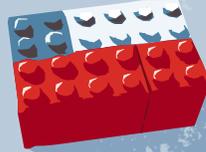


Informe Anual

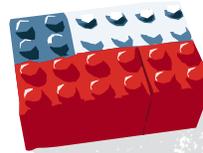
FONDOS SOBERANOS

2008

FONDOS
Multi-Patrimonios
SOBERANOS



FONDOS
Chile Futuro
SOBERANOS



Abril de 2009, Santiago de Chile

Esta publicación corresponde al Informe Anual de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda para el año 2008. La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda: www.hacienda.cl/fondos

Registro de Propiedad Intelectual N° 179.448

ISSN: 0718-7424

Edición de 800 ejemplares

Abril de 2009, Santiago de Chile

Todos los derechos reservados

Diseño y diagramación: Zet Art & Facts

Ilustraciones: Alfredo Cáceres

Impresor: Quebecor World

**INFORME ANUAL
FONDOS SOBERANOS**

MINISTERIO DE HACIENDA

2008



CONTENIDOS

Palabras del Ministro	6
Resumen	9

1 FONDOS SOBERANOS	12
Política Fiscal	13
Objetivos del FRP y FEES	14
Descripción de la política de aportes de capital	14
Descripción de los usos de los Fondos	15

2 INSTITUCIONALIDAD	16
Ministerio de Hacienda y Banco Central	17
Comité Financiero	19
Transparencia, información y buenas prácticas	22

3 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL	28
Actividad económica	29
Inflación	30
Precio de <i>commodities</i>	31
Tipos de cambio	31
Tasas de política monetaria	32
Liquidez	32
Tasas de interés soberana	33





4 FRP Y FEES

Política de inversión

Valor de mercado y análisis
de rentabilidad

Composición y características
del portafolio

34

35

39

45

5 DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS

Riesgo de mercado

Riesgo crediticio

Riesgo de liquidez

Riesgo de administración activa

Riesgo operacional

Volatilidad y otros indicadores

50

51

53

53

54

54

54

ANEXOS

Índice de cuadros, gráficos y recuadros

Glosario de términos

Abreviaturas

57

58

60

63





PALABRAS DEL MINISTRO

El 2008 será recordado como el año en que se desencadenó una de las mayores crisis financieras y económicas desde la Segunda Guerra Mundial. Chile, inserto en esta economía global, no ha estado inmune a los vaivenes financieros de las economías desarrolladas. Sin embargo, en contraste con otros países emergentes, la economía chilena se encuentra bien posicionada para hacer frente a las repercusiones de este periodo difícil y cuenta con fortalezas que nunca antes tuvo.

En este contexto se comienzan a ver los primeros frutos de todos nuestros esfuerzos de responsabilidad fiscal. La implementación de mecanismos formales en la política fiscal nos ha permitido ahorrar recursos en los momentos más prósperos, para luego utilizarlos en momentos económicos más desfavorables. Los recursos ahorrados en el Fondo de Estabilización Económica y Social permitirán financiar el esfuerzo fiscal contracíclico que busca potenciar la actividad económica y el empleo durante este 2009.

La responsabilidad fiscal no sólo implica enfrentar en forma equilibrada la coyuntura, sino también tener una visión de largo plazo. Por ello, con una perspectiva de futuro, seguiremos acumulando recursos en el Fondo de Reserva de Pensiones, incluso en estos momentos de crisis, con el fin de complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales en el área de pensiones y la previsión social para los sectores más vulnerables.

Esa visión de largo plazo de la política fiscal implica también sentar las bases para el desarrollo futuro, apostando por la principal riqueza de Chile: su gente. Tal como lo anunció la Presidenta de la República, estableceremos en el futuro próximo el Fondo Bicentenario de Capital Humano para financiar becas para los chilenos que deseen perfeccionar sus estudios en el extranjero.

Administrar los recursos de los Fondos Soberanos, que pertenecen a todos los chilenos es una tarea a la que le hemos dedicado nuestros mejores esfuerzos. Los resultados financieros están a la vista: medidos desde su creación y hasta fines de 2008, ambos fondos han generado recursos adicionales por la suma de US\$ 2.367 millones, lo que equivale a 1,4% del PIB. Estos retornos son fruto de una política de inversiones prudente, que se ha beneficiado de la dedicada asesoría de un comité de expertos de primer nivel y del rol de agente fiscal para la administración de estos recursos cumplido por el Banco Central de Chile. Ello ha permitido obtener buenos resultados aún en medio de la crisis internacional.

Pero no sólo nos interesan los positivos resultados de la política de inversiones, sino que también nos hemos puesto altos estándares en materia de información y transparencia. La publicación de este primer informe anual sobre los Fondos Soberanos se enmarca en nuestros esfuerzos institucionales para incrementar la transparencia y el acceso a la información en todos aquellos aspectos de relevancia para el público en general, incluyendo el desempeño de nuestros fondos y los riesgos asumidos en sus inversiones.

Hoy, cuando el Fisco lleva adelante una ambiciosa política contracíclica para contrarrestar los efectos del menor crecimiento mundial, chilenas y chilenos comprenden mejor el sentido de las decisiones que como país hemos adoptado para fortalecer nuestra institucionalidad fiscal. Y también entienden que la creación de los Fondos Soberanos y su adecuada administración sin duda alguna ya constituyen uno de los legados más visibles y sólidos del gobierno de la Presidenta Michelle Bachelet.

Andrés Velasco
MINISTRO DE HACIENDA

RESUMEN

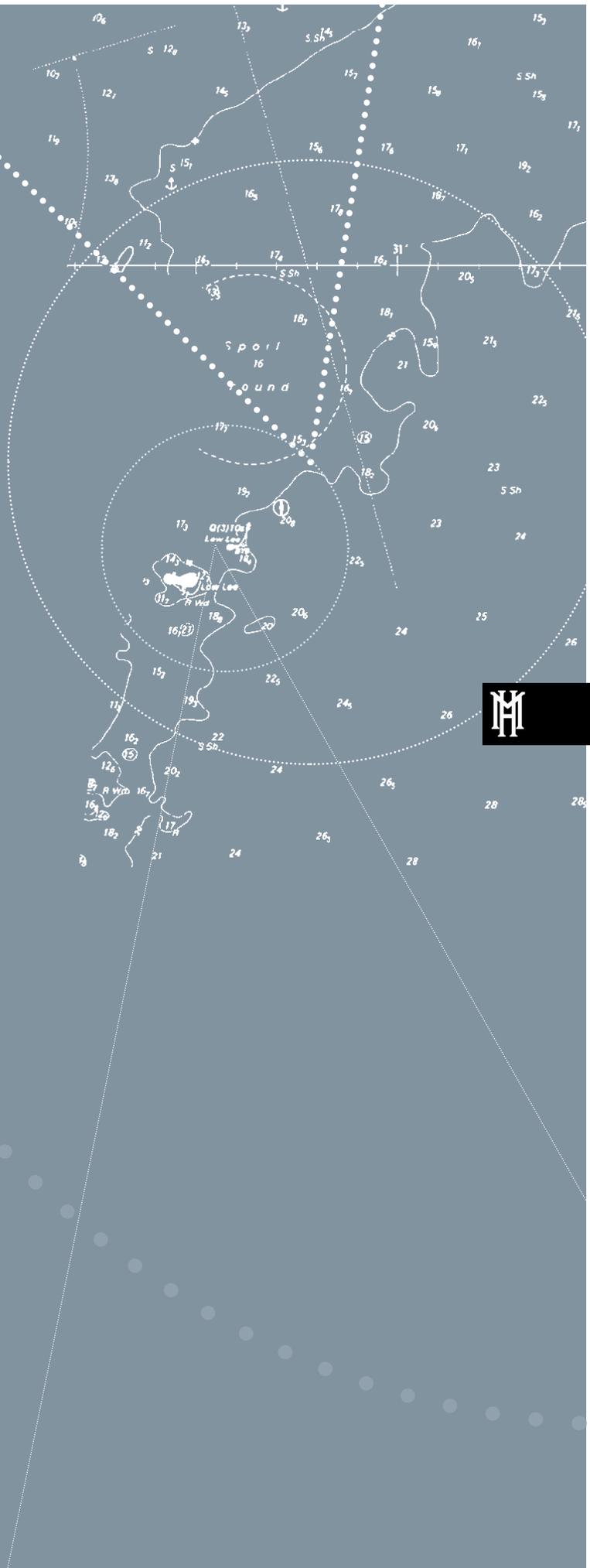
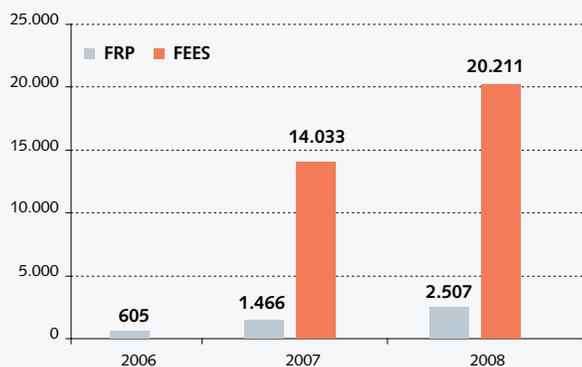
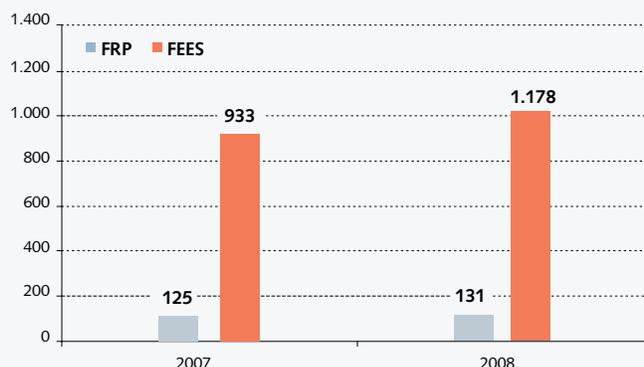


Gráfico 1_ Valor de mercado de los Fondos
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 2_ Ganancia financiera neta de los Fondos
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) alcanzaron en conjunto un valor de mercado de US\$ 22.717 millones en 2008, equivalente a un retorno en el año de 7,62%¹.

A pesar de la grave crisis financiera que se desarrolló en 2008, el desempeño del FRP y el FEES (los “Fondos Soberanos” o “Fondos”) se compara favorablemente con el experimentado por otros fondos soberanos e inversionistas institucionales del mundo.

DESEMPEÑO DE LOS FONDOS SOBERANOS

El valor de mercado de los Fondos en 2008 fue el más alto desde su creación.

El valor del FRP al 31 de diciembre de 2008 fue de US\$ 2.507 millones, mientras que el valor del FEES alcanzó a US\$ 20.211 millones (*gráfico 1*). El aumento de los recursos con respecto a 2007 se descompone en ganancias financieras netas generadas por la rentabilidad de las inversiones y en nuevos aportes de capital.

La ganancia financiera neta de los Fondos ascendió a US\$ 1.309 millones durante 2008.

En el caso del FRP, la ganancia financiera neta se elevó a US\$ 131 millones, mientras que la del FEES llegó a US\$ 1.178 millones (*gráfico 2*). Desde su creación, la inversión de los recursos de los Fondos ha generado ganancias por US\$ 2.367 millones.

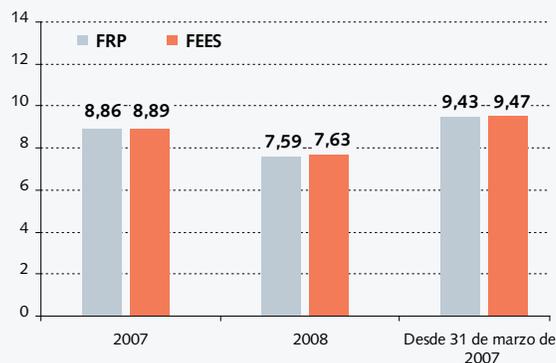
Los Fondos obtuvieron retornos anualizados netos por 9,47% desde el 31 de marzo de 2007².

Durante 2008, el retorno en dólares alcanzó 7,59% y 7,63% para el FRP y el FEES, respectivamente. A su vez, la rentabilidad anualizada y acumulada desde el 31 de marzo de 2007 fue de 9,43% para el FRP y de 9,47% para el FEES (*gráfico 3*). Por su parte, la Tasa Interna de Retorno (TIR) anualizada desde sus inicios llegó a 8,41% y 8,62% para el FRP y FEES, respectivamente.

¹ La rentabilidad informada en el reporte usa la metodología *Time Weighted Rate of Return* (TWRR) a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Para mayor información véase sección 4.2 y recuadro 4.

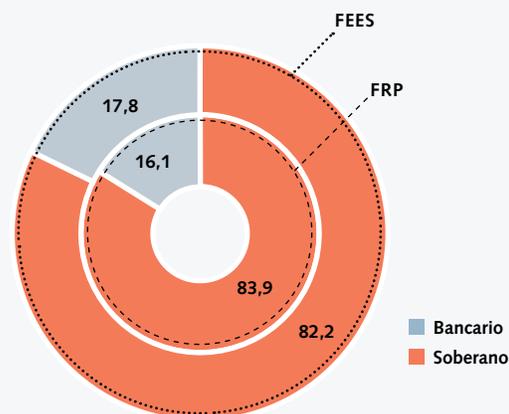
² La medición de la rentabilidad a través de la metodología *Time Weighted Rate of Return* (TWRR) se inicia el 31 de marzo de 2007.

Gráfico 3_ Rentabilidad neta de los Fondos
(en porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4_ Composición del riesgo crediticio de los Fondos al 31 de diciembre de 2008
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Durante 2008 se disminuyó el riesgo crediticio bancario de las inversiones de los Fondos.

A fines de 2007, la exposición crediticia de las carteras se constituía aproximadamente de 4% en agencias gubernamentales, 30% en instituciones bancarias y 66% en riesgo soberano. En contraste, a diciembre de 2008 los recursos de ambos fondos se encontraban invertidos en más de un 80% en instrumentos soberanos y aproximadamente un 18% en depósitos bancarios (gráfico 4).

NUEVA POLÍTICA DE INVERSIÓN

En el contexto de la fuerte incertidumbre financiera internacional, el Ministerio de Hacienda decidió postergar la implementación de la nueva política de inversión, cuya puesta en marcha estaba contemplada para fines de 2008³. Asimismo, a solicitud del Ministerio de Hacienda, el Banco Central de Chile (BCCh) dio por terminado el proceso de selección de futuros administradores externos para la gestión de las nuevas clases de activos consideradas en la política recomendada por el Comité Financiero. Las futuras decisiones en esta materia se irán adoptando de acuerdo a la evolución de la situación económica y financiera mundial.

³ La nueva política de inversión incluía acciones y bonos corporativos en la estructura de la cartera de los Fondos Soberanos. Para más información ver Sección 4.1 y los Informes del Comité Financiero 2007 y 2008.

1 FONDOS SOBERANOS

M



1.1 POLÍTICA FISCAL

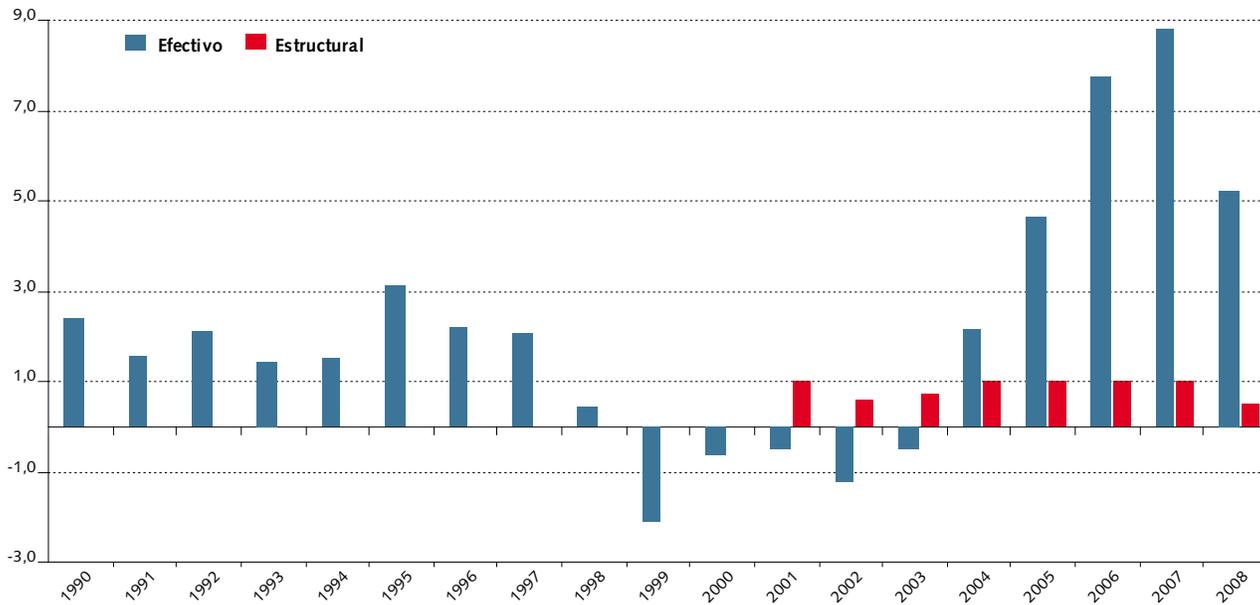
Durante las últimas dos décadas, Chile se ha caracterizado por mantener una política fiscal responsable, con un continuo perfeccionamiento de su institucionalidad. Es así como en 2001 se estableció la regla de balance estructural, encargada de la administración de los flujos del gobierno central. Ésta fue complementada en 2006 con la creación de los Fondos Soberanos, que permiten gestionar los excedentes acumulados que resultan de la aplicación de dicha regla.

La regla de balance estructural se estableció con el objetivo de definir anualmente un nivel de gasto fiscal acorde con los ingresos estructurales del gobierno central. De esta forma, el nivel de gasto público excluye las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores que determinan los ingresos fiscales efectivos. Lo anterior implica ahorrar en tiempos de bonanza cuando el Fisco recibe substanciales ingresos de carácter transitorio y permite evitar ajustes drásticos en el gasto fiscal en periodos económicos desfavorables. Así, la regla de balance estructural busca estabilizar el crecimiento del gasto público en el tiempo. En 2001 se estableció una meta de balance estructural equivalente al 1% del PIB, la cual se redujo a 0,5% del PIB en el Presupuesto 2008.

La aplicación de esta política fiscal contracíclica ha generado una acumulación importante de activos financieros, producto de la bonanza asociada a los altos precios del cobre de los últimos años. Ello provocó un importante aumento en el superávit fiscal efectivo a partir del año 2005, el cual incluso llegó al 8,8% del PIB en 2007 (*gráfico 5*).

Con el fin de formalizar las reglas de acumulación de estos ahorros, en el segundo semestre del año 2006 se promulgó la ley de Responsabilidad Fiscal. Esta ley establece las normas y el marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales. En ella se dispone la creación de dos fondos soberanos: el Fondo de Reserva de Pensiones, que recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006; y el Fondo de Estabilización Económica y Social—creado oficialmente a través del Decreto con Fuerza de Ley N°1 (DFL N° 1) de 2006 del Ministerio de Hacienda— que refundió en un solo fondo los recursos que fueron ahorrados de acuerdo al decreto ley N° 3.653 de 1981 y los del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre. El FEES recibió su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

Gráfico 5_ Superávit estructural y efectivo
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Adicionalmente, la Presidenta de la República Michelle Bachelet anunció en mayo de 2008 la creación de un tercer fondo, el Fondo Bicentenario, que será utilizado para asegurar el financiamiento del Sistema Bicentenario de Formación de Capital Humano Avanzado en el Extranjero. Este fondo se constituirá en el futuro con un aporte inicial de US\$ 6.000 millones, previéndose que los retornos anuales financiarán becas de estudios en el extranjero.

1.2 OBJETIVOS DEL FRP Y FEES

El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) tiene por objetivo complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales en el área de las pensiones y la previsión social. Específicamente, el fondo respalda la garantía estatal de pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios.

Por su parte, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) fue creado para financiar eventuales déficit fiscales que pueden generarse en periodos de bajo crecimiento y/o bajo precio del

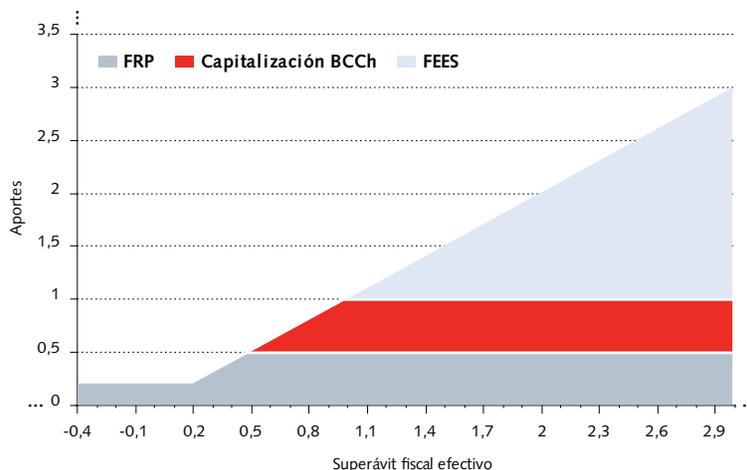
cobre. También permite la amortización de deuda pública. Lo anterior ayuda a reducir las fluctuaciones en el gasto fiscal que se producen por los ciclos económicos, asegurando el financiamiento de largo plazo de los programas sociales.

1.3 DESCRIPCIÓN DE LA POLÍTICA DE APORTES DE CAPITAL

El FRP recibe anualmente un aporte mínimo de 0,2% del PIB del año anterior. Sin embargo, si el superávit fiscal efectivo es superior a este valor, los aportes pueden aumentar hasta el 0,5% del PIB del año anterior. El traspaso debe hacerse efectivo durante el primer semestre del año. Esta política es válida hasta que el FRP alcance un tamaño equivalente a 900 millones de UF.

En el marco de la ley de Responsabilidad Fiscal, el Fisco está facultado –desde 2006 y por un periodo de cinco años– para efectuar aportes de capital al BCCCh hasta por un monto máximo equivalente al saldo que resulta de restar al superávit efectivo el aporte al FRP. Sin embargo, este valor no puede exceder el

Gráfico 6_ Regla de acumulación de los recursos fiscales
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

0,5% del PIB. Hasta diciembre de 2008, el Fisco ha capitalizado al BCCh los años 2006, 2007 y 2008 por montos equivalentes al 0,5% del PIB en cada oportunidad.

En el caso del FEES, el fondo debe recibir el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes tanto al FRP como al BCCh, pudiéndose descontar las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados durante el año anterior⁴ (gráfico 6).

1.4 DESCRIPCIÓN DE LOS USOS DE LOS FONDOS

La ley de Responsabilidad Fiscal, el DFL N° 1 antes mencionado y la Reforma Previsional establecen los distintos usos de los Fondos. Esto permite transparentar su administración y crear un marco legal que contribuya a la estabilidad macroeconómica y financiera del país.

Los recursos del FRP sólo pueden ser usados de acuerdo a los objetivos anteriormente mencionados, es decir, para complementar los pagos de las obligaciones de pensiones y del

sistema previsional. Entre julio de 2008 y el año 2016 es posible realizar giros anuales desde el FRP por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior. A partir de 2016, se podrán utilizar anualmente recursos por un monto máximo equivalente a un tercio de la diferencia entre el gasto en obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto de 2008 ajustado por inflación. Después de septiembre de 2021, el FRP dejará de existir si los giros a efectuarse en un año calendario no superan el 5% de la suma del gasto en garantía estatal de pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez y los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez determinados en la ley de Presupuestos de dicho año.

En el caso del FEES, los recursos pueden ser utilizados para el financiamiento de los déficits fiscales y para amortizar deuda pública (incluye Bonos de Reconocimiento).

Es importante destacar que los intereses anuales generados por las inversiones de los Fondos constituyen ingresos estructurales y, por ende, son parte del presupuesto fiscal. Inicialmente sólo las ganancias del FEES eran consideradas de esta manera, pero con la promulgación de la Reforma Previsional, la rentabilidad anual del FRP es utilizada para el financiamiento de las obligaciones previsionales antes referidas.

⁴ La legislación vigente permite disponer de los recursos del superávit fiscal del año en curso y que debiesen aportarse al FEES en el año siguiente tanto para realizar amortización de deuda pública como para efectuar aportes anticipados al fondo.

2 INSTITUCIONALIDAD



La inversión de los recursos de los Fondos Soberanos requiere de un marco institucional claro y transparente, que proporcione una estructura adecuada para la toma de decisiones, ejecución, monitoreo de riesgos y control de la política de inversión. Las bases de la institucionalidad de los Fondos están establecidas en la ley de Responsabilidad Fiscal, cuyos artículos 12 y 13 norman las inversiones de los recursos fiscales. A su vez, en el Decreto Supremo N° 1.383 de 2006 del Ministerio de Hacienda se designa al BCCh para encargarse, previa aprobación del Consejo del Banco y en calidad de Agente Fiscal, de la administración de los recursos de ambos fondos, y se establece el marco general para la implementación de la administración de los recursos⁵. Por otra parte, el Decreto Supremo N° 621 de 2007 del Ministerio de Hacienda creó el Comité Financiero, que actúa como ente asesor del Ministro de Hacienda en materia de inversión de los recursos del FEES y FRP⁶.

2.1 MINISTERIO DE HACIENDA Y BANCO CENTRAL

La ley de Responsabilidad Fiscal y el Decreto Supremo N° 1.383 de 2006 facultaron al Ministro de Hacienda para representar al Fisco en la administración de los recursos fiscales. Esta ley además contempla expresamente que el Ministro de Hacienda posee la facultad de delegar la administración operativa de los recursos de los Fondos ya sea al BCCh o a otros administradores externos. Desde marzo de 2007, el Ministro de Hacienda designó al BCCh para que cumpla, en calidad de Agente Fiscal, dichas tareas debido a su prestigio y experiencia en el manejo de las reservas internacionales.

5 El Decreto fue publicado en el Diario Oficial de la República de Chile el 17 de febrero de 2007. El acuerdo del Consejo del BCCh aceptando el encargo se publicó en el Diario Oficial el 24 de febrero de 2007.

6 Publicado en el Diario Oficial de la República de Chile el 11 de Agosto de 2007.

Las funciones del BCCh y las normas de procedimiento para el correcto funcionamiento de la administración fueron establecidas en el mismo decreto. De acuerdo a éste, las principales funciones del BCCh en relación con los Fondos Soberanos son las siguientes:

- a. Administrar directamente todo o parte de los recursos fiscales en representación y por cuenta del Fisco;
- b. Licitarse y delegar la administración de todo o parte de los recursos fiscales a administradores externos en representación y por cuenta del Fisco;
- c. Abrir cuentas corrientes separadas para el ejercicio de la Agencia Fiscal;
- d. Registrar las transacciones y demás operaciones realizadas para la gestión de los recursos fiscales;
- e. Contratar a una entidad que ejerza las funciones de custodia (*ver recuadro 1*);
- f. Supervisar y evaluar el desempeño de los administradores externos designados y del custodio;

- g. Informar la posición diaria de las inversiones efectuadas, y preparar reportes mensuales, trimestrales y anuales de la gestión del portafolio. Además preparar anualmente un informe sobre el servicio prestado por el o los Custodios; y
- h. Realizar los pagos que correspondan en el ejercicio de la Agencia Fiscal.

A su vez, el BCCh debe cumplir las directrices de inversión que son establecidas por el Ministerio de Hacienda. En ellas se especifican los activos elegibles y la composición estratégica de la cartera, se definen comparadores referenciales para evaluar el desempeño de la administración, y se establecen límites y restricciones de inversión que permiten controlar los riesgos a los que están expuestos los recursos de los Fondos Soberanos.

Recuadro 1 Custodio de valores

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

Los activos que un inversionista entrega a su banco custodio se registran a nombre del propietario de los recursos para

que, en la eventualidad que el custodio presente problemas financieros, no exista el riesgo de pérdida de patrimonio.

Para la custodia de los activos de los Fondos Soberanos, el BCCh contrató en 2007 los servicios del banco J.P. Morgan Chase Bank N.A. Esta entidad es responsable de: i) mantener en su poder las inversiones y los flujos de caja originados por las inversiones de los Fondos; ii) finalizar la ejecución de todas las transacciones según las instrucciones del BCCh, incluyendo el pago y transferencia de los instrumentos; iii) preparar reportes diarios, mensuales y anuales acerca de las inversiones y del desempeño del administrador; y iv) supervisar el cumplimiento de los límites de inversión.

El Ministerio de Hacienda reporta el estado de los Fondos al Congreso de la Nación a través de la publicación de informes trimestrales y mensuales.

En 2008, una vez finalizada la primera fase de la instauración del marco institucional asociado a los Fondos Soberanos, se asignó una alta prioridad a la consolidación de las unidades profesionales especializadas encargadas de los Fondos. En efecto, tanto el BCCh como el Ministerio de Hacienda contrataron personal adicional durante el año para apoyar el trabajo en las áreas relacionadas a la estrategia, manejo, supervisión y reporte de las inversiones de los Fondos Soberanos.

2.2 COMITÉ FINANCIERO

El Comité Financiero se creó oficialmente mediante el Decreto Supremo N° 621 de 2007 del Ministerio de Hacienda, con el fin de asesorar al Ministro en el análisis y diseño de la estrategia de inversión de los Fondos Soberanos. El Comité Financiero es un ente asesor externo, compuesto por profesionales de vasta experiencia en los ámbitos económicos y financieros. El decreto mencionado oficializó la designación de sus integrantes: Andrés Bianchi Larre (Presidente), Ana María Jul Lagomarsino (Vice-Presidenta), Martín Costabal Llona, Oscar Landerretche Moreno, Andrés Sanfuentes Vergara y Eduardo Walker Hitschfeld. En septiembre de 2008, el Ministerio de Hacienda comunicó la renovación de los consejeros Martín Costabal, Oscar Landerretche y Eduardo Walker por un periodo de dos años ⁷.

Las principales funciones y atribuciones del Comité Financiero son las siguientes:

- a. Asesorar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la política de inversión de largo plazo incluyendo la selección de las clases de activos, comparadores referenciales, la definición de los límites a las desviaciones permitidas, delimitación de las posibilidades de inversión y la inclusión de nuevas alternativas de inversión;
- b. Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones específicas en relación a inversiones y custodia, procesos de licitación y selección de administradores de los Fondos, estructura y contenidos de reportes;
- c. Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, acerca de la estructura y contenidos de los reportes que son presentados al Ministerio de Hacienda por las entidades encargadas de su administración y custodia, y expresar una opinión sobre la gestión de los Fondos y sobre la coherencia con las políticas de inversión establecidas;
- d. Emitir opinión sobre la estructura y contenidos de los reportes que se preparan trimestralmente por el Ministerio de Hacienda; y
- e. Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los Fondos en que éste solicite una opinión.

⁷ El Decreto N° 621 estableció que el Comité se renovaría parcialmente, a razón de tres miembros cada año por un periodo de dos años. En consecuencia, los tres consejeros mencionados habían sido nombrados inicialmente por un año.

Principales actividades en 2008⁸

Las tareas del Comité Financiero estuvieron centradas en el monitoreo de la actual política de inversión de los Fondos y en el desarrollo de la nueva política recomendada por esa instancia en 2007, orientada a la diversificación de las carteras mediante la incorporación de dos nuevas clases de activos: acciones y bonos corporativos. La implementación de esta política se esperaba realizar a fines de 2008, pero fue postergada a raíz de la crisis financiera que afectó a los mercados durante el cuarto trimestre⁹.

1: (De izquierda a derecha):

Eduardo Walker, Martín Costabal,
Ana María Jul, Andrés Velasco,
Andrés Bianchi, Andrés Sanfuentes
y Oscar Landerretche.

ACTIVIDADES Y RECOMENDACIONES

A. Publicación del Informe Anual del Comité Financiero.

El Comité preparó su primer informe anual en el cual se detalla las principales actividades y recomendaciones realizadas durante 2007. Dando cumplimiento a las disposiciones legales, este informe fue enviado a las Comisiones de Hacienda de la Cámara y del Senado y a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos. Dicho informe se puede encontrar en el sitio web del Ministerio de Hacienda.

(www.hacienda.cl/fondos)

B. Definición de la estructura de inversión y comparadores referenciales.

A principios de año, el Comité finalizó la definición de la composición estratégica de activos y de los comparadores referenciales para medir el desempeño de cada una de las clases de activos del portafolio.

⁸ Para mayor información véase el Informe Anual del Comité Financiero 2008.

⁹ Ver Sección 4.1 para más información acerca de la nueva política de inversión.



1

C. Monitoreo de la política de inversión.

El Comité monitoreó detalladamente los portafolios de inversión de los Fondos y evaluó su consistencia con la política de inversión establecida. Éste prestó especial atención a la exposición crediticia de ellos, la que fue analizada regularmente.

D. Selección de administradores externos para los futuros portafolios de bonos corporativos y acciones.

El Comité recomendó al Ministro de Hacienda la contratación de Strategic Investment Solutions (SIS) para apoyar al BCCh y al Ministerio de Hacienda en el proceso de selección de futuros administradores externos. También participó en dicho proceso aconsejando acerca de los criterios de selección que debiesen considerarse en el diagnóstico de las firmas, y monitoreando que las etapas se fueran cumpliendo de acuerdo a lo establecido. Los resultados de este proceso fueron presentados por el BCCh al Comité, quien concordó con la selección.

E. Postergación de la nueva política de inversión.

A fines de 2008, el Comité recomendó al Ministro de Hacienda diferir la implementación de la nueva política de inversión producto de la alta volatilidad e incertidumbre experimentada en los mercados como consecuencia de la crisis financiera. A raíz de esta recomendación, el Comité sugirió al Ministro de Hacienda dar por terminado el proceso de selección de los administradores externos.

2: Para intercambiar experiencias sobre la creación y gestión de fondos soberanos, el Ministerio de Hacienda organizó un seminario internacional.

2.3 TRANSPARENCIA, INFORMACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS

El Gobierno de Chile está comprometido con el desarrollo y perfeccionamiento de todos los aspectos involucrados en la gestión de los Fondos Soberanos, incluyendo aquellos relacionados con la transparencia de las decisiones y el acceso a la información relevante sobre su administración. Por ello, se elaboran y difunden reportes sistemáticos de su estado, se dan a conocer los principales temas tratados en cada sesión del Comité Financiero junto con sus recomendaciones y se informa de toda decisión significativa sobre la administración de los Fondos adoptada por el Ministerio de Hacienda. La decisión de publicar el presente informe constituye otro paso más en la dirección de seguir incrementando la transparencia e información pública disponible sobre ellos, y se suma al informe anual de actividades entregado por el Comité Financiero.

Para garantizar el acceso público a toda la información relevante del FEES y el FRP, el Ministerio de Hacienda ha creado un sitio web exclusivo (www.hacienda.cl/fondos). En este sitio es posible

encontrar los reportes mensuales, trimestrales y anuales del estado de los Fondos, las recomendaciones del Comité Financiero y su reporte anual, el marco legal e institucional, comunicados de prensa y otros contenidos relevantes. Este compromiso con la información accesible y oportuna fue especialmente importante en 2008, ya que debido a la crisis financiera internacional y los problemas de liquidez que experimentaron diversas instituciones financieras a través del mundo, se incrementaron los requerimientos de información sobre la solidez de las entidades en que estaban depositados los recursos, como asimismo de aquellas que actuaron como intermediarios y custodios. Ello motivó la decisión de reportar trimestralmente sobre tales entidades, información que hasta septiembre se publicaba anualmente.

Como parte del compromiso de Chile con las mejores prácticas para los fondos soberanos, el gobierno resolvió mantener una activa participación en las iniciativas introducidas por varios organismos internacionales que buscan establecer un marco



2

operacional para éstos y promover su transparencia. En particular, tanto el Ministerio de Hacienda como el BCCh tomaron parte activa en el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI)¹⁰, creado en mayo de 2008 al alero del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta instancia tuvo por finalidad acordar y promover un conjunto común de principios voluntarios para fondos soberanos, inspirado en las prácticas vigentes, para ayudar a mantener la libre circulación de inversión transfronteriza así como la apertura y estabilidad de los sistemas financieros.

Durante 2008, el GITFSI celebró reuniones de trabajo en las cuales sus representantes intercambiaron opiniones sobre el desarrollo y contenidos de dichos principios voluntarios. La reunión clave en este esfuerzo tuvo lugar en septiembre de 2008 en Chile. En esta cita se logró un acuerdo amplio sobre una serie de principios y prácticas generalmente aceptados por los principales países que han creado fondos soberanos, acuerdo que en adelante es

conocido internacionalmente como “Principios de Santiago” (ver recuadro 2). El activo rol de Chile en esta cita refleja el compromiso del gobierno con la promoción de la transparencia en la administración de los recursos de todos los chilenos, y con la creación de un foro permanente para el intercambio de opiniones e información entre los distintos fondos soberanos y países receptores de sus inversiones.

Para compartir la valiosa experiencia internacional acumulada sobre los fondos soberanos y la visión de los organismos internacionales sobre el papel que están cumpliendo en la economía global, el Ministerio de Hacienda organizó el seminario internacional “Fondos Soberanos: Responsabilidad con Nuestro Futuro”. Entre otros representantes, en el evento participaron el primer Subdirector Gerente del FMI, John Lipsky; los Ministros de Hacienda de Brasil y Chile, Guido Mantega y Andrés Velasco, respectivamente; el Director General del Ministerio de Hacienda de Noruega, Martin Skancke; la presidenta del Banco Central de

¹⁰ Información adicional del Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión se encuentra disponible en su sitio web: <http://www.iwg-swf.org/>



3



4

Botswana, Linah Mohohlo; el presidente del Directorio del Future Fund de Australia, David Murray; el Subsecretario de Hacienda y Director del Consejo Ejecutivo del Emirato Abu Dhabi, Hamad Al Hurr Al Suwaidi; y el Director de la División de Inversiones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Pierre Poret.

En este diálogo de alto nivel, países de todos los continentes en distintas etapas de desarrollo, con formas de gobierno diversas y políticas económicas y sociales diferentes, compartieron sus experiencias sobre la creación, gestión y evolución futura de estos fondos de ahorro que contribuyen a la estabilidad de sus economías y brindan bienestar a sus ciudadanos. El Ministro de Hacienda de Chile resumió el diálogo afirmando que en el seminario se conoció la experiencia de “países grandes y chicos, ricos y pobres, con gobiernos de derecha, de centro y de izquierda y en todos estos casos vimos un foco común: que cuando hay ingresos temporales como el petróleo, el cobre u otros recursos minerales o naturales, se usan los ingresos extraordinarios para ahorrar buena parte de esas platas, ojalá de acuerdo a estos

principios de transparencia y rendición de cuentas”. Por su parte, el subdirector gerente del FMI, John Lipsky, destacó la importancia de los “Principios de Santiago” al recordar que dos tercios de los fondos existentes fueron formados durante la última década. “Entonces ha sido muy valioso comparar experiencias y principios de manejo, dar un ejemplo, un patrón para los fondos nuevos y también para dar más confianza a los países receptores de las inversiones de los fondos en el sentido que van a ser utilizados de una forma confiable y positiva para los mercados internacionales”, comentó.

Todos estos esfuerzos se vieron reflejados en la clasificación hecha por el Peterson Institute for International Economics (Abril 2008) el cual, en el ítem de transparencia y responsabilidad, otorgó al FEES 82 puntos sobre un total de 100, ubicándolo en el sexto lugar entre 34 fondos. En la evaluación global que consideraba otros elementos como la estructura del fondo, objetivos, tratamiento fiscal, organización responsabilidad corporativa o el comportamiento del fondo en el uso de derivados, entre otros, el FEES se ubicó en el octavo lugar.



5

3: El GITFSI se reunió en Chile en septiembre de 2008, ocasión en que se adoptaron los "Principios de Santiago".

4: Trabajando en las sesiones del GITFSI (de izq. a der.): el presidente del directorio del Future Fund de Australia, David Murray; el coordinador de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda de Chile, Eric Parrado; y los dos presidentes del Grupo: el director del Consejo Ejecutivo del Emirato Abu Dhabi, Hamad Al Hurr Al Suwaidi, y el director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del FMI, Jaime Caruana.

5: Sus visiones sobre las ventajas de los fondos soberanos para el bienestar de las personas y estabilidad de la economía entregaron (de izq. a der.) el Director General del Ministerio de Hacienda de Noruega, Martin Skancke; el Ministro de Hacienda de Brasil, Guido Mantega; el Ministro de Hacienda de Chile, Andrés Velasco; y el primer Subdirector Gerente del FMI, John Lipsky.

Recuadro 2 “PRINCIPIOS DE SANTIAGO”

A fin de promover mayor transparencia en las políticas de inversión y arreglos institucionales, los miembros del Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) han implementado o tienen previsto implementar procedimientos con sujeción a las leyes, regulaciones, requisitos y obligaciones que rigen en cada uno de los países de origen de los fondos. La divulgación de este conjunto de principios y prácticas generalmente aceptados (PPGA), denominados “Principios de Santiago”, contribuirá a que los países de origen y los receptores, así como los mercados financieros internacionales, comprendan mejor la esencia de los fondos soberanos de inversión.

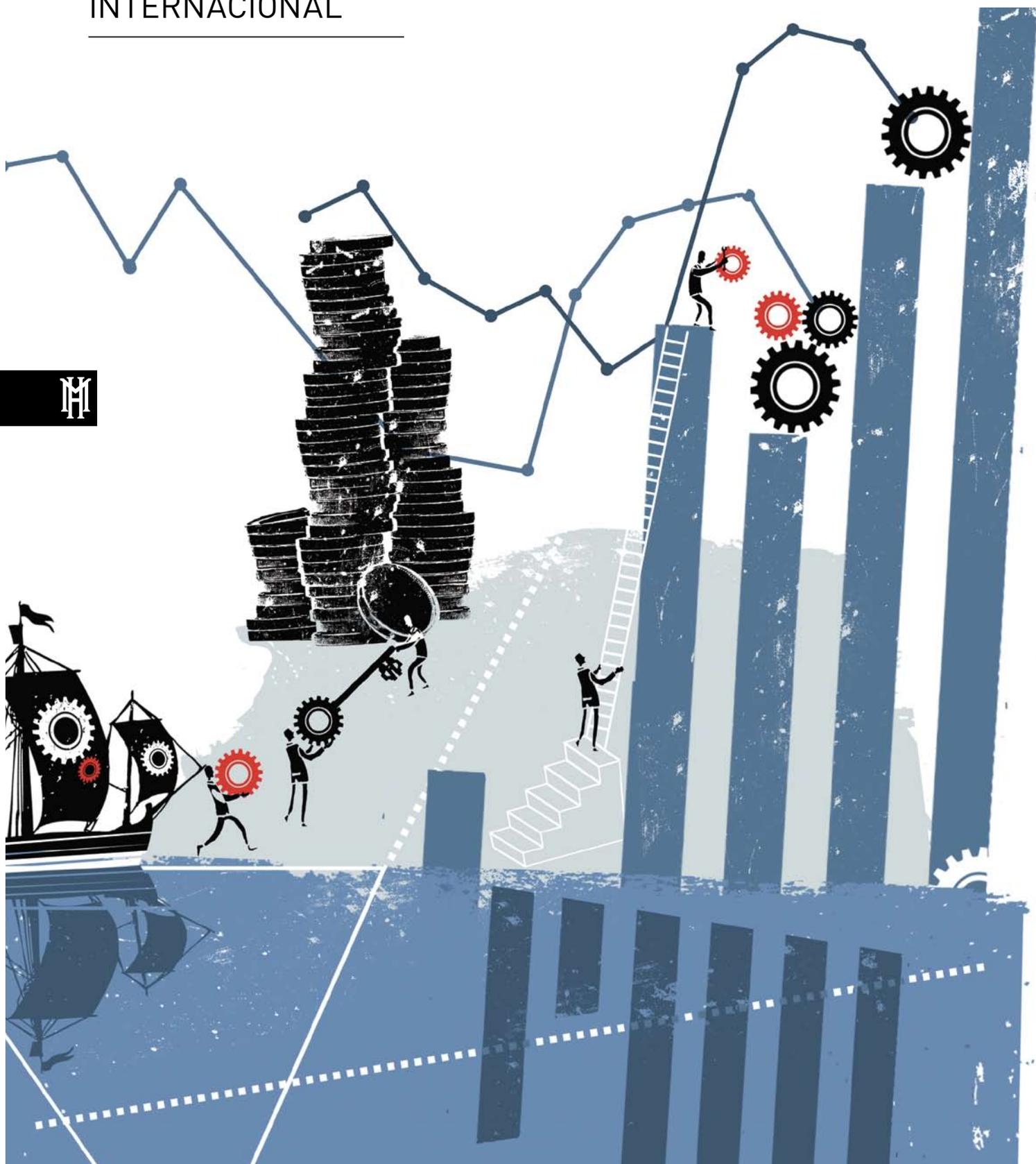
Los “Principios de Santiago” consisten en los siguientes PPGAs:

- › **PPGA 1:** El marco legal del Fondo Soberano de Inversión (FSI) debe asentarse sobre bases sólidas y propiciar una operación eficaz y la consecución de los objetivos declarados.
 - 1.1: El marco legal del FSI debe garantizar la solidez jurídica del FSI y sus operaciones.
 - 1.2: Las características fundamentales de la base y estructura jurídica del FSI, además de la relación legal entre el FSI y otros fondos y órganos del Estado, debe divulgarse al público.
- › **PPGA 2:** El objetivo de política del FSI debe definirse con claridad y divulgarse al público.
- › **PPGA 3:** Cuando las actividades del FSI tienen importantes consecuencias directas en la macroeconomía interna, éstas deben coordinarse estrechamente con las autoridades fiscales y monetarias locales para garantizar que sean compatibles con las políticas macroeconómicas generales.
- › **PPGA 4:** Deben establecerse políticas, reglas, procedimientos o mecanismos claros en relación con el enfoque general del FSI respecto a las operaciones de financiamiento, retiro y gasto, y divulgarse al público.
 - 4.1: La fuente de financiamiento del FSI debe divulgarse al público.
 - 4.2: La política general de retiros del FSI y el gasto por cuenta del Estado deben divulgarse al público.
- › **PPGA 5:** Los datos estadísticos pertinentes en relación con el FSI deben informarse puntualmente al propietario, o según se exija, para que se lo incluya en los conjuntos de cifras macroeconómicas, según corresponda.
- › **PPGA 6:** El FSI debe contar con un marco de gobierno sólido, con una separación eficaz de funciones y responsabilidades que facilite la rendición de cuentas y la independencia operativa de la gestión del fondo para la consecución de sus objetivos.
- › **PPGA 7:** El propietario debe fijar los objetivos del FSI, designar a los miembros que integrarán sus órganos de gobierno de acuerdo con procedimientos bien definidos, y fiscalizar las operaciones del fondo soberano.
- › **PPGA 8:** El(los) órgano(s) de gobierno debe(n) velar por los intereses del FSI y tener un mandato definido, además de autoridad y competencia adecuadas para llevar a cabo sus funciones.
- › **PPGA 9:** La gerencia operativa del FSI debe ejecutar las estrategias del fondo de manera independiente y de conformidad con responsabilidades claramente definidas.
- › **PPGA 10:** El marco para rendir cuenta de las operaciones del FSI debe definirse claramente en la legislación, cartas orgánicas, otros documentos constitutivos, o en el contrato de gestión pertinentes.
- › **PPGA 11:** Deben prepararse un informe anual y estados financieros de las operaciones y rendimiento del FSI en los plazos establecidos y de conformidad con las normas de contabilidad internacionales o nacionales reconocidas de manera uniforme.
- › **PPGA 12:** Las operaciones y los estados financieros del FSI deben auditarse anualmente de conformidad con las normas de auditoría nacionales o internacionales reconocidas de una manera uniforme.
- › **PPGA 13:** Deben definirse claramente normas profesionales y éticas y darse a conocer a los miembros de los órganos de gobierno, la dirección y el personal del FSI.

- › **PPGA 14:** La relación con terceros a los fines de la administración operativa del FSI debe estar sustentada en bases económicas y financieras, y regirse por reglas y procedimientos claros.
- › **PPGA 15:** Las operaciones y actividades del FSI en los países receptores deben cumplir con todos los requisitos regulatorios y de información aplicables en los países en los que operan.
- › **PPGA 16:** El marco y los objetivos de gobierno, así como la forma en la que la dirección del FSI es operativamente independiente del propietario, deben divulgarse al público.
- › **PPGA 17:** Debe divulgarse al público información financiera pertinente del FSI para demostrar su orientación económica y financiera a fin de contribuir a la estabilidad de los mercados financieros internacionales y aumentar la confianza en los países receptores.
- › **PPGA 18:** La política de inversión del FSI debe ser clara y congruente con los objetivos definidos, la tolerancia al riesgo y la estrategia de inversión establecidos por el propietario o por los órganos de gobierno, y regirse por principios prudentes de gestión de cartera.
 - 18.1: La política de inversión debe guiar la exposición del FSI al riesgo financiero y la posible utilización de apalancamiento.
 - 18.2: La política de inversión debe definir en qué medida se prevén emplear gestores administradores de inversión internos y/o externos, el alcance de sus actividades y facultades y el proceso mediante el cual se los selecciona y se supervisa su desempeño.
 - 18.3: Debe divulgarse al público una descripción de la política de inversión del FSI.
- › **PPGA 19:** Las decisiones de inversión del fondo soberano deben estar destinadas a maximizar las rentabilidades financieras ajustadas en función del riesgo de una manera coherente con la política de inversión, y en función de fundamentos económicos y financieros.
 - 19.1: Si las decisiones de inversión están sujetas a otras consideraciones fuera de las económico-financieras, éstas deben exponerse claramente en la política de inversión y divulgarse al público.
 - 19.2: La gestión de los activos de un FSI debe ser congruente con las prácticas generalmente aceptadas de gestión prudente de activos.
- › **PPGA 20:** El FSI no debe tratar de conseguir ni sacar provecho de información privilegiada o influencias indebidas del Estado general al competir con entidades del sector privado.
- › **PPGA 21:** Los FSI consideran que los derechos de propiedad de los accionistas constituyen un elemento fundamental del valor de sus inversiones patrimoniales. Si un fondo soberano decide ejercer sus derechos de propiedad, debe hacerlo de una manera que sea congruente con su política de inversión y que proteja el valor financiero de sus inversiones. El FSI debe divulgar al público su sistema general de votación en relación con títulos de empresas cotizadas, incluidos los factores clave que rigen el ejercicio de tales derechos.
- › **PPGA 22:** El FSI debe contar con un marco que identifique, evalúe y gestione los riesgos de sus operaciones.
 - 22.1: El marco de gestión del riesgo debe incluir información confiable y sistemas de información oportunos que permitan un seguimiento y una gestión adecuados de los riesgos pertinentes dentro de parámetros y niveles aceptables, mecanismos de control e incentivo, códigos de conducta, planificación de continuidad de las operaciones, y una función de auditoría independiente.
 - 22.2: Debe divulgarse al público el enfoque general del marco de gestión del riesgo del fondo soberano.
- › **PPGA 23:** Debe medirse la rentabilidad (absoluta y relativa a índices de referencia, si los hubiere) de los activos y la inversión del FSI e informarse al propietario según principios o normas claramente definidos.
- › **PPGA 24:** Un proceso de revisión periódica de la aplicación de los PPGA debe ser contratado por el fondo o por cuenta y orden de éste.

3 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

M



Cuadro 1_ Crecimiento de la actividad económica anualizado
(en porcentaje)

	2007	2008				Año
	Año	TR I	TR II	TR III	TR IV	
EE.UU.	2,0	0,9	2,8	-0,5	-6,3	1,1
Zona Euro	2,6	2,6	-0,7	-0,7	-6,0	0,8
Japón	2,4	1,4	-4,5	-1,4	-12,1	-0,6

Fuente: FED, BCE, BCJ, BCCh

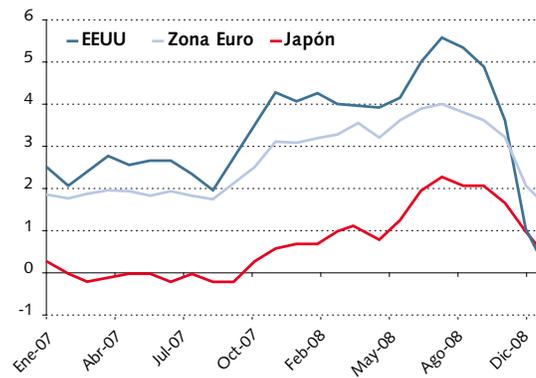
El 2008 estuvo marcado por una creciente inestabilidad de los mercados financieros, que se acentuó luego que importantes entidades financieras de Estados Unidos y Europa enfrentaran problemas de liquidez y posteriormente de solvencia. Esta crisis financiera global afectó al sector real de todas las economías del mundo con el consecuente impacto en la actividad y empleo de los países. Con el fin de contener los impactos negativos de la crisis financiera y económica, los gobiernos y bancos centrales tomaron diversas medidas contracíclicas. Todos estos eventos afectaron las variables económicas que influyeron en el desempeño de los Fondos.

Con el objeto de facilitar la comprensión de su comportamiento en 2008, a continuación se presenta un análisis de las principales variables de las economías relevantes para las inversiones de los Fondos.

3.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA

La crisis financiera generó una menor disponibilidad de financiamiento en el sector real de la economía, profundizando la desaceleración económica global especialmente a fines de 2008. Por un lado, Estados Unidos experimentó un crecimiento de 1,1% en 2008 producto de una contracción en su economía a partir del tercer trimestre (*cuadro 1*). Lo anterior coincidió con un deterioro del consumo, condiciones crediticias más estrictas y un mayor desempleo que alcanzó 7,2% en diciembre. Por su parte, la zona Euro se contrajo a partir del segundo trimestre, acumulando un crecimiento anual de 0,8%. Dicha caída se relacionó con una menor inversión producto de la crisis financiera, un deterioro del consumo y un menor nivel de exportaciones debido a la desaceleración de la demanda global. El desempleo en esta zona llegó a 7,6% a fines de año. Por otra parte, Japón experimentó una contracción en su economía desde el segundo trimestre de 2008, alcanzando un crecimiento en el año de -0,6%. Esta desaceleración coincidió con un bajo nivel de exportaciones y un aumento del nivel de desempleo que alcanzó un 4,0% en diciembre.

Gráfico 7_ Tasas de inflación
(en porcentaje)

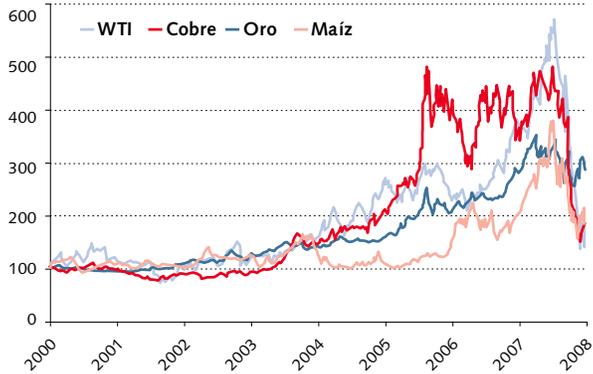


Fuente: BCCh

3.2 INFLACIÓN

Durante gran parte de 2008, aumentos en los precios de la energía y de los alimentos incidieron en que la mayoría de los países enfrentaran fuertes presiones inflacionarias. Así, hasta el tercer trimestre se registraron altas tasas de inflación en varias economías del mundo. Por ejemplo, en Estados Unidos la tasa de inflación alcanzó 5,6%, la mayor desde 1991; en la zona Euro llegó a 4,0%, superando en más de un punto porcentual el objetivo del Banco Central Europeo (BCE); mientras que en Japón registró un 2,3%. Sin embargo, la desaceleración de la economía a nivel mundial, y la caída del precio del petróleo y otros *commodities* en el último trimestre de 2008 restaron presión a los precios, lo que generó una disminución importante de la inflación en los últimos meses del año. La tasa de inflación en 2008 finalmente fue de 0,1% en Estados Unidos, 1,6% en la zona Euro y 0,4% en Japón (*gráfico 7*).

Gráfico 8_ Índice de precios de *commodities*
(Enero 2000 = 100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 9_ Paridades cambiarias
(Enero 2008 = 100)



Fuente: Bloomberg

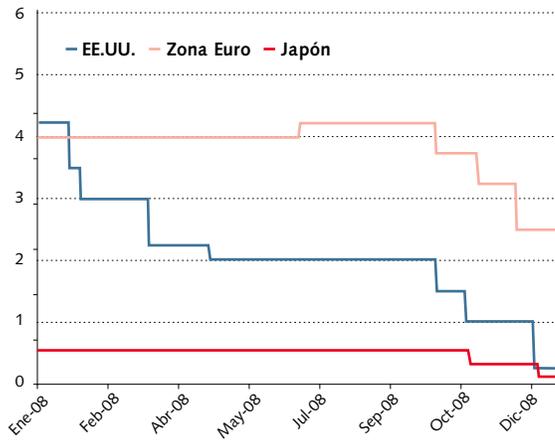
3.3 PRECIO DE COMMODITIES

En 2008 los precios de distintos *commodities* alcanzaron sus máximos históricos debido a una alta demanda, bajos niveles de inventarios y preocupaciones acerca de la cantidad de reservas mundiales de recursos naturales no renovables. El precio del petróleo WTI alcanzó US\$ 145,3 por barril y el cobre US\$ 4,08 la libra. Sin embargo, la desaceleración de la demanda global producto de la crisis impactó fuertemente estos precios, los cuales se deterioraron considerablemente en el último trimestre de 2008. El cobre terminó el año en US\$ 1,4 la libra, lo que afectó la recaudación fiscal de Chile (*gráfico 8*).

3.4 TIPOS DE CAMBIO

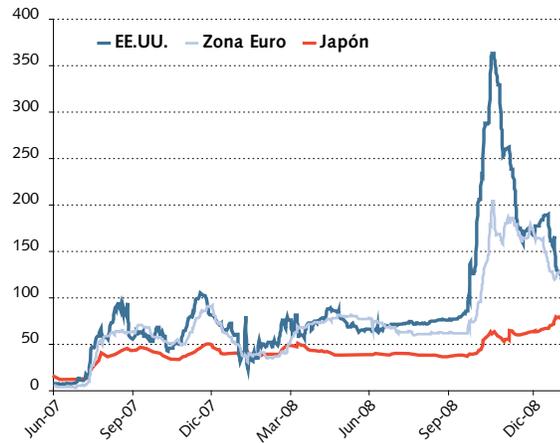
Durante el primer semestre el euro y el yen se apreciaron con respecto al dólar debido a la percepción de que la economía estadounidense continuaría deteriorándose. En la segunda parte del año, el dólar se apreció considerablemente con respecto al euro debido a la mayor demanda por activos soberanos en dólares, mientras que el yen se apreció fuertemente. Es así como en 2008, el dólar se apreció un 4,4% con respecto al euro y se depreció un 18,8% con respecto al yen (*gráfico 9*).

Gráfico 10_ Tasas de política monetaria
(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 11_ Evolución del *spread Libor-Overnight Index Swap*
(en puntos base)



Fuente: Bloomberg

3.5 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA

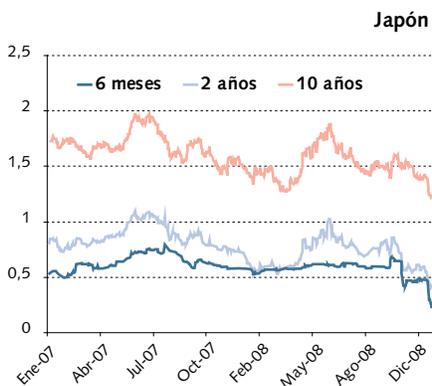
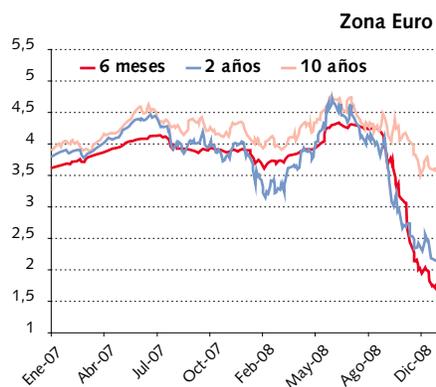
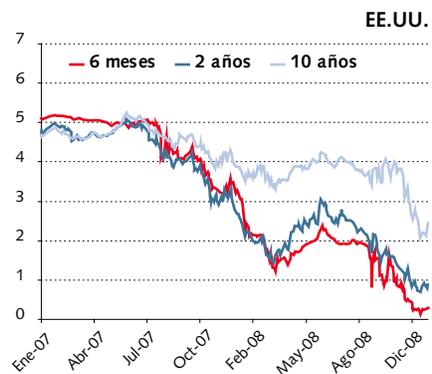
El 2008 fue un periodo extraordinariamente complejo para los bancos centrales, ya que tuvieron que lidiar con presiones inflacionarias importantes y problemas de liquidez que estaban afectando el consumo y el nivel de actividad de la economía. En el primer trimestre, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) redujo la tasa de política monetaria 200 puntos base (pbs), situándola en 2,25%. Posteriormente, la bajó a 2,0% en abril y la mantuvo en ese nivel debido a las presiones inflacionarias. En respuesta a la profundización de la crisis después del colapso de Lehman Brothers y los eventos posteriores, la FED la situó en un rango de 0-0,25% a finales del cuarto trimestre. Por su parte, en la zona Euro, el BCE mantuvo la tasa de la política en 4,0% para mitigar riesgos inflacionarios. No obstante, se vio obligado a aumentarla a 4,25% en el tercer trimestre para controlar la inflación. Posteriormente, en el peor momento de la crisis, el BCE situó la tasa en 2,5% para hacer frente al deterioro de la crisis internacional. En Japón, la tasa de política monetaria se mantuvo en 0,5% durante la mayor parte del año. Finalmente, el Banco Central de Japón (BCJ) bajó la tasa en 40 pbs alcanzando 0,1% en el último trimestre del año (gráfico 10).

3.6 LIQUIDEZ

La incertidumbre respecto a la exposición efectiva de las instituciones financieras a los *Mortgage-Backed Securities* (MBS) y sus derivados, generó un ambiente de desconfianza sobre la suficiencia del nivel de capitalización de estas entidades para absorber futuras pérdidas originadas por estos instrumentos. Este entorno incierto generó una falta de liquidez en los mercados financieros que escaló considerablemente con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre 2008. Esto último tuvo un impacto global en las instituciones financieras y obligó a gobiernos y bancos centrales a aplicar una serie de medidas de emergencia para inyectar liquidez a los mercados e incluso rescatar a algunas instituciones afectadas.

La liquidez del sistema financiero puede ser medida a través de la diferencia (*spread*) entre la tasa *Libor* y el *Overnight Index Swap*. Ésta aumentó considerablemente en Estados Unidos desde los inicios de la crisis en 2007, pero escaló a niveles históricos alcanzando 365 pbs en octubre de 2008 cuando los mercados financieros casi se congelaron. Sin embargo, la acción de gobiernos y bancos centrales permitió disminuir en parte la falta de liquidez hacia fines de 2008 lo que se vio reflejado en un menor *spread* que alcanzó aproximadamente los 125 pbs (gráfico 11).

Gráfico 12_ Tasas de interés soberana a 6 meses, 2 años y 10 años
(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg

3.7 TASAS DE INTERÉS SOBERANA

Las tasas de interés de los papeles de gobierno para todos los plazos bajaron en Estados Unidos, Europa y Japón durante 2008. En el primer trimestre la mayor demanda por instrumentos soberanos menos riesgosos y el recorte por parte de la FED de la tasa de política monetaria, produjeron una baja significativa de las tasas de corto plazo. En el segundo trimestre, estas últimas, en particular de Estados Unidos y Europa, subieron principalmente debido a la expectativa de una potencial solución a la crisis crediticia. Desde el tercer trimestre, como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, las tasas nuevamente disminuyeron por la mayor demanda de instrumentos soberanos y la caída en las expectativas de inflación (gráfico 12).

4 FRP Y FEES

M



4.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

La definición de la política de inversión es el elemento más importante dentro del proceso de inversión de cualquier portafolio o fondo soberano. El principal resultado de ésta es la composición estratégica de activos que define la asignación porcentual que tienen las diferentes clases de activos en la cartera, y que determina en gran parte el retorno esperado de largo plazo y el nivel de riesgo de las inversiones.

Política de inversión actual

Al momento de la creación de los Fondos, se definió una política de inversión que consideraba clases de activos similares a las utilizadas por el BCCh en la administración de las reservas internacionales. La elección de estas clases obedeció principalmente a que el BCCh cuenta con una vasta experiencia en la gestión de tales instrumentos. En el primer trimestre de 2008, se definió una nueva política más acorde con las características de los Fondos. No obstante, su implementación se postergó dada la crisis económica y financiera. Producto de lo anterior la política de inversión inicial siguió vigente durante 2008.

La composición estratégica de activos consiste en un 66,5% en bonos soberanos nominales, 30% en instrumentos del mercado monetario –como depósitos bancarios de corto plazo y letras del tesoro– y 3,5% en bonos soberanos indexados (*cuadro 2*). Ésta es una política conservadora ya que no incluye otras clases de activos más riesgosas tales como acciones, bonos corporativos o inversiones alternativas¹¹.

Cuadro 2_ Composición estratégica de activos
(en porcentaje)

Clase de activos	Composición
Bonos soberanos (nominal)	66,5
Mercado monetario	30
Bonos soberanos indexados (real)	3,5

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 3_ Composición máxima por tipo de riesgo crediticio
(en porcentaje)

Emisor	Máximo permitido
Soberanos	100
Supranacionales o multilaterales	60
Bancos	50
Agencias	30

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 4_ Composición referencial de monedas
(en porcentaje)

Moneda	Composición	Rango de desviación
USD	50	45 – 55
EUR	40	35 – 45
JPY	10	5 – 15

Fuente: Ministerio de Hacienda

¹¹ Las inversiones alternativas incluyen principalmente fondos de cobertura (*hedge funds*), capital privado (*private equity*), productos básicos (*commodities*), y el sector inmobiliario (*real estate*).

Cuadro 5_ Índices del comparador referencial
(en porcentaje)

Comparador Referencial	USD	EUR	JPY	Total
Mercado monetario	15,0	12,0	3,0	30,0
Tasa Libid a seis meses	7,5	6,0	1,5	15,0
Tasa T-bills a seis meses	7,5	6,0	1,5	15,0
Bonos soberanos (nominal)	31,5	28,0	7,0	66,5
J.P.Morgan Global Bond Index 1-3 años	14,2	12,6	3,2	29,9
J.P.Morgan Global Bond Index 3-5 años	9,5	8,4	2,1	20,0
J.P.Morgan Global Bond Index 5-7 años	3,9	3,5	0,9	8,3
J.P.Morgan Global Bond Index 7-10 años	3,9	3,5	0,9	8,3
Bonos soberanos indexados (real)	3,5			3,5
Barclays US Govt. Inflation-Linked	3,5			
Total	50	40	10	100

Fuente: Ministerio de Hacienda

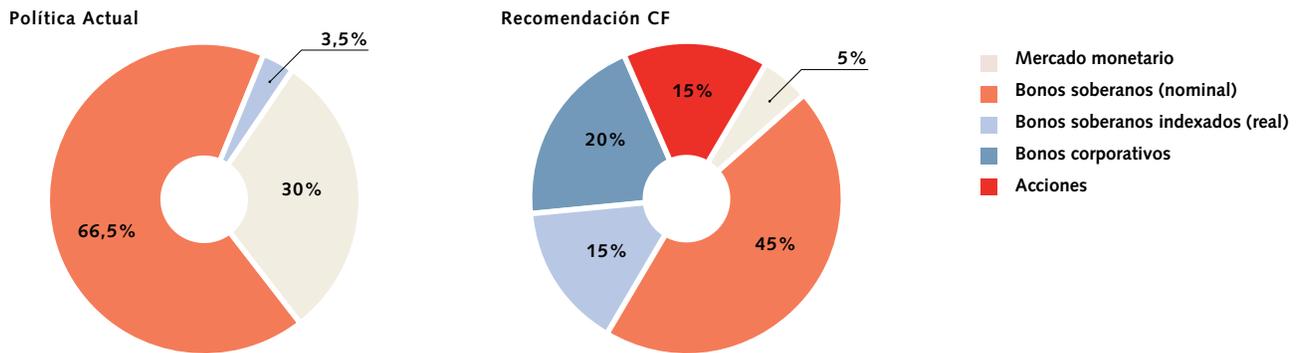
La política de inversión de los Fondos permite desviaciones respecto a la composición estratégica de activos. Sin embargo, existen límites de exposición máxima por tipo de riesgo crediticio asociado a los emisores de los instrumentos financieros (*cuadro 3*).

Por otra parte, se ha establecido una composición de referencia de monedas de acuerdo a las siguientes proporciones: 50% dólares de EE.UU., 40% euros y 10% yenes. El administrador de los Fondos puede desviarse como máximo 5% de estos valores (*cuadro 4*). Adicionalmente, estas pautas permiten la inversión en instrumentos denominados en otras nueve monedas, condicionadas a la existencia de una cobertura de riesgo cambiario respecto a alguna de las monedas referenciales¹².

Con el fin de evaluar la gestión del BCCh se definió un comparador referencial (*benchmark*) compuesto por índices representativos de los mercados de bonos soberanos nominales, mercado monetario y bonos indexados, específicos para cada moneda (*ver recuadro 3*). Los instrumentos del mercado monetario se comparan con las tasas *Libid* a seis meses y las tasas de letras del Tesoro a seis meses, ambas rezagadas en tres meses. En el caso de los bonos soberanos nominales se emplea el *J.P. Morgan Global Bond Index* para distintos tramos de madurez. Finalmente, para los bonos soberanos indexados a la inflación se ocupa el *Barclays US Government Inflation-Linked Index* para el tramo 1-10 años (*cuadro 5*).

¹² Las otras monedas elegibles son: la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona noruega, el dólar australiano, la corona sueca, la corona danesa, el franco suizo, el dólar neozelandés y el dólar de Singapur.

Gráfico 13_ Comparación de la política actual de inversiones y la recomendación del CF
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Política de inversión recomendada por el Comité

El Comité Financiero recomendó al Ministro de Hacienda en 2007 modificar gradualmente la actual política de inversión de los Fondos Soberanos. Esta recomendación se fundamentó en que tanto el FRP como el FEES, poseen horizontes de inversión más largos que las reservas internacionales y que, por lo tanto, era financieramente recomendable exponerlos a un mayor nivel de riesgo en búsqueda de mejores retornos.

La nueva política contemplaba una reducción en la proporción de bonos soberanos nominales y de instrumentos del mercado monetario, un incremento de bonos soberanos indexados y la incorporación de dos nuevas clases de activos: acciones y bonos corporativos. Con ello se esperaba obtener mayores rentabilidades en el largo plazo en relación a la política actual (gráfico 13).

El Ministro de Hacienda aceptó la recomendación de una nueva política de inversión, cuya puesta en marcha estaba contemplada a fines de 2008, pero su implementación quedó diferida para el futuro dada la excepcional incertidumbre experimentada en los mercados internacionales en el último trimestre de ese año¹³.

¹³ El Informe Anual del Comité Financiero de 2008 entrega información adicional respecto a la nueva política y su postergación.

Recuadro 3 Comparador referencial o *benchmark*

Los comparadores referenciales o *benchmarks* son típicamente índices representativos del mercado de las distintas clases de activos. Ellos son utilizados como punto de referencia a través del cual se mide el desempeño de los administradores encargados de invertir los fondos. Por ejemplo, el *Barclays US Govt. Inflation-Linked Index*, que representa un portafolio de bonos del Tesoro de EE.UU. indexados a inflación, puede ser utilizado para evaluar las decisiones de inversión del administrador en esa clase de activos.

Si el administrador obtiene un retorno más alto que el comparador, significa que tuvo la capacidad de seleccionar instrumentos que, en promedio, presentaron mejores rentabilidades

que los incluidos en el *benchmark*. Por el contrario, si el retorno logrado es menor, significa que su gestión no agregó valor. Es importante señalar que son pocos los inversionistas capaces de generar rentabilidades por sobre el comparador de forma permanente.

A cada clase de activo presente en un portafolio de inversión se le asocia un comparador referencial. Así, el *benchmark* de la cartera total se construye ponderando los índices seleccionados por la asignación porcentual de cada clase definida en la política de inversión.

Recuadro 4 Tasas de rentabilidad: *Time Weighted Rate of Return* (TWRR) vs Tasa Interna de Retorno (TIR)

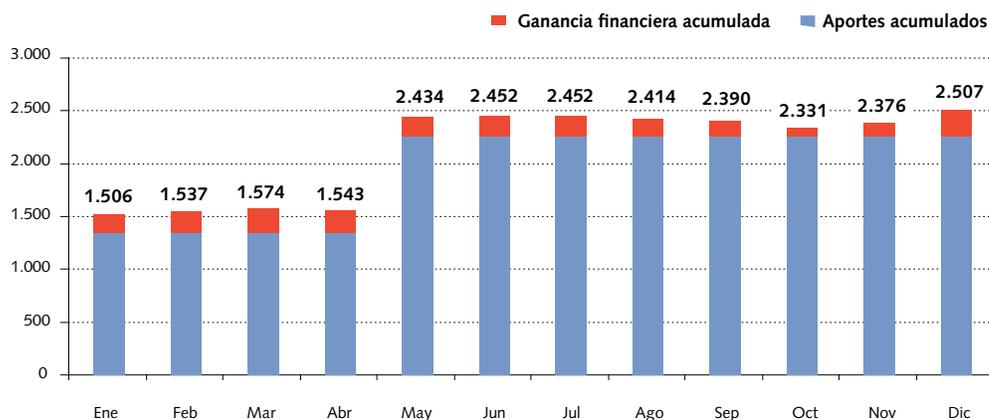
La rentabilidad es típicamente medida con dos métodos: La *Time Weighted Rate of Return* (TWRR) y la Tasa Interna de Retorno (TIR).

La TWRR es utilizada, por lo general, para medir el retorno originado exclusivamente por las decisiones de inversión del administrador del portafolio, eliminando el efecto del monto y oportunidad de los aportes o retiros de capital. Su cálculo se realiza a partir de los retornos diarios, de acuerdo

a la variación en el valor de mercado de las inversiones. Así, la TWRR obtenida por el administrador se puede comparar directamente con el *benchmark* de la cartera para evaluar su desempeño.

La TIR, por su parte, es el retorno efectivo de las inversiones y su cálculo incluye los efectos de los flujos de caja. Por lo tanto, las rentabilidades de periodos con mayores recursos acumulados influirán en mayor grado la TIR.

Gráfico 14_ Valor del FRP: aportes y ganancias financieras 2008
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

4.2 VALOR DE MERCADO Y ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

Esta sección analiza el valor de mercado y las rentabilidades que alcanzaron los Fondos durante 2008. Es importante indicar que la valorización de las inversiones se realiza utilizando precios de mercados (*marked-to-market*) y que la rentabilidad se mide en dólares con el método *Time Weighted Rate of Return* (TWRR) (ver recuadro 4).

Asimismo, la rentabilidad incluye los costos de administración y transacción, pero excluye los asociados al servicio de custodia y los ingresos provenientes del programa de *securities lending*¹⁴, ya que estos últimos son ajenos a las decisiones de inversión. Finalmente, las rentabilidades para periodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para periodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el periodo indicado.

Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)

El valor de mercado del FRP al 31 de diciembre de 2008 fue de US\$ 2.507 millones, lo cual representó un incremento de US\$ 1.040 millones con respecto al cierre de 2007. Este aumento se debió a un nuevo aporte de US\$ 909 millones (0,5% del PIB de 2007) y a ganancias financieras netas de US\$ 131 millones. Desde su creación, el 28 de diciembre de 2006, el fondo ha recibido aportes por US\$ 2.250 millones y sus inversiones han generado ganancias financieras netas de US\$ 257 millones (gráfico 14).

¹⁴ Estos ingresos son recibidos al prestar los instrumentos financieros mantenidos bajo custodia. Dicho préstamo es frecuentemente colateralizado.

Cuadro 6_ Aportes anuales al FRP
(en millones de dólares)

Periodo	Monto aporte	% PIB (Año ant.)
2006	604,5	0,5
2007	736,4	0,5
2008	909,1	0,5

Fuente: Ministerio de Hacienda

La cartera de inversiones del FRP devengó intereses por US \$71 millones en 2008 y US\$ 117 millones desde su inicio.

El aporte, equivalente en dólares, en 2008 fue 23,5% mayor al realizado en 2007. Ello obedece al crecimiento anual del PIB nominal en 2007 (10,3%) y a una apreciación del peso respecto al dólar (*cuadro 6*).

La rentabilidad neta del FRP durante el 2008 fue de 7,59%, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 ésta alcanzó 9,43% anual (*cuadro 7*). Por su parte, la TIR fue de 6,42% en 2008 y 8,41% anual desde el inicio del fondo.

La rentabilidad trimestral del fondo experimentó grandes variaciones durante 2008 (*cuadro 8*). En el primer trimestre se registró el retorno más alto (7,36%), resultado de una marcada apreciación del euro con respecto al dólar –que incrementó el valor en dólares de las inversiones en la moneda europea– y de un buen desempeño de los instrumentos financieros en su moneda de emisión u origen (*ver recuadro 5*). La rentabilidad del segundo trimestre fue de -1,95%, producto de una moderada apreciación del dólar con respecto al euro y de un aumento de las tasas de interés. En el tercero, el fondo experimentó la rentabilidad más baja del año (-2,51%) derivada de una marcada apreciación del dólar con respecto al euro como consecuencia de la mayor demanda global por instrumentos en dólares de bajo riesgo. Finalmente, la rentabilidad de 4,86% en el último trimestre fue fruto de la baja generalizada en las tasas de inte-

Cuadro 7_ Rentabilidad neta del FRP
(en porcentaje)

Rentabilidad	2007	2008	Desde inicio (Anualizado)
TWRR	8,86 ^(a)	7,59	9,43 ^(b)
TIR	12,05	6,42	8,41

(a), (b) Calculada a partir del 31 de marzo de 2007

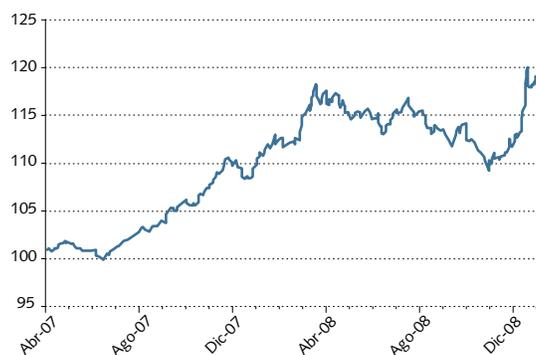
Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 8_ Rentabilidad neta del FRP desglosada en moneda de origen y tipo de cambio
(en porcentaje)

	TR I	TR II	TR III	TR IV	2008
Moneda de Origen	2,84	-1,13	1,94	3,49	7,18
Tipo de cambio	4,52	-0,82	-4,45	1,37	0,41
Total (US\$)	7,36	-1,95	-2,51	4,86	7,59

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 15_ Índice que representa la rentabilidad del FRP
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda

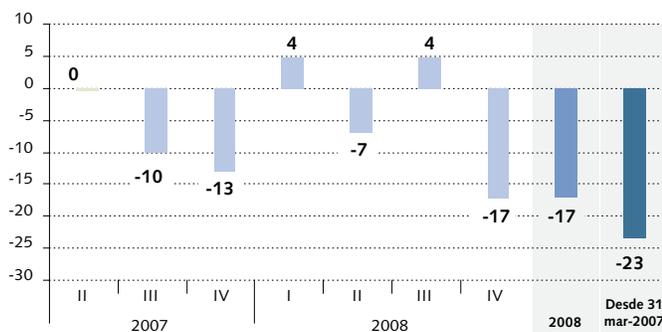
rés y la depreciación del dólar con respecto al euro y al yen. En resumen, el retorno del FRP en 2008 se descompone de 7,18% en moneda de origen y de 0,41% por los efectos de los tipos de cambio (ver recuadro 6).

Una manera de visualizar la evolución de las rentabilidades obtenidas por el fondo es a través de un índice que ajusta su valor según los retornos diarios experimentados por la cartera. Es posible observar que el índice alcanzó 117,15 a fines de 2008 (gráfico 15).

El costo total asociado a la gestión del FRP durante el 2008 ascendió a US\$ 320 mil. Éste se descompone en servicios de custodia por US\$ 211,8 mil; remuneración asociada a la administración del BCCh que alcanzó US\$ 97,5 mil; y otros costos relacionados a la contratación de consultores para la implementación de la nueva política de inversión por un monto de US\$ 10,7 mil. El costo del BCCh representa 0,45 puntos base (0,0045%) del tamaño del portafolio. Todos estos costos han sido compensados por el programa de *securities lending* que generó ingresos por US\$ 338,9 mil (cuadro 9).

El desempeño del BCCh, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en -17 puntos base (pbs) en el 2008 y en -23 pbs desde el 31 de marzo de 2007 (gráfico 16).

Gráfico 16_ Retorno en exceso del FRP con respecto al benchmark
(en puntos base)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 9_ Costos de inversión del FRP e ingreso de securities lending
(en miles de dólares)

Ítems	2007	2008
Custodia (J.P. Morgan)	-	211,8
Administración (BCCh)	49,2	97,5
Otros Costos	-	10,7
Costos totales	49,2	320,0
Securities lending	-	338,9

Fuente: Ministerio de Hacienda

Recuadro 5 Variables que afectan la rentabilidad de los Fondos

La rentabilidad de los Fondos Soberanos se ve afectada principalmente por dos variables: las tasas de interés y los tipos de cambio.

El retorno de los instrumentos financieros en su moneda de emisión (moneda de origen) depende del nivel y de los movimientos de tasas de interés. Si el nivel es alto, el inversionista podrá acceder a mejores tasas en instrumentos como depósitos bancarios. Por otro lado, los movimientos de las tasas de interés impactan especialmente el precio de los bonos soberanos. Un aumento de ellas

reduce el precio del instrumento, mientras que una baja produce el efecto contrario.

La rentabilidad depende también de los movimientos de los tipos de cambio. Ello obedece a que el valor del portafolio en la moneda elegida para medir su desempeño (dólares) se ve afectado por su paridad cambiaria con respecto a las demás monedas en que se invierten los Fondos (euros y yenes). De esta forma, el valor en dólares de una inversión en euros aumentará si la moneda europea se aprecia y disminuirá en caso contrario.

Recuadro 6 Metodología utilizada para el cálculo del efecto del tipo de cambio

Una forma de calcular el efecto de las paridades cambiarias sobre el rendimiento de los Fondos Soberanos es construyendo un índice de monedas que replique la composición de éstos, es decir, 50% en dólares de EE.UU., 40% en euros y 10% en yenes.

Si se asume una política de rebalanceo diaria con el fin de mantener la composición referencial, el retorno diario está dado por la siguiente expresión:

$$r_{FX}(t) = 0,5 \cdot r_{USD/USD}(t) + 0,4 \cdot r_{USD/EUR}(t) + 0,1 \cdot r_{USD/JPY}(t),$$

donde

$r_{FX}(t)$ = rentabilidad diaria de la cartera referencial de monedas

$r_{USD/USD}(t)$ = rentabilidad diaria generada producto de movimientos del dólar con respecto al dólar

$r_{USD/EUR}(t)$ = rentabilidad diaria generada producto de movimientos del dólar con respecto al euro

$r_{USD/JPY}(t)$ = rentabilidad diaria generada producto de movimientos del dólar con respecto al yen

Dado que la moneda de referencia para medir el desempeño de los Fondos es el dólar, la expresión anterior se puede simplificar tomando en cuenta que el retorno en esa moneda es cero ($r_{USD/USD}(t) = 0$). Por lo tanto, el retorno diario del índice de monedas se puede expresar de la siguiente forma:

$$r_{FX}(t) = 0,4 \cdot r_{USD/EUR}(t) + 0,1 \cdot r_{USD/JPY}(t).$$

Esta metodología, usada en este reporte para calcular el efecto de las variaciones cambiarias sobre los Fondos, es una aproximación ya que no considera el rebalanceo efectivo llevado a cabo por el administrador.

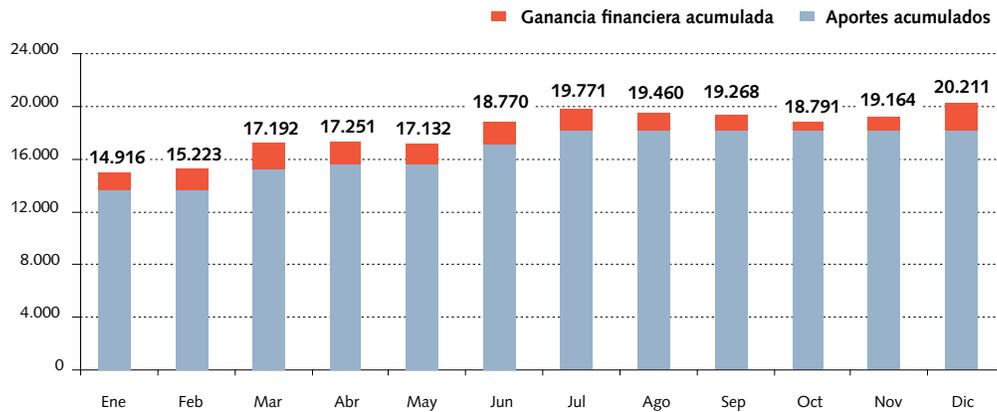
El gráfico R6.1 muestra la evolución que tuvo durante el 2008 el índice de monedas. Es importante señalar que a pesar de la volatilidad del índice, el efecto neto del tipo de cambio durante 2008 fue prácticamente nulo.

R6.1 Índice de rentabilidad del portafolio de monedas
(Enero 2008 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 17_ Valor del FEES: aportes y ganancias financieras 2008
(en millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

El valor de mercado del FEES al cierre de 2008 fue de US\$ 20.211 millones. Esto representa un incremento de US\$ 6.178 millones respecto a fines de 2007. Este aumento fue el resultado de nuevos aportes que alcanzaron US\$ 5.000 millones y de ganancias financieras netas por US\$ 1.178 millones. Desde su inicio, el 6 de marzo de 2007, el FEES ha recibido aportes por la suma de US\$ 18.100 millones y ha generado ganancias financieras netas de US\$ 2.111 millones (gráfico 17).

La cartera de inversión del FEES devengó intereses por US\$ 624 millones en 2008 y US\$ 950 millones desde su inicio.

Las contribuciones al fondo en 2008 fueron menores a los US\$ 13.100 millones aportados durante 2007 (cuadro 10). Es importante destacar que estos últimos incluían no sólo parte del superávit de 2006, sino que también recursos adicionales provenientes del antiguo Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre.

La rentabilidad neta del FEES durante 2008 fue de 7,63%. Por lo tanto, la rentabilidad acumulada el 31 de marzo de 2007 llegó a 9,47% anual. Por su parte, la TIR de las inversiones fue de 6,80% en 2008 y de 8,62% anual desde el inicio del fondo (cuadro 11).

Cuadro 10_ Aportes anuales al FEES
(en millones de dólares)

Periodo	Monto aporte	% PIB (año ant.)
2007	13.100	8,9
2008	5.000	3,1

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 11_ Rentabilidad neta del FEES
(en porcentaje)

Rentabilidad	2007	2008	Desde inicio (anualizada)
TWRR	8,89 ^(a)	7,63	9,47 ^(b)
TIR	10,20	6,80	8,62

(a), (b) Calculada a partir del 31 de marzo de 2007

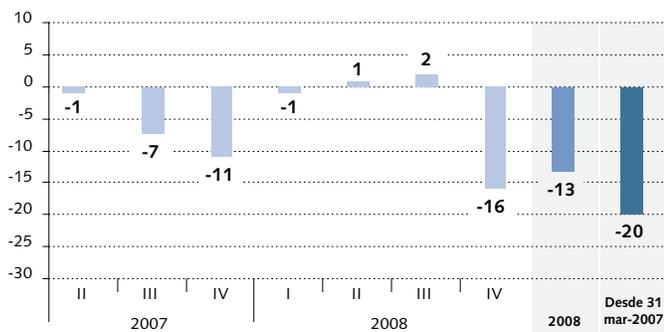
Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 18_ Índice que representa la rentabilidad del FEES
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 19_ Retorno en exceso del FEES con respecto al benchmark
(en puntos base)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Los retornos trimestrales alcanzados en 2008 por el FEES y el FRP fueron similares ya que ambas políticas de inversión son casi idénticas. La rentabilidad registrada en el primer trimestre alcanzó un máximo de 7,31%, mientras que en el segundo y tercero, los retornos fueron negativos producto de la volatilidad financiera global llegando a -1,87% y -2,52%, respectivamente. Finalmente, en el último trimestre el FEES se recuperó al registrar una rentabilidad de 4,87%, explicada por una baja generalizada de las tasas de interés y por la apreciación del euro y del yen frente al dólar (*cuadro 12*).

La evolución del rendimiento de las inversiones del fondo se puede visualizar a través de un índice que cambia su valor a partir de los retornos obtenidos por su cartera. Es posible observar que a fines de 2008 el índice alcanzó a 117,22 (*gráfico 18*).

El costo asociado a la gestión del FEES totalizó US\$ 1.847,7 mil en 2008. Éste se descompone en el pago al custodio por US\$ 972,3 mil; las remuneraciones del BCCh que alcanzaron a US\$ 791,2 mil; y otros costos asociados a consultorías por US\$ 84,3 mil. La administración del BCCh representó 0,45 pbs del FEES.

Cuadro 12_ Rentabilidad neta del FEES desglosada en moneda de origen y tipo de cambio
(en porcentaje)

	TR I	TR II	TR III	TR IV	2008
Moneda de Origen	2,79	-1,05	1,93	3,50	7,22
Tipo de cambio	4,52	-0,82	-4,45	1,37	0,41
Total (US\$)	7,31	-1,87	-2,52	4,87	7,63

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 13_ Costos de inversión del FEES e ingresos de securities lending
(en miles de dólares)

Items	2007	2008
Custodia (J.P. Morgan)	-	972,3
Administración (BCCh)	465,8	791,2
Otros costos		84,3
Costos totales	465,8	1.847,7
Securities lending	-	3.504,1

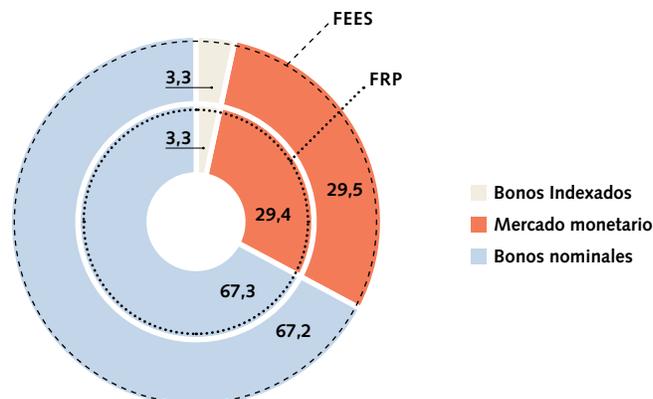
Fuente: Ministerio de Hacienda

Los ingresos provenientes del programa de *securities lending* fueron de US\$ 3,5 millones superando el costo total de la gestión del fondo (*cuadro 13*).

El desempeño del BCCh, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en -13 pbs en 2008 y de -20 pbs desde el 31 de marzo de 2007 (*gráfico 19*).

A pesar de la grave crisis financiera que se desarrolló en 2008, el retorno de los Fondos Soberanos se compara favorablemente con el experimentado por otros fondos soberanos e inversionistas institucionales del mundo (*ver recuadro 7*).

Gráfico 20_ Composición por clase de activo del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

4.3 COMPOSICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL PORTAFOLIO

La composición estratégica de activos, los límites de riesgos establecidos y el constante monitoreo de los mercados internacionales por parte del BCCh, del Comité Financiero, y del equipo dedicado del Ministerio de Hacienda permitieron que los Fondos obtuvieran buenos resultados financieros en 2008.

La composición por clase de activo de ambos fondos fue similar a la del comparador referencial (*benchmark*) al cierre del año. Para el FRP esta consistió en 67,3% (US\$ 1.687 millones) en bonos soberanos nominales; 29,4% (US\$ 736 millones) en instrumentos del mercado monetario¹⁵ y 3,3% (US\$ 84 millones) en bonos soberanos indexados. Por su parte, para el FEES ésta fue de 67,2% (US\$ 13.584 millones) en bonos soberanos nominales; 29,5% (US\$ 5.957 millones) en activos del mercado monetario; y 3,3% (US\$ 670 millones) en bonos soberanos indexados (*gráfico 20*).

¹⁵ Incluye letras que son emitidas por entidades soberanas, pero con una madurez menor a un año.

Recuadro 7 Desempeño de fondos soberanos seleccionados del mundo

Durante 2008, la crisis económica y financiera global afectó considerablemente el desempeño de muchos fondos soberanos alrededor del mundo. El tamaño de sus pérdidas dependió fundamentalmente de la exposición de sus portafolios de inversión a clases de activos riesgosas, las cuales se vieron fuertemente afectadas por la crisis. Por ejemplo, el fondo noruego que invierte una proporción cercana a 50% de su cartera en acciones registró una rentabilidad de -23%. Otros fondos soberanos con importante participación accionaria y en inversiones alternativas también se vieron fuertemente afectados. Los casos más emblemáticos fueron los fondos de Irlanda, Nueva Zelanda, y Alaska cuya rentabilidad, en la moneda elegida por cada país para medir su desempeño, alcanzó entre -25% y -30%. A medida que la exposición a estas clases de activos disminuye, la volatilidad de sus retornos y el nivel de las pérdidas fueron más acotadas. De esta forma, en el caso del fondo australiano, que tiene una política intermedia en

términos de riesgo, su retorno fue de -8,5%. Por su parte, los fondos soberanos chilenos, con una política más conservadora, experimentaron ganancias de 7,6% (*cuadro R7.1*).

Es importante señalar que las políticas de inversión más agresivas son típicamente elegidas por inversionistas que buscan mejores retornos en el largo plazo y que tienen una mayor tolerancia al riesgo, permitiéndoles enfrentar un mayor grado de volatilidad en los retornos y posibles pérdidas en el corto plazo. En efecto, es importante destacar que a pesar del considerable deterioro en el valor de sus portafolios en 2008, muchos fondos con políticas agresivas de inversión han logrado retornos positivos desde sus inicios, los que debiesen aumentar una vez que se recupere el mercado de la crisis financiera actual.

Cuadro R7.1_ Composición de activos y retornos de fondos soberanos seleccionados
(en porcentaje)

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

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

(b) El retorno se presenta en la moneda elegida por cada fondo para medir su desempeño. Así Noruega utiliza una canasta de monedas; Irlanda usa el euro; Nueva Zelanda, el dólar neozelandés; Australia, el dólar australiano, en tanto que Alaska y Chile utilizan el dólar estadounidense.

(c) Últimos cinco años.

Fuente: Informe fondos soberanos seleccionados

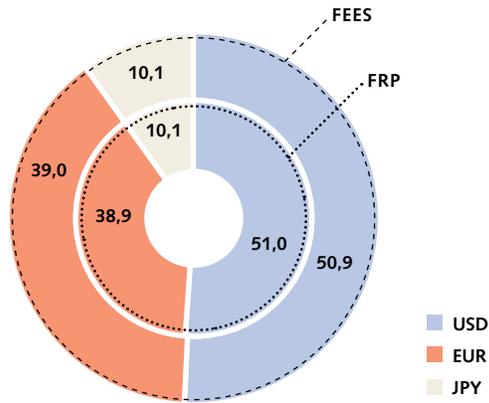
Por otra parte, la composición por moneda se mantuvo estable durante todo el año y similar a la meta de la política de inversión. Al 31 de diciembre de 2008, cada fondo poseía un 51% en dólares, un 39% en euros y un 10% en yenes (*gráfico 21*).

La exposición al riesgo crediticio en 2008 fue una de las principales preocupaciones en la administración de los Fondos. La quiebra de Lehman Brothers generó un grave problema de liquidez en los mercados financieros internacionales, que afectó negativamente la solvencia de distintos bancos alrededor del mundo. Esto motivó a varios gobiernos a implementar programas de rescate de entidades financieras garantizando parcial o totalmente los depósitos bancarios e incluso nacionalizando algunas de ellas. En respuesta a este fenómeno se redujo la asignación a depósitos bancarios en los Fondos desde un 30% a fines de septiembre a cerca de un 17% al cierre del año (*gráfico 22*). Por otra parte, el BCCh monitoreó activamente la exposición a depósitos bancarios y evitó invertir en cualquier institución que pudiera tener problemas en el futuro, favoreciendo, a las instituciones con menores riesgos relativos.

A pesar de las masivas revisiones a la baja de las clasificaciones de riesgo de los bancos por parte de las agencias especializadas, el FRP y FEES mantuvieron la calidad crediticia de sus carteras (*cuadro 14*). Las inversiones en instrumentos soberanos correspondieron en su mayoría a aquellos instrumentos emitidos por Alemania, Francia y Estados Unidos, países que tenían las mejores clasificaciones de riesgo (*gráfico 23*). El resto correspondió a papeles emitidos por el gobierno japonés, cuya clasificación era AA-. Por otra parte, las inversiones en depósitos bancarios con clasificación de riesgo entre A+ y A fueron sólo 4,7% del FRP y 10,7% del FEES, siendo el remanente invertido en una calidad crediticia superior.

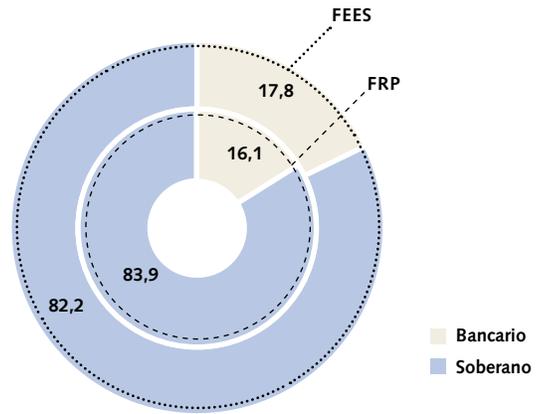
La mayoría de las instituciones bancarias que recibieron recursos de los Fondos se encontraban localizadas en Europa, debido principalmente a las mejores tasas de interés que ellas ofrecían y al hecho que algunas se vieron fortalecidas tras la intervención de sus gobiernos. Esto último permitió transformar parcialmente el riesgo bancario a riesgo soberano (*cuadro 15*).

Gráfico 21_ Composición de monedas del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008 (porcentaje del portafolio)



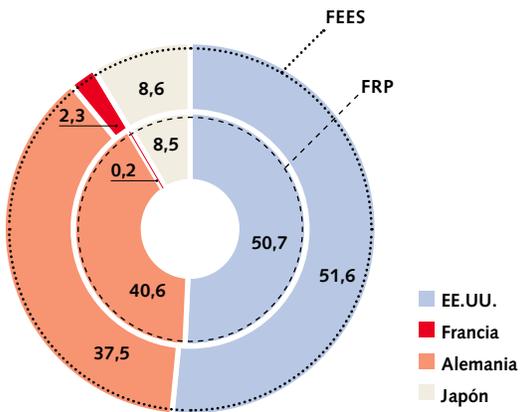
Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 22_ Composición por tipo de riesgo crediticio del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008 (porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 23_ Composición por países de las inversiones en instrumentos soberanos (porcentaje del total)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 14_ Exposición crediticia del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008 (porcentaje del portafolio)

Emisor	Clasificación de Riesgo						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
FRP							
Soberano	76,8	-	-	7,1	-	-	-
Bancario	-	-	2,6	8,8	1,7	3,0	-
FEES							
Soberano	75,1	-	-	7,1	-	-	-
Bancario	-	-	3,2	3,9	7,8	2,9	-

Fuente: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 15_ Listado de bancos con depósitos vigentes
del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008**

Bancos	País	FRP	FEES
ABN AMRO Bank N.V.	Holanda	X	X
Alliance & Leicester PLC	Reino Unido		X
Allied Irish Banks PLC	Irlanda	X	X
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	España		X
Banco Santander Central Hispano S.A.	España		X
Bank of Ireland	Irlanda	X	X
The Bank of Nova Scotia	Canadá	X	
Barclays Bank PLC	Reino Unido	X	X
Bayerische Landesbank	Alemania	X	X
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	Alemania		X
BNP Paribas	Francia		X
Caixa General de Depositos S.A.	Portugal	X	X
Calyon Corporate and Investment Bank	Francia	X	X
Credit Industriel et Commercial (CIC)	Francia	X	X
Danske Bank Aktieselskab	Dinamarca	X	X
Dexia Bank Belgium	Bélgica	X	X
Dexia Credit Local	Francia	X	X
DnB NOR Bank ASA	Noruega	X	X
ING Bank NV	Holanda	X	X
ING Belgium SA/NV	Bélgica	X	X
KBC Bank NV	Bélgica		X
Mizuho Corporate Bank	Japón		X
Svenska Handelsbanken AB	Suecia	X	X

Fuente: Ministerio de Hacienda

5 DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS

M



Cuadro 16_ Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2008
(en años)

Fondo	Portafolio	Benchmark
FRP	2,31	2,41
FEES	2,34	2,41

Fuente: Ministerio de Hacienda

Los Fondos se exponen a diversos tipos de riesgos producto de su inversión en distintas clases de activos en varios mercados financieros del mundo. Éstos se pueden categorizar como riesgo de mercado, crédito, liquidez, activo y operacional. En el caso del FEES y del FRP, la exposición a los cuatro primeros se limita en las directrices de inversión de los Fondos. A su vez, el marco institucional y la infraestructura del BCCh proveen los controles adecuados para mitigar el último de ellos.

5.1 RIESGO DE MERCADO

El riesgo de mercado se refiere a las pérdidas que se pueden generar en el valor de los instrumentos financieros como consecuencia de los cambios en las tasas de interés y en los tipos de cambio.

Riesgo de tasa de interés

Los movimientos de las tasas de interés afectan directamente el precio de los instrumentos de renta fija. Un incremento de las tasas produce una caída en sus precios, mientras que una baja de éstas una ganancia. La sensibilidad del portafolio a dicho movimiento depende principalmente de su duración: a mayor duración más sensible será la cartera (ver recuadro 8).

Para el FEES y FRP la duración de referencia o del *benchmark* fue de 2,41 años a fines de 2008. Las directrices establecen que la duración efectiva de los Fondos no debe sobrepasar en más de 5 meses la de referencia (cuadro 16). Al 31 de diciembre de 2008, la diferencia entre las dos no excedía los 1,2 meses.

Riesgo de tipo de cambio

El valor de las inversiones se ve afectado por los movimientos en los tipos de cambio dado que el retorno de los Fondos se mide en dólares y que existen inversiones en euros y yenes. Por ejemplo, el valor en dólares de un bono soberano emitido en euros se ve influenciado por la evolución de la paridad USD/EUR. Una apreciación (depreciación) del dólar genera pérdidas (ganancias) adicionales a las que se producen por los movimientos de las tasas de interés. En el caso de los Fondos, su exposición cambiaria es de 50% originada por sus inversiones en euros (40%) y yenes (10%).

Recuadro 8 Duración de un bono

La duración modificada de un bono es un indicador de la sensibilidad de su precio ante cambios en las tasas de interés. Mientras mayor es su duración, su valor se verá más afectado ante cambios en las tasas de interés.

La duración conceptualmente corresponde al valor presente de cada flujo del bono ponderado por su madurez y se calcula de la siguiente forma:

$$Dur_M = \frac{\sum t_i \cdot vp_i}{(1+TIR) \cdot VP}$$

donde

vp_i = valor presente del flujo de caja en el período i

VP = valor presente de todos los flujos de caja

TIR = tasa interna de retorno del bono

t_i = período de tiempo

El cambio en el precio (ΔP) de un bono como resultado de un movimiento pequeño en las tasas de interés (Δi) se puede aproximar a partir de la siguiente relación:

$$\Delta P = -Dur_M \cdot \Delta i$$

La duración de un portafolio se calcula como el promedio ponderado de las duraciones de los activos individuales.

Recuadro 9 Clasificaciones de riesgo

Las clasificadoras de riesgo son agencias especializadas que monitorean y analizan las condiciones financieras y la solvencia de emisores de deuda (empresas, países, entidades multinacionales, etc.). Las más conocidas son Standard & Poor's, Fitch Ratings y Moody's. Ellas entregan una opinión acerca de la habilidad relativa del emisor para cumplir con el pago de sus obligaciones contingentes (ej.: intereses, devolución del principal, etc.). Los agentes de mercado utilizan estas clasificaciones como una medición objetiva e independiente que les permite dimensionar en forma rápida y eficiente la probabilidad de recibir los pagos dispuestos en los instrumentos financieros.

Las clasificadoras utilizan escalas para cuantificar y comunicar a los inversionistas el grado de riesgo. Por ejemplo, Standard & Poor's utiliza la siguiente escala ordenada de mayor a menor solvencia: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. A éstas se le agrega un signo (+) si existen perspectivas positivas o un (-) en el caso contrario. En general, aquellas entidades o instrumentos clasificados AAA a BBB- se consideran con grado de inversión y poseen un riesgo bajo a moderado de no pago. En cambio, los clasificados entre BB+ a D son considerados especulativos y tienen un alto riesgo crediticio.

Cuadro 17_ Requisitos mínimos y límites por emisor y riesgo crediticio

Riesgo Crediticio	Clasificación de Riesgo ^{(1) (2)}							Requisitos Mínimos
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	
Soberanos ⁽³⁾	100%		90%			30%		A- últimos 24 meses
Supranacional	800		600			0		AA- largo plazo
Bancario	600		400			300		A- largo plazo / Patrimonio mínimo US\$ 1.000 millones
Agencias en EE.UU.	800		0			0		AAA largo plazo / Patrimonio mínimo US\$ 1.000 millones

(1) En al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

(2) Cifras expresadas en millones de US\$ a menos que estén explícitamente expresadas como porcentaje.

(3) Expresado como porcentaje del portafolio total.

Fuente: Ministerio de Hacienda

5.2 RIESGO CREDITICIO

El riesgo crediticio en los Fondos Soberanos se origina principalmente por el potencial no pago (*default*) del emisor del instrumento financiero o por el deterioro de su precio producto de cambios en la percepción de la solvencia del emisor. La exposición a este riesgo es administrada a través de requisitos mínimos de clasificación crediticia (*ver recuadro 9*) y límites al monto máximo y grado de concentración por clase de activo y/o institución (*cuadro 17*).

Por otra parte, el riesgo que proviene de la ejecución de las transacciones; es decir, de las pérdidas que podrían ocurrir en el caso que la contraparte no entregue los instrumentos cuando se compran o el pago cuando se venden, es mitigado a través del uso de estructuras transaccionales o post-transaccionales que permiten la entrega de los instrumentos contra pago. Finalmente, el riesgo de mantener las inversiones bajo una institución custodio, es controlado registrando a nombre del Fisco y de forma separada la propiedad de los Fondos.

5.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se generarían si fuera necesario vender instrumentos financieros en forma anticipada para satisfacer necesidades de caja. Las pérdidas podrían ser causadas por descuentos importantes en los precios de los instrumentos financieros producto de la falta de demanda o profundidad de mercado, y por la venta forzada de instrumentos de mediano plazo en momentos inoportunos.

La gestión de este riesgo en los Fondos se lleva a cabo manteniendo un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo. El porcentaje de inversión en instrumentos del mercado monetario al 31 de diciembre de 2008 era de 29,4% para el FRP y de 29,5% para el FEES. Los activos líquidos se definen como depósitos a plazo, certificados de depósito y letras de Tesorería, papeles que se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y por poseer un mercado que permite liquidarlos rápidamente.

5.4 RIESGO DE ADMINISTRACIÓN ACTIVA

Un portafolio de inversión puede ser gestionado de acuerdo a una estrategia de administración pasiva, en la que el gestor invierte en instrumentos muy parecidos a los indicadores referenciales (*benchmark*) con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad de sus inversiones. Sin embargo, si el administrador de las inversiones toma posiciones distintas a las del *benchmark* –una distinta duración o composición de monedas, entre otros– con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste, su estrategia será considerada activa. Estas posiciones agregan un componente de riesgo adicional al de una administración pasiva conocido como el riesgo activo.

El riesgo activo se puede medir por el *tracking error* (TE), el cual cuantifica el grado de seguimiento del portafolio respecto al *benchmark*. Mientras más activa es la administración más alto es el TE.

A fines de 2008, el TE de los Fondos era cercano a los 20 pbs. Este valor es bajo y evidencia una administración pasiva. Es importante mencionar que la norma de la industria recomienda al menos tres años de historia para realizar una buena estimación del TE, y dado que los Fondos poseen menos de dos años de existencia, el TE informado debe ser considerado como una aproximación.

5.5 RIESGO OPERACIONAL

El riesgo operacional se refiere a las pérdidas que podrían ocurrir por errores en los procesos internos, sistemas, eventos externos o fallas humanas. Ejemplos de riesgo operacional son los errores en las transacciones, fraude, fallas en la ejecución de las responsabilidades legales (contratos), etc..

Este riesgo ha sido mitigado delegando al BCCh la administración operativa de los Fondos. Esto permite que ellos gocen de la misma infraestructura que el BCCh tiene disponible para el manejo de las reservas internacionales. La gestión operativa de los Fondos radica en la Gerencia de Inversiones Internacionales. El BCCh dispone, además, de procesos de control que contemplan una adecuada separación de las responsabilidades y funciones, aplicaciones computacionales de acuerdo a los estándares de calidad del mercado y sistemas de respaldo que permiten garantizar la continuidad operativa de la inversión de los Fondos. Ésto se suma a los procesos de auditoría internos y externos para evaluar la eficacia de los controles existentes.

5.6 VOLATILIDAD Y OTROS INDICADORES

Uno de los indicadores típicamente utilizado para medir el riesgo de un portafolio es la volatilidad de sus retornos, que se calcula a partir de la desviación estándar de ellos. Los retornos del FRP experimentaron una volatilidad anual de 8,2% en 2008, mientras que los del FEES llegaron a 8,1%. Este valor baja a 6,6% para el FRP y 6,5% para el FEES si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (*cuadro 18*). El incremento en 2008 se explicó por el importante aumento en las fluctuaciones de los precios de todas las clases de activos a raíz de la crisis financiera. En efecto, las fluctuaciones de las paridades cambiarias (7,1%) causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los Fondos en el año.

Por otra parte, desde el inicio de los Fondos el mayor retorno mensual experimentado por el FRP y el FEES fue de 5,49% y de 5,46%, respectivamente (ambos en diciembre de 2008), mientras que el peor fue de -2,50% para el FRP y de -2,48%

Cuadro 18_ Volatilidad mensual anualizada de los Fondos Soberanos y su comparador referencial
(en porcentaje)

Volatilidad	1 año	31-marzo-2007
FRP	8,2	6,6
FEES	8,1	6,5
Benchmark	8,2	6,6

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 19_ Máximos y mínimos retornos históricos del FRP y FEES
(en porcentaje)

Rango	Mes		Trimestre	
	FRP	FEES	FRP	FEES
Mayor Retorno	5,49 (Dic-08)	5,46 (Dic-08)	7,36 (I 08)	7,31 (I 08)
Menor Retorno	-2,50 (Oct-08)	-2,48 (Oct-08)	-2,51 (III 08)	-2,52 (III 08)

Fuente: Ministerio de Hacienda

para el FEES (ambos en octubre del mismo año). Asimismo, el mejor retorno trimestral fue de 7,36% para el FRP y de 7,31% para el FEES (primer trimestre de 2008) y el peor fue de -2,51% para el FRP y -2,52% para el FEES (tercer trimestre de 2008) (cuadro 19).

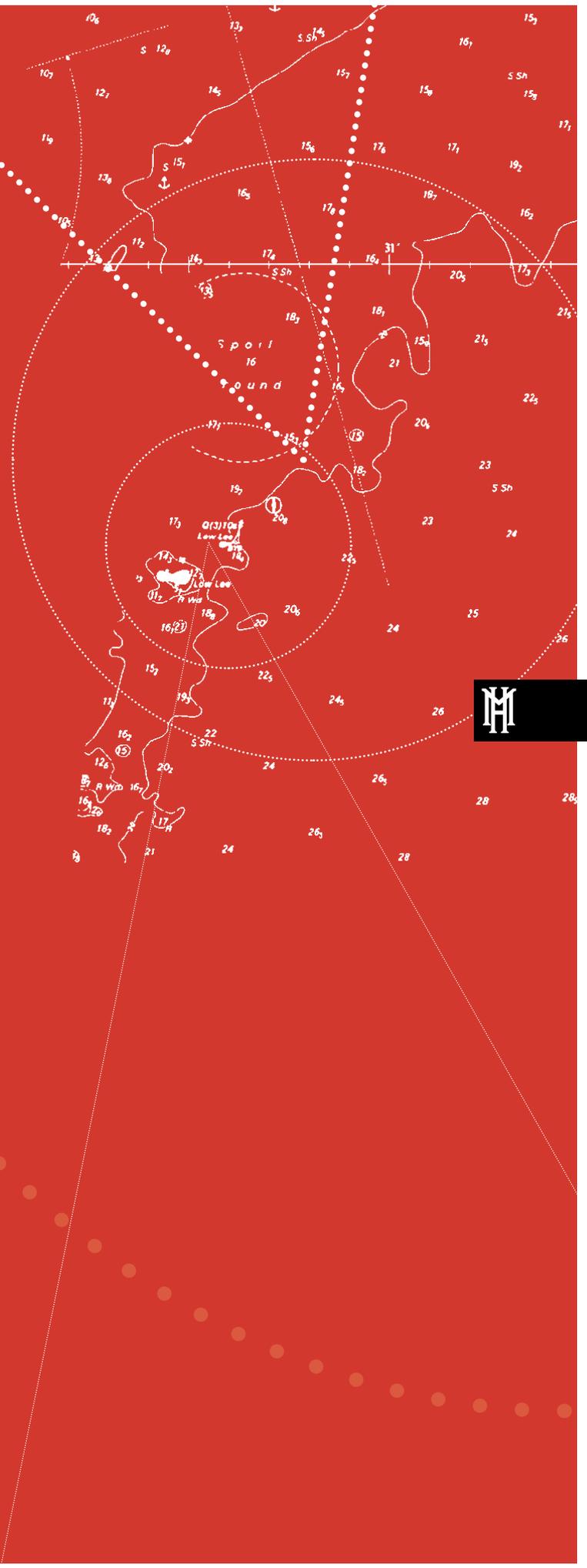
Finalmente, el *Value-at-Risk* (VaR) es una medida que se utiliza para cuantificar las pérdidas potenciales en un período de tiempo con una cierta probabilidad. A fines de diciembre de 2008, el VaR mensual obtenido a partir de la volatilidad diaria del portafolio y con un nivel de confianza del 84% era de US\$ 76 millones para el FRP y US\$ 615 millones para el FEES.

ANEXOS

Índice de cuadros, gráficos y recuadros

Glosario de términos

Abreviaturas



ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y RECUADROS

CUADROS

n°	pag	
1	Crecimiento de la actividad económica anualizado	29
2	Composición estratégica de activos	35
3	Composición máxima por tipo de riesgo crediticio	35
4	Composición referencial de monedas	35
5	Índices del comparador referencial	36
6	Aportes anuales al FRP	40
7	Rentabilidad neta del FRP	40
8	Rentabilidad neta del FRP desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	40
9	Costos de inversión del FRP e ingreso de <i>securities lending</i>	41
10	Aportes anuales al FEES	43
11	Rentabilidad neta del FEES	43
12	Rentabilidad neta del FEES desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	44
13	Costos de inversión del FEES e ingresos de <i>securities lending</i>	45
R7.1	Composición de activos y retornos de fondos soberanos seleccionados	46
14	Exposición crediticia del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008	48
15	Listado de bancos con depósitos vigentes del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008	49
16	Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2008	51
17	Requisitos mínimos y límites por emisor y riesgo crediticio	53
18	Volatilidad anualizada de los Fondos Soberanos y su comparador referencial	55
19	Máximos y mínimos retornos históricos del FRP y FEES	55

GRÁFICOS

n°	pag	
1	Valor de mercado de los Fondos	10
2	Ganancia financiera neta de los Fondos	10
3	Rentabilidad neta de los Fondos	11
4	Composición del riesgo crediticio de los Fondos al 31 de diciembre de 2008	11
5	Superávit estructural y efectivo	14
6	Regla de acumulación de los recursos fiscales	15
7	Tasas de inflación	30
8	Índice de precios de <i>commodities</i>	31
9	Paridades cambiarias	31
10	Tasas de política monetaria	32
11	Evolución del <i>spread Libor-Overnight Index Swap</i>	32
12	Tasas de interés soberana a 6 meses, 2 años y 10 años	33
13	Comparación de la política actual de inversiones y la recomendación del CF	37
14	Valor del FRP: aportes y ganancias financieras 2008	39
15	Índice que representa la rentabilidad del FRP	41
16	Retorno en exceso del FRP con respecto al <i>benchmark</i> Índice de rentabilidad del portafolio de monedas	42
17	Valor del FEES: aportes y ganancias financieras 2008	43
18	Índice que representa la rentabilidad del FEES	44
19	Retorno en exceso del FEES con respecto al <i>benchmark</i>	44
20	Composición por clase de activo del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008	45
21	Composición de monedas del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008	48
22	Composición por tipo de riesgo crediticio del FRP y FEES al 31 de diciembre de 2008	48
23	Composición por países de las inversiones en instrumentos soberanos	48

RECUADROS

n°	pag
1	Custodio de valores 18
2	"PRINCIPIOS DE SANTIAGO" 26
3	Comparador referencial o benchmark 38
4	Tasas de rentabilidad: <i>Time Weighted Rate of Return</i> (TWRR) vs Tasa Interna de Retorno (TIR) 38
5	Variables que afectan la rentabilidad de los Fondos 42
6	Metodología utilizada para el cálculo del efecto del tipo de cambio 42
7	Desempeño de fondos soberanos seleccionados del mundo 46
8	Duración de un bono 52
9	Clasificaciones de riesgo 52

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Acciones_instrumentos representativos de una parte del patrimonio de una sociedad. De esta forma, al adquirir una acción se participa de los beneficios y pérdidas que puede generar el negocio de esa sociedad.

Administrador externo_entidades financieras que se responsabilizan de invertir los recursos que les transfieren de acuerdo a pautas establecidas por el inversionista. Por lo general, se utilizan administradores externos cuando el inversionista no tiene la capacidad o experiencia necesarias para invertir en una clase de activo o desea diversificar el estilo de administración.

Agencias_entidades financieras de gobiernos o empresas con respaldo explícito o implícito de gobierno.

Agente Fiscal_entidad designada por el gobierno para que actúe por él o por una de sus entidades en cualquier tipo de transacciones financieras. En el caso de los Fondos Soberanos chilenos, el Banco Central actúa como agente fiscal del Gobierno de Chile.

Apalancamiento_endeudamiento

Benchmark_ver *Comparador Referencial*

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

Bonos de Reconocimiento_instrumento emitido por el Instituto de Normalización Previsional que representa las cotizaciones que efectuaron los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de incorporarse al nuevo sistema de AFP.

Bonos soberanos (nominal)_bonos cuyos emisores son gobiernos.

Bonos soberanos indexados a inflación (real)_bonos cuyo valor se reajusta de acuerdo a un determinado índice de inflación. En el caso de EE.UU. estos papeles se denominan *Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)*.

Clases de activos_categoría específica de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos y mercado monetario, entre otros. Los activos de la misma clase generalmente exhiben características similares respecto a riesgo y estructura, reaccionan de manera similar en el mercado y generalmente están sujetos a las mismas regulaciones.

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

Comité Financiero_entidad creada mediante el Decreto Supremo N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda con el fin de apoyar y asesorar al Ministro de Hacienda en el análisis y diseño de la estrategia de inversión de los Fondos Soberanos.

Commodities_bienes tangibles, ya sea petróleo, metales preciosos y/o alimentos, que se comercian en los diferentes mercados internacionales.

Comparador referencial_índice de mercado que representa a una clase de activo invertido bajo una administración pasiva, que se utiliza como punto de referencia para medir el desempeño del administrador de las inversiones de los fondos.

Composición estratégica de activos_es la asignación porcentual a cada clase de activo en el portafolio y define la política de inversión de largo plazo.

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

Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión_entidad creada bajo el alero del FMI para promover la transparencia e institucionalidad de los Fondos Soberanos en el mundo.

Hedge Fund_inversiones alternativas que por lo general son estructuradas de forma tal que no están sujetos a las regulaciones y restricciones que típicamente se aplican a otros vehículos de inversión. Existen muchos tipos de *hedge funds* como *equity market neutral*,

convertible arbitrage, *fixed-income arbitrage*, *distressed securities*, *merger arbitrage*, etc.

Letras del Tesoro_obligación financiera contraída por el gobierno de EE.UU. con madurez menor a un año y que se vende a un descuento con respecto al valor par.

Ley de Responsabilidad Fiscal_ley promulgada el segundo semestre de 2006 que establece las normas y la institucionalidad para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales producto de la implementación de la política fiscal.

Libid_London interbank offered rate, tasa pagada en los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa Libor menos 0,125%.

Libor_London interbank offered rate, tasa cobrada en los préstamos interbancarios

Mercado monetario_instrumentos de corto plazo que son fácilmente convertibles a efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor. Son instrumentos transables cuya madurez es menor o igual al plazo de un año.

Mortgage-Backed Securities_instrumento financiero que agrupa un conjunto de créditos hipotecarios individuales.

Multilateral_corresponde a organismos internacionales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano del Desarrollo, etc.

Overnight Index Swaps_es un *swap* de tasa de interés fija a variable en que la parte variable paga de acuerdo a un índice asociado a la tasa *overnight* de referencia.

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

Principios de Santiago_conjunto de principios y prácticas voluntarios para los fondos soberanos que fueron preparados por el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) y acordados en Santiago de Chile, 2008.

Private Equity_se refiere a un tipo de inversión alternativa en que un inversionista es dueño de una compañía que no se transa públicamente. Las inversiones se hacen directamente en la compañía o indirectamente a través de fondos de *private equity*.

Renta fija corporativa_instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas.

Rentabilidad moneda de origen_corresponde al retorno generado por un instrumento financiero en su moneda de denominación.

Rentabilidad tipo de cambio_es el retorno de un activo financiero asociado al movimiento de las paridades cambiarias. Esta rentabilidad

sólo existe cuando la valorización del portafolio se realiza en una moneda distinta a la de denominación.

Retorno_sinónimo de rentabilidad o rendimiento. Es el nivel de beneficios que reporta una inversión, generalmente medido como porcentaje.

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

Supranational_ver *Multilateral*.

Tasa interna de retorno_es la tasa efectiva de rendimiento de las inversiones. Se calcula igualando el valor presente de todos los flujos netos de caja a cero.

Time Weighted Rate of Return (TWRR)_es una medida de rentabilidad que, en contraste a la TIR, elimina la incidencia de los flujos netos de caja. Se obtiene calculando la media geométrica de los retornos diarios sin considerar aportes y retiros.

Tracking error_corresponde a la desviación estándar de la diferencia entre el retorno del portafolio y el de su comparador referencial. Es utilizado para medir el riesgo activo que se genera producto de posiciones activas que toman los administradores con respecto a una administración totalmente pasiva representada por el comparador referencial.

Valor de mercado_representa el valor al que se transan los instrumentos financieros.

Value at Risk_indicador utilizado en el mercado que define la cantidad que se podría perder en un periodo de tiempo y con cierta probabilidad.

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

ABREVIATURAS

BCCh	Banco Central de Chile
BCE	Banco Central Europeo
BCJ	Banco Central de Japón
CF	Comité Financiero
EE.UU.	Estados Unidos de América
EUR	Euro
FED	Reserva Federal de Estados Unidos
FEES	Fondo de Estabilización Económica y Social
FMI	Fondo Monetario Internacional
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones
FSI	Fondos Soberanos de Inversión
GITFSI	Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión
JPY	Yen Japonés
Libid	<i>London Interbank Bid Rate</i>
Libor	<i>London InterBank Offered Rate</i>
M US\$	Miles de dólares de EE.UU.
MBS	<i>Mortgage-Backed Securities</i>
MdH	Ministerio de Hacienda
MM US\$	Millones de dólares de EE.UU.
PBS	Puntos Base
PIB	Producto Interno Bruto
PPGA	Principios y Prácticas Generalmente Aceptados
TE	<i>Tracking Error</i>
TIR	Tasa Interna de Retorno
TWRR	<i>Time Weighted Rate of Return</i>
UF	Unidad de Fomento
USD	Dólar de Estados Unidos
US\$	Dólar de Estados Unidos
VaR	<i>Value at Risk</i>

