchi Larre	Presidente	Agosto 2007	Agosto 2011
Ana María Jul Lagomarsino	Vicepresidente	Agosto 2007	Agosto 2011
Andrés Sanfuentes Vergara	Consejero	Agosto 2007	Marzo 2010
Oscar Landerretche Moreno	Consejero	Agosto 2007	Junio 2009

ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2018

REUNIÓN 1 | 23 DE ENERO DE 2018

En su primera sesión del año, el Comité recibió a representantes del BCCh con el propósito de que diese cuenta de su gestión durante el año 2017. Además, en esta oportunidad, el BCCh, sugirió distintas alternativas para la puesta en marcha de la nueva política de inversión del FRP. Se acordó que dicha entidad será la responsable de seleccionar a los administradores que gestionarán las nuevas clases de activo, utilizando el mismo esquema de selección que utiliza en las reservas internacionales, lo cual incluye la contratación de una firma consultora que colabore en el proceso. Además, el Comité Financiero analizó y aprobó los borradores iniciales de las pautas de inversión para las clases de activo MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento preparadas por la Secretaría Técnica del Comité y que serán utilizadas para seleccionar a los administradores responsables de gestionar dichos portafolios. Sin perjuicio de lo anterior, recomendó que dichas pautas sean revisadas por la firma consultora, con el fin de asegurar su coherencia con los objetivos que se pretenden lograr en cada clase de activo. Finalmente, los miembros del Comité analizaron los principales resultados del año 2017, destacando las rentabilidades en dólares obtenidas para el FEES y el FRP.

REUNIÓN 2 | 22 DE MARZO DE 2018

El Comité recibió durante parte de la reunión al nuevo Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, quién aprovechó la oportunidad de agradecer el trabajo realizado por el Comité desde el inicio de los Fondos Soberanos. Adicionalmente, el Comité Financiero se reunió con las delegaciones de Mellon y Allianz, responsables de invertir parte de los recursos de los fondos soberanos. Estas firmas presentaron sus resultados obtenidos durante 2017 y comentaron acerca de sus organizaciones, estrategias y equipos de inversión, así como también sus perspectivas de la economía internacional y de los mercados financieros. Los miembros del Comité agradecieron la visita de los administradores y manifestaron su satisfacción con su gestión. Finalmente, el Comité recomendó los lineamientos generales que definirán la oportunidad y la forma en que se convergerá a la nueva composición de activos aprobada por el Ministro de Hacienda para el FRP.

REUNIÓN 3 | 19 DE ABRIL DE 2018

En esta ocasión, el Comité Financiero se reunió con la delegación de BlackRock, entidad responsable de invertir parte de los recursos de los Fondos Soberanos. La firma presentó acerca de su organización, proceso de inversión y los principales resultados obtenidos en 2017. Adicionalmente, proporcionó información adicional acerca de cómo invertir en bonos de alto rendimiento y en MBS de agencias de EE.UU. Adicionalmente, el Comité Financiero fue informado por la Secretaría Técnica acerca de las etapas y el estado actual del proceso de selección de la firma consultora que apoyará la implementación de la nueva política de inversión del FRP, y acerca de las firmas invitadas y el criterio de selección que utilizará el BCCh para elegir al finalista. Finalmente, los miembros del Comité analizaron los principales resultados de ambos fondos soberanos, así como también de la composición de sus carteras en relación a sus comparadores referenciales.

REUNIÓN 4 | 13 DE JULIO DE 2018

En esta sesión el Comité Financiero fue informado acerca de la contratación de RVK, firma consultora que apoyará al BCCh en el proceso de selección de los administradores externos del FRP y, a su vez, colaborará con la supervisión de los actuales y futuros administradores de los Fondos Soberanos. Además, el Comité examinó las distintas etapas relacionadas con el proceso de selección para las clases de activo MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento. En este escenario, el Comité aprobó una nueva versión de las pautas de inversión para ambas clases de activo, la cual incorpora algunas modificaciones considerando la opinión de RVK y del BCCh. Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda informó al Comité acerca de la decisión del Ministro de Hacienda de realizar un nuevo estudio de la política de inversión del FEES. Finalmente, los miembros del Comité Financiero analizaron los resultados de los encargados de gestionar las inversiones de los Fondos Soberanos, así como sus principales posicionamientos.

REUNIÓN 5 | 19 DE OCTUBRE DE 2018

En esta sesión el Presidente del Comité Financiero dio la bienvenida a la economista Paulina Yazigi, quien fue designada por el Ministro de Hacienda, como nueva integrante del Comité. Esta reunión también contó con la asistencia de la Tesorera General de la República, Ximena Hernández Garrido. Durante la reunión el Comité analizó los principales elementos que se considerarán en el nuevo estudio de la política de inversión del FEES. Adicionalmente, el Comité recibió a una delegación de representantes del BCCh, quienes realizaron una presentación en materia de ciberseguridad. Posteriormente, el Comité fue informado por la Secretaría Técnica acerca del estado actual del proceso de selección de los administradores externos para las clases de activo MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento. Finalmente, los miembros del Comité analizaron los desempeños obtenidos por los responsables de gestionar las inversiones de los Fondos Soberanos, así como sus principales posicionamientos con respecto a los comparadores referenciales.

REUNIÓN 6 | 15 DE NOVIEMBRE DE 2018

En esta sesión el Comité Financiero recibió a una delegación del BCCh que presentó los resultados del proceso de selección de los administradores externos para MBS de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento. En dicha presentación, se expuso acerca de las distintas etapas del proceso de selección para ambas clases de activo y se propuso tres firmas finalistas. El Comité manifestó su conformidad con el proceso realizado y no tuvo reparos con respecto a la propuesta del BCCh. En este contexto, el BCCh informó que la siguiente etapa del proceso de selección consiste en proceder a la apertura de ofertas económicas de las empresas finalistas, para adjudicar los mandatos a las dos firmas que presenten los menores honorarios de administración. El BCCh informó al Comité que esperaba comunicar los resultados del proceso a las empresas seleccionadas antes de fines de noviembre.

Referencias bibliográficas

- > Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Villatoro F. (2016). "Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones", Publicación de Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > CFA Institute (2017), "Introduction to Alternative Investments", Material de estudio Nivel 1, EE.UU.
- > CFA Institute (2008), "Alternative Investments Portfolio Management", Material de estudio Nivel 3, EE.UU.
- > Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011). "Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > García M., García P. y Piedrabuena B. (2005). "Fiscal and Monetary Policy Rules: The Recent Chilean Experience", Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- > Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). "Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile", Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016 y 2017). "Indicador del Balance Cíclicamente Ajustado Metodología y Resultados", Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Marcel M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001). "Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000", Serie de Estudios de Finanzas Públicas N°1, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Mercer Investment Consulting, Inc (2008). "Strategic Asset Allocation Analysis", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Mercer Investment Consulting, Inc (2017). "Pension Reserve Fund – Asset Allocation Study", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile", Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Schmidt-Hebbel K. (2012). "Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway ", documento preparado para la conferencia "Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World", Kuwait.
- > Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009", Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Velasco A. y E. Parrado (2012). "The Political Economy of Fiscal Policy: the Experience of Chile (95-133)", Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.
- > Walker E. (2011). "Un asset allocation para el FEES", Estudio realizado a petición del Ministerio de Hacienda.

Glosario

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

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

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

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

Apalancamiento (leverage) — compra de activos mediante deuda.

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

Bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. — son instrumentos creados a partir de la securitización de hipotecas relacionadas a la compra de propiedades hipotecarias. Estos instrumentos son emitidos por Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac.

Bonos corporativos — bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas y tienen grado de inversión.

Bonos de alto rendimiento — bonos de empresas o estados que no tienen grado de inversión.

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

Bonos indizados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y

que en el caso de EE.UU. se denominan *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

Credit Default Swaps (CDS) — instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

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

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

Derechos especiales de giro (Special Drawing Right o SDR) — son activos de reserva internacional creados por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros, los cuales se pueden intercambiar por monedas de libre uso.

Duración — parámetro que mide la sensibilidad de un bono a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor será la caída del precio a la que está expuesto el bono ante un alza de las tasas de interés.

Efectivo — caja y depósitos bancarios a la vista.

Exchange Traded Funds (ETF) — instrumento financiero transado en bolsa que típicamente replica a algún índice de mercado. Tradicionalmente se han utilizado para obtener exposiciones pasivas a índices accionarios, pero su uso se ha ido expandiendo a renta fija y *commodities*, incluso hacia estrategias activas.

Fondos mutuos (FFMM) — vehículo de inversión administrado por una entidad que permite agrupar el capital de distintos inversionistas y lograr exposición a distintas clases de activos. A diferencia de un ETF no se transa en bolsa.

Global Depositary Receipts (GDRs) — título físico transado en más de un país emitido por un banco representando un número específico de acciones de una compañía cuya sociedad fue constituida fuera de los países en que se negocia el mismo.

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

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

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

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

MBS de agencias de EE.UU. — Ver bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU.

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

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

Punto base — una centésima de un punto porcentual. 1 punto base = (1/100) de 1%.

Quantitative Easing — herramienta no convencional de política monetaria utilizada por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno.

Rentabilidad en moneda de origen — retorno obtenido por un instrumento financiero en su moneda de denominación. Corresponde al componente de la rentabilidad asociado al nivel y a las variaciones de las tasas de interés, calidad crediticia y otros factores.

Rentabilidad generada por movimientos de paridades cambiarias — componente de la rentabilidad que se origina por la variación en la paridad cambiaria del dólar con respecto a las otras monedas en que se realizan las inversiones.

Rentabilidad total — combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.

Renta fija — instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Los bonos soberanos, bonos corporativos y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.

Renta variable — acciones.

Riesgo — la posibilidad de sufrir pérdidas financieras; la variabilidad del retorno de una inversión.

Riesgo reputacional (o headline risk) — se refiere al riesgo de que exista una percepción adversa por parte del público acerca de la gestión de una entidad.

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

Swift — *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*.

Tasa LIBOR — *London interbank offered rate*, tasa cobrada en los préstamos interbancarios.

Tasa LIBID — *London interbank bid rate*, tasa pagada por los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa LIBOR menos 0,125%.

Tasa Interna de Retorno — tasa efectiva de rendimiento de las inversiones. Se calcula igualando el valor presente de todos los flujos netos de caja a cero.

Tasa de Retorno ponderada por el Tiempo (Time-weighted Rate of Return o TWR) — medida de rentabilidad que se obtiene componiendo o multiplicando los retornos diarios sin considerar aportes y retiros. En contraste con la TIR, elimina así la incidencia de los flujos netos de caja.

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

TBA — “*To be Announced*” es el término utilizado para describir el mercado *forward* en el que se transan los MBS pass-through emitidos por Freddie Mac, Fannie Mae o Ginnie Mae. Se utiliza el término TBA por el hecho de que no se entrega información de los instrumentos que serán transados en el tiempo en que se realiza la transacción.

Tracking error ex ante — métrica que refleja la diferencia entre el retorno de un fondo de inversión y el de su comparador referencial (*benchmark*).

VIX (Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index) — índice de volatilidad que refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad en los próximos 30 días. Se mide en base a un índice de opciones del S&P500.

Volatilidad — medida de riesgo de un activo financiero. Representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un período de tiempo.

Autores

José De Gregorio Rebeco

Jaime Casassus Vargas

Martín Costabal Llona

Ricardo Budinich Diez

Cristián Eyzaguirre Johnston

Paulina Yazigi Salamanca

