



21.529,26	21.579,66
21.892,812	21.456,94
21.581,05	21.723,09
21.457,63	21.479,09
21.728,86	21.816,16
21.479,78	21.536,17
21.818,27	21.901,55
21.538	21.459,70
21.586,61	21.746,18
21.460,40	21.481,86
21.751,96	21.824,59
21.482,55	21.545,38
21.826,70	21.913,21
21.54	21.590,79
21.916,13	21.536,17

# INFORME ANUAL FONDOS SOBERANOS

Ministerio de Hacienda

2010

---

Esta publicación corresponde al Informe Anual de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda para el año 2010. La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:  
<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>

---

Registro de Propiedad Intelectual 206.040  
ISSN: 0718-7424

Junio de 2011, Santiago de Chile  
Todos los derechos reservados

# **INFORME ANUAL FONDOS SOBERANOS**

**Ministerio de Hacienda**

**2010**

# Índice de contenidos

Palabras del Ministro	6
Resumen	10
<b>1 FONDOS SOBERANOS</b>	<b>12</b>
Política fiscal	13
Objetivos del FRP y FEES	15
Descripción de la política de aportes de capital	15
Descripción de los usos de los fondos	16
<b>2 INSTITUCIONALIDAD</b>	<b>18</b>
Ministerio de Hacienda y Banco Central	19
Comité Financiero	21
<b>3 PRINCIPIOS DE SANTIAGO Y TRANSPARENCIA</b>	<b>24</b>
<b>4 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>	<b>30</b>
<b>5 FRP Y FEES</b>	<b>36</b>
Política de inversión	37
Valor de mercado y rentabilidad	41
Costos de administración y custodia	54
Composición y características del portafolio	55

<b>6 DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS</b>	<b>60</b>
Riesgo de mercado	61
Riesgo crediticio	62
Riesgo de liquidez	62
Riesgo de administración activa	62
Riesgo operacional	63
Volatilidad y otros indicadores	63
<b>7 ANEXOS</b>	<b>66</b>
Autoevaluación de los Principios de Santiago	67
Índice de cuadros, gráficos, recuadros y diagramas	82
Glosario de términos	86
Abreviaturas	90

## Palabras del Ministro

El 2010 pasará a la historia como el año en que Chile fue afectado por uno de los terremotos de mayor magnitud de que se tenga registro en el mundo. Tuvimos que lamentar el fallecimiento de 524 de nuestros connacionales y la desaparición de otros 34 chilenos. A su vez, el costo económico asociado se estimó en US\$30.000 millones, de los cuales US\$8.400 millones son de costo directo de reconstrucción para el Fisco. Pese a ello, una vez más nuestro país dio muestras de una fortaleza y solidaridad encomiables para sobreponerse a esta catástrofe natural.

El Gobierno actuó con decisión para poner en marcha el financiamiento de la reconstrucción del país. Actuando con celeridad pero también con mesura, nuestro Gobierno propuso un paquete de financiamiento equilibrado para enfrentar tamaño esfuerzo económico. Este incluyó un alza transitoria de ciertos tributos, el alza permanente de otros como el impuesto al tabaco, un incremento del royalty a la minería, reasignaciones presupuestarias y endeudamiento. Conscientes de que el terremoto también golpearía la actividad económica, las medidas emprendidas por nuestro Gobierno también incluyeron incentivos tributarios para la inversión, particularmente a nivel de las pequeñas y medianas empresas.

Los hechos muestran que esas medidas fueron correctas. Por un lado, nuestra mezcla de financiamiento fue valorada y reconocida explícitamente por la agencia clasificadora de riesgo Moody's, quien mejoró la clasificación de riesgo del país en julio de 2010. También por los mercados financieros internacionales, donde, a fines de julio de 2010, Chile colocó bonos soberanos a las tasas más bajas de toda su historia. Por otro lado, pese al terremoto, nuestra economía cerró 2010 con un crecimiento de 5,2%, generó más de 400.000 empleos y presenta muy auspiciosas perspectivas para 2011.

“ *Fiscal savings by themselves would be enough to cover the government’s financing needs, but the new center-right administration has chosen to rely mainly on a combination of taxation and new debt issuance, and keep most of the fiscal savings for future use.*”

FUENTE: Comunicado de Prensa de Moody’s, 16 junio, 2010.

El financiamiento propuesto habla mucho de la calidad institucional y prudencia de nuestra política fiscal. Se trata de un activo valioso que el país ha sabido mantener y consolidar a través de la aplicación de una regla fiscal estructural. Nuestros dos fondos soberanos - el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) - son parte fundamental de dicha política. En el primero se acumula gran parte de los excedentes que surgen de años de bonanza económica o altos precios del cobre, generando un seguro para enfrentar situaciones de déficit fiscal en tiempos económicamente adversos. El segundo recibe un aporte anual que genera un ahorro para complementar el pago de pensiones futuras a los sectores más desfavorecidos de nuestro país. Gracias a estos activos, Chile es de los pocos países del mundo en que el Fisco es un acreedor neto. Una situación fiscal envidiable para muchas economías desarrolladas, más aún después de los serios problemas fiscales que hemos visto en Europa.

Al comenzar 2010, el país disponía de US\$ 14.706 millones en sus dos fondos soberanos. Al finalizar el año esa cifra era de US\$ 16.557 millones. Es decir, no sólo no se utilizaron recursos sino que nuestros ahorros externos aumentaron producto

de nuevos aportes y de la rentabilidad obtenida. Para nuestro Gobierno hubiera sido cómodo recurrir a los fondos soberanos para financiar la reconstrucción, tal como muchos clamaron en su momento. Preferimos optar por el camino difícil y proponerle al país un financiamiento que allegara nuevos recursos y que fuera equilibrado desde la perspectiva macroeconómica. Fuimos claros en señalar que utilizaríamos recursos del FEES solo en la medida que fuese estrictamente indispensable. Amén del efecto que una repatriación masiva de capitales del FEES hubiera tenido en variables macroeconómicas clave como el tipo de cambio, el Ministerio de Hacienda fue explícito en señalar que el objetivo prioritario de ese fondo era estar reservado para hacer frente a crisis económicas o financieras.

Por la importancia que les confiere, este Gobierno sigue comprometido con mejorar la gestión de los fondos soberanos así como aquellos aspectos de la política fiscal que permitan asegurar que Chile siga en la senda exitosa de los últimos años. En este contexto, hemos comenzado un estudio de la política de inversión del FEES con el fin de evaluarla y asegurar su coherencia con el objetivo de ser un fondo de estabilización. De esta forma, nos aseguraremos que en el futuro se maximicen los recursos disponibles para hacer frente a la caída de los ingresos fiscales que dependan del ciclo económico y de la variación del precio del cobre. Asimismo, el Ministerio de Hacienda encargó a un Comité Asesor el desarrollo de propuestas para perfeccionar la metodología del cálculo de la regla del balance estructural y su institucionalidad con el objetivo de mejorar la predictibilidad y sustentabilidad de la política fiscal. Por otra parte, en 2010 se decidió modificar la política de inversión del FRP, aumentando su diversificación. En particular, se invertirá hasta un 15% del fondo en acciones globales y un 20% en bonos corporativos globales. Esta nueva política, que se implementará durante 2011, permitirá invertir el FRP de manera más coherente con sus objetivos, que son apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales en el área de pensiones para los sectores más desposeídos.

También queremos que nuestros fondos soberanos sean administrados de acuerdo a los mejores estándares existentes. Para ello, hemos estado trabajando para cumplir de la mejor forma con los "Principios de Santiago", referencia internacional de las mejores prácticas para su gestión. Por lo mismo, en este informe hemos puesto a disposición del público nuestra primera autoevaluación de cada uno de estos principios. Esto permitirá a nuestros ciudadanos y a la comunidad internacional corroborar que nuestro Gobierno está comprometido con una gestión de excelencia para nuestros fondos. Además, hemos implementado iniciativas concretas para incrementar la información disponible de los mismos. Por ejemplo, a mediados de 2010 se aumentó la frecuencia de la información de la rentabilidad de los fondos, de trimestral a mensual, y se amplió la información disponible acerca de sus carteras de inversión. Este tipo de iniciativas demuestra nuestro compromiso con lograr la mayor transparencia posible, con el fin de que la ciudadanía tenga un fácil acceso a la información que le permita comprender claramente cómo son invertidos los fondos y cuáles son sus resultados.

Seguiremos trabajando intensamente para lograr una política económica sólida, que brinde más y mejores oportunidades para todas las chilenas y chilenos.

**FELIPE LARRAÍN**

Ministro de Hacienda

# Resumen

Al 31 de diciembre de 2010 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\$ 16.557 millones y una rentabilidad neta en dólares desde sus inicios de 5,50%<sup>1</sup>.



**GRÁFICO 1**

Valor de mercado  
(millones de dólares)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda.



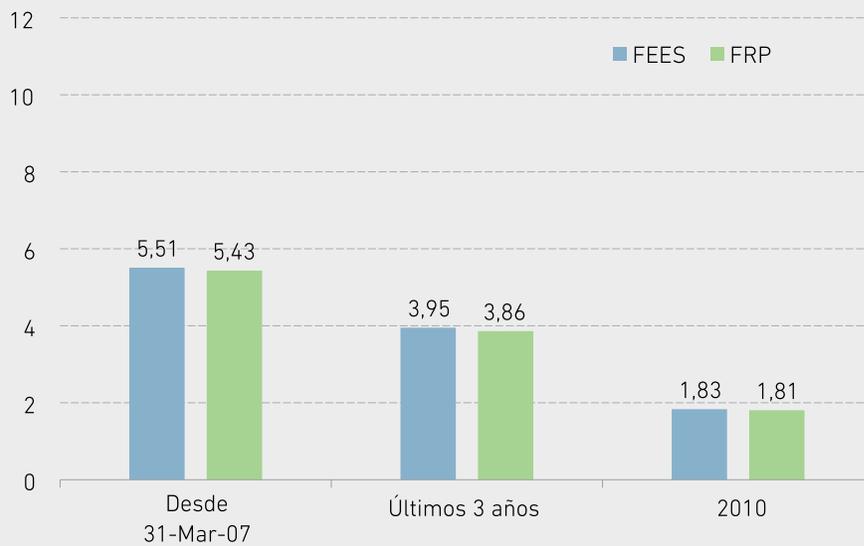
**GRÁFICO 2**

Rentabilidad anual neta en dólares  
(porcentaje)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda.

<sup>1</sup> La rentabilidad informada en el reporte usa la metodología *Time Weighted Rate of Return* (TWR) a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para periodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para periodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el periodo indicado. Rentabilidad neta se refiere a que descuenta el costo asociado a la administración por parte del Banco Central de Chile.

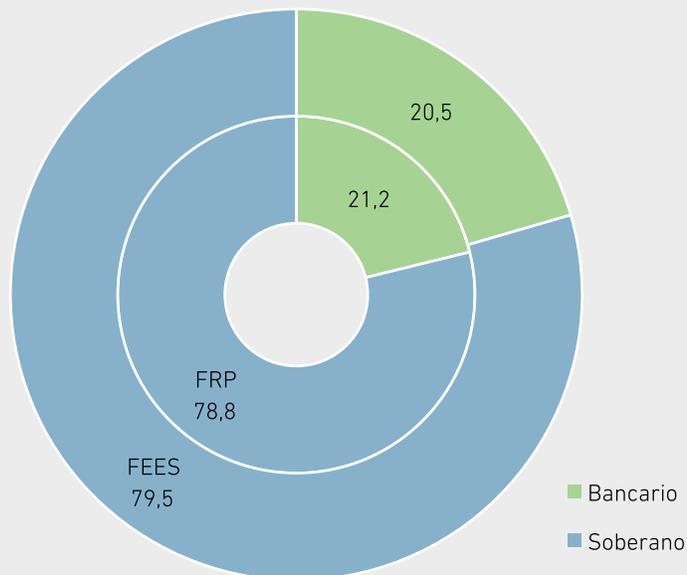


**GRÁFICO 3**

Rentabilidad acumulada anual neta en dólares<sup>2</sup> (porcentaje)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda.



**GRÁFICO 4**

Composición del riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2010 (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda.

<sup>2</sup> La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

**1**

---

**FONDOS  
SOBERANOS**

## 1.1 POLÍTICA FISCAL

En los últimos años, la política fiscal chilena se ha caracterizado por un continuo perfeccionamiento de su institucionalidad. En 2001 se implementó la regla de balance estructural con el objetivo de administrar los flujos excedentarios (deficitarios) del Gobierno Central. Esta política fue complementada en 2006 con el establecimiento de los fondos soberanos, que se encargan de acumular los recursos que resultan de la aplicación de la regla fiscal.

La regla de balance estructural establece un nivel de gasto fiscal anual congruente con los ingresos estructurales del Gobierno Central. Por lo tanto, el nivel de gasto público no considera las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores que determinan los ingresos fiscales efectivos. Esta política implica ahorrar en tiempos de bonanza, por ejemplo en el periodo entre 2004 y parte de 2008, y permite evitar ajustes drásticos en el gasto fiscal en periodos económicos desfavorables como el presentado en 2009. De este modo, la regla de balance estructural persigue estabilizar el crecimiento del gasto público.

En 2001 la meta de balance estructural se fijó inicialmente en 1% del PIB, la cual se redujo a 0,5% del PIB en el Presupuesto 2008. Posteriormente, en 2009, la meta ex ante se rebajó a 0% para enfrentar la crisis que existía en ese momento. En 2010 se ajustó la metodología de cálculo (*Recuadro 1*) y el déficit estructural fue de 2,1% para 2010 (*gráfico 5*).

### Recuadro 1: Cambios a la regla del balance estructural

En el segundo trimestre de 2010, el Ministerio de Hacienda estableció un Comité Asesor para que analice y recomiende perfeccionamientos a la metodología de cálculo del balance estructural en Chile y a su arquitectura institucional. El objetivo principal de esta revisión fue mejorar la sustentabilidad y predictibilidad de la política fiscal.

El Ministerio de Hacienda aceptó todas las recomendaciones metodológicas que hizo el Comité en su primer informe y las utilizó en la estimación del presupuesto 2011. Los principales cambios introducidos fueron eliminar los ajustes por medidas tributarias transitorias con fecha de vencimiento legal, los ajustes cíclicos de la partida de "otros ingresos" y los ajustes cíclicos de los ingresos por intereses de los activos financieros del Tesoro Público. Adicionalmente, se reestimó la elasticidad de las cotizaciones previsionales para la salud.

El cambio metodológico generó una leve reducción del balance estructural hasta el año 2007 pero tuvo un efecto negativo de 0,6% del PIB y 1,9% del PIB en el balance de los años 2008 y 2009, respectivamente. Esto se debió principalmente al efecto de no ajustar las medidas tributarias transitorias ni los intereses de los activos financieros del Tesoro Público (*cuadro R 1.1*).

Cabe señalar que el Comité entregó su informe final al Ministerio de Hacienda durante el primer semestre de 2011 y las recomendaciones incluidas en dicho informe están siendo evaluadas para su eventual implementación en el presupuesto de 2012.

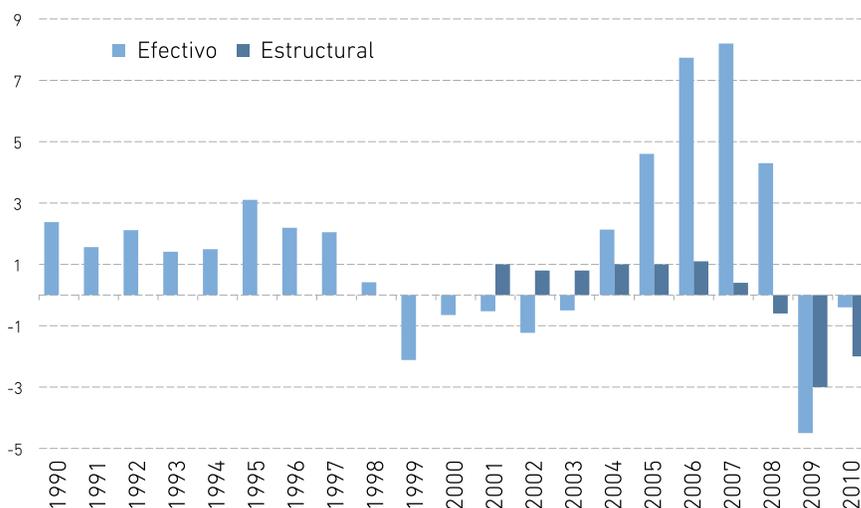
**Cuadro R 1.1:** Comparación de las metodologías del balance estructural (en porcentajes)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Balance Efectivo	4,6	7,7	8,2	4,3	-4,5	-0,4
Balance Estructural según metodología vigente en 2009 (a)	1,1	1,1	0,5	0,0	-1,1	
Balance Estructural corregido de acuerdo a metodología de Comité Asesor	1,0	1,1	0,4	-0,6	-3,0	-2,0

(a) No existe una estimación para el año 2010

**FUENTE:** Dirección de Presupuestos

La aplicación de esta política fiscal contracíclica generó una acumulación importante de activos financieros, producto de los altos precios del cobre hasta mediados del año 2008. Ello provocó un importante aumento en el superávit fiscal efectivo a partir del año 2005, el cual llegó incluso al 8,2% del PIB en 2007.



**GRÁFICO 5**

Superávit estructural y efectivo (porcentaje del PIB)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda.

La Ley de Responsabilidad Fiscal, promulgada en el segundo semestre del 2006, establece normas y un marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales. Dicha ley dispone la creación de dos Fondos Soberanos: el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) —que recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006— y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) —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.

## 1.2 OBJETIVOS DEL FRP Y FEES

El 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, responsabilidades emanadas de la reforma previsional.

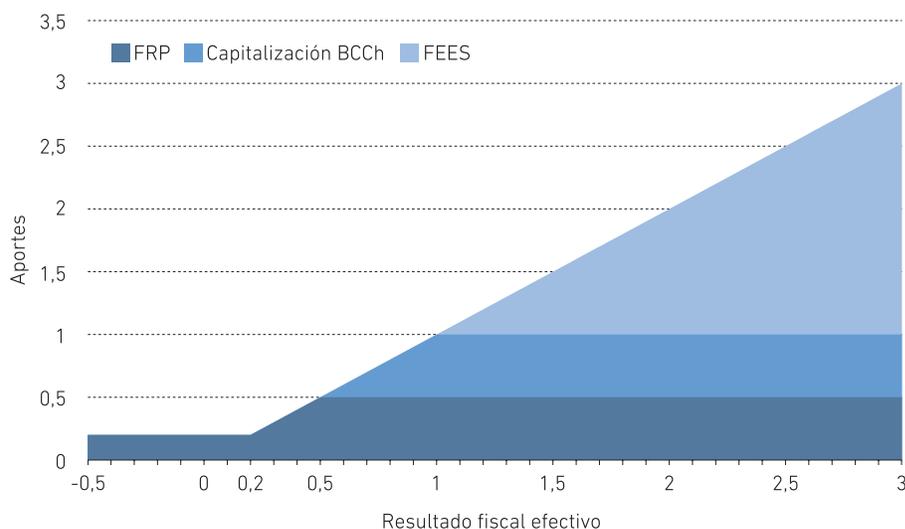
El FEES fue creado para financiar eventuales déficit fiscales que pueden generarse en periodos de bajo crecimiento y/o bajo precio del cobre. Lo anterior ayuda a reducir las fluctuaciones en el gasto fiscal que se producen por los ciclos económicos. Adicionalmente, el FEES podrá financiar los pagos de deuda pública y bonos de reconocimiento como también financiar el aporte regular al FRP, tal como lo establece el DFL N°1, de 2006, del Ministerio de Hacienda.

## 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 dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. El traspaso debe materializarse durante el primer semestre del año. Esta política estará vigente hasta que el FRP alcance un tamaño equivalente a 900 millones de UF.

En el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal, la ley facultó al Fisco para efectuar aportes de capital al Banco Central de Chile (BCCh) desde 2006 y hasta 2010 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 0,5% del PIB. El Fisco ha capitalizado al BCCh en 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 anterior<sup>3</sup> (gráfico 6).



**GRÁFICO 6**  
Regla de acumulación de los recursos fiscales (porcentaje del PIB)

**FUENTE:**  
Ministerio de Hacienda

## 1.4 DESCRIPCIÓN DE LOS USOS DE LOS FONDOS

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

Los recursos del FRP sólo pueden ser usados de acuerdo a los objetivos mencionados en la sección 1.2; a saber, para complementar los pagos de las obligaciones de pensiones y del sistema previsional. Hasta 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 obligaciones previsionales 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 superasen el 5% de

<sup>3</sup> 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.

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 déficit fiscales, así como también para financiar otros usos permitidos por el DFL N° 1 entre los que se encuentran la amortización de deuda pública (incluyendo Bonos de Reconocimiento) y los aportes al FRP<sup>4</sup>.

---

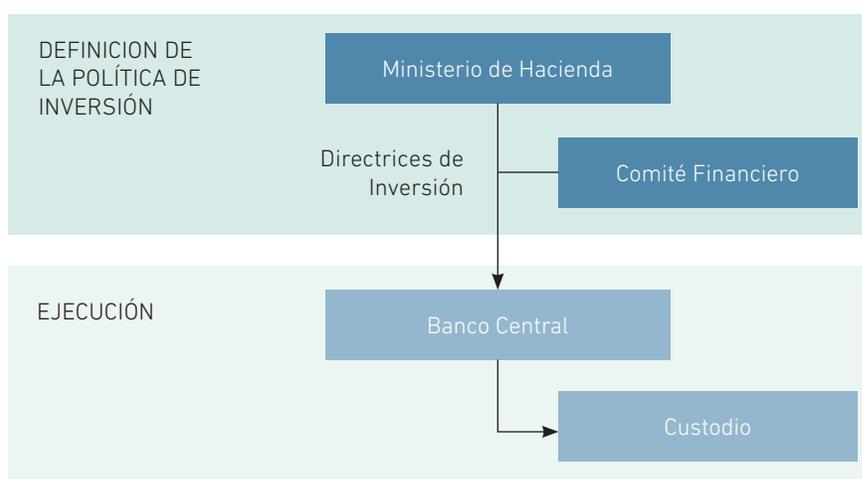
4 Según lo establece el DFL N°1 los recursos del FEES podrán destinarse a lo siguiente: i) al financiamiento de la Ley de Presupuestos, hasta por el monto que se establezca en dicha ley, y que se incluya en el Cálculo de Ingresos Generales de la Nación respectiva; ii) a la sustitución de ingresos y/o financiamiento de mayor gasto que se produzca durante la ejecución presupuestaria, conforme a las autorizaciones y limitaciones establecidas en la legislación vigente; iii) a las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto de Deuda Pública, incluidos los originados en contratos de canje de tasas de interés y/o monedas; iv) a las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto del pago de Bonos de Reconocimiento a que se refiere el artículo 11 transitorio del decreto ley N° 3.500 de 1980, incluidos los originados en contratos de canje de tasas de interés y/o monedas; v) al financiamiento del aporte a que se refiere la letra a) del artículo 6° de la ley N° 20.128, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda; y vi) al financiamiento de aportes extraordinarios al fondo a que se refiere el artículo 5° de la ley N°20.128, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

**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, la ejecución, el monitoreo de riesgos y el control de la política de inversión (*diagrama 1*). 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 dichos recursos<sup>5</sup>. Por otra parte, el Decreto Supremo N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, creó el Comité Financiero, órgano asesor del Ministro de Hacienda en materia de inversión de los recursos del FEES y del FRP<sup>6</sup>.



**DIAGRAMA 1**  
Institucionalidad de los Fondos Soberanos

**FUENTE:**  
Ministerio de Hacienda.

## 2.1 MINISTERIO DE HACIENDA Y BANCO CENTRAL

La Ley de Responsabilidad Fiscal facultó al Ministro de Hacienda para tomar decisiones de inversión y administración de los recursos de los Fondos Soberanos. Esta ley además contempla expresamente que el Ministro posee la facultad de delegar la administración operativa de los recursos de los fondos ya sea al BCCh o a otros administradores externos. En 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.

<sup>5</sup> El Decreto fue publicado en el Diario Oficial 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.

<sup>6</sup> Publicado en el Diario Oficial el 11 de agosto de 2007.

Las funciones del BCCh y las normas de procedimiento que permiten el funcionamiento de la administración fueron establecidas en el mismo decreto. De acuerdo a éste, las principales funciones que puede desempeñar el BCCh a petición del Ministro de Hacienda en relación con los Fondos Soberanos son las siguientes:

- Administrar directamente todo o parte de los recursos fiscales en representación y por cuenta del Fisco;
- Licitación y delegar la administración de todo o parte de los recursos fiscales a administradores externos en representación y por cuenta del Fisco;
- Abrir cuentas corrientes separadas para el ejercicio de la Agencia Fiscal;
- Registrar las transacciones y demás operaciones realizadas para la gestión de los recursos fiscales;
- Contratar a una entidad que ejerza las funciones de custodia;
- Supervisar y evaluar el desempeño de los administradores externos designados y del custodio;
- 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
- Realizar los pagos que correspondan en el ejercicio de la Agencia Fiscal.

En seguida, el BCCh debe desempeñar su rol de Agente Fiscal cumpliendo las directrices de inversión establecidas por el Ministerio de Hacienda. En ellas se especifican los activos elegibles y la composición estratégica de la cartera, se definen los 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.

El Ministerio de Hacienda reporta el estado de los Fondos Soberanos al Congreso Nacional y al público en general a través de la publicación de informes mensuales, trimestrales y anuales.

## 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. Actualmente, está integrado por Andrés Bianchi Larre (Presidente), Ana María Jul Lagomarsino (Vice-Presidenta), Martín Costabal Llona, Cristián Eyzaguirre Johnston, Klaus Schmidt-Hebbel Dunker y Eduardo Walker Hitschfeld.

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

- Asesorar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la política de inversión de largo plazo de los Fondos Soberanos, 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;
- 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;
- 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 la administración y custodia de los fondos y expresar una opinión sobre su gestión y sobre la coherencia con las políticas de inversión establecidas;
- Emitir opinión sobre la estructura y contenidos de los reportes que se preparan trimestralmente por el Ministerio de Hacienda; y
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos en que éste solicite una opinión.

## PRINCIPALES ACTIVIDADES EN 2010<sup>7</sup>

### **Publicación del Informe Anual del Comité Financiero.**

Dando cumplimiento a las disposiciones legales, el Comité preparó su tercer informe anual que describe las principales actividades y recomendaciones realizadas durante 2009. Este informe fue enviado a las Comisiones de Hacienda de la Cámara de Diputados y del Senado, así como a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos. Dicho informe está disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda (<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>).

### **Política de diversificación de las inversiones en el FRP.**

El Comité entregó al Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, un documento que contenía los antecedentes necesarios para que éste decidiese respecto a la recomendación de retomar la política de diversificación del FRP, que había quedado suspendida producto de la crisis financiera internacional en 2008.

### **Revisión del estudio de sustentabilidad del FRP.**

El Comité dedicó una de sus sesiones exclusivamente a examinar el primer estudio actuarial sobre la sustentabilidad del FRP. El estudio, realizado en cumplimiento a lo dispuesto en la Ley de Responsabilidad Fiscal, que exige analizar la sustentabilidad del FRP cada tres años, fue preparado por expertos del Centro de Microdatos de la Universidad de Chile, los que contaron con la asistencia de especialistas extranjeros. Los miembros del Comité expresaron sus puntos de vista e intercambiaron opiniones acerca del modelo utilizado, los supuestos en que se basa el estudio y sus conclusiones. Además, entregaron sugerencias respecto a dichos supuestos, los parámetros a modelar y la metodología que sería conveniente utilizar en el siguiente estudio.

### **Evaluación de la política de inversión del FEES.**

A fines de 2010 el Ministro de Hacienda decidió realizar una evaluación de la política de inversión del FEES con el fin de determinar si la política vigente cumple con los objetivos para los cuales el fondo fue creado. En este contexto, el Comité colaboró con el personal del Ministerio de Hacienda en la elaboración de los términos de referencia del estudio. Dichos términos definen los objetivos, contenidos y cronograma del estudio a realizar. Además, recomendó la realización de dos seminarios, uno de carácter técnico para discutir los resultados preliminares y el otro de difusión para divulgar las conclusiones del estudio.

---

<sup>7</sup> Para mayor información véase el Informe Anual del Comité Financiero 2010.

## **Administración Pasiva.**

A fines de 2010, a partir de un planteamiento del Ministerio de Hacienda, el Comité recomendó que se aumentara el énfasis pasivo de la administración de los Fondos Soberanos. Esta recomendación tuvo en cuenta tanto la evidencia internacional sobre lo difícil que es para un administrador de inversiones obtener retornos netos de costos superiores a su comparador referencial, como la alta volatilidad registrada por muchos mercados financieros en los últimos años. Esto significaría que el BCCh deberá reproducir, en la medida de lo posible, el retorno de los comparadores referenciales una vez que esta recomendación sea implementada<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Esta recomendación fue implementada por el BCCh el 1 de mayo de 2011.

# 3

---

## PRINCIPIOS DE SANTIAGO Y TRANSPARENCIA

Como parte del compromiso de Chile con las mejores prácticas internacionales, el Gobierno mantiene una activa participación en las iniciativas internacionales que buscan establecer un marco operacional para los fondos soberanos 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) desde sus inicios. El GITFSI fue creado en mayo de 2008 al alero del Fondo Monetario Internacional, con la finalidad de acordar y promover un conjunto común de principios voluntarios para los fondos soberanos inspirado en las prácticas vigentes, para contribuir así 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 que se intercambiaron opiniones sobre el desarrollo y contenidos de dichos principios voluntarios. La reunión clave en este esfuerzo tuvo lugar en septiembre de 2008 en Santiago de Chile. En esta cita se logró adoptar una serie de principios y prácticas generalmente aceptados por los principales países que han creado fondos soberanos, que se conocen internacionalmente como "Principios de Santiago".

Desde el acuerdo de los Principios de Santiago, los fondos soberanos de muchos países se han esforzado para mejorar sus prácticas, especialmente en la información que entregan al público nacional e internacional. Esto último con el fin de facilitar la comprensión del desempeño de sus inversiones y demostrar su orientación financiera al momento de realizar las inversiones y así mitigar las aprensiones de muchos países receptores. Consistentemente con lo anterior, a mediados de 2010 el Ministerio de Hacienda comenzó a informar la rentabilidad de los fondos en forma mensual y aumentó la cantidad de información disponible al público en relación a sus carteras de inversión.

Adicionalmente, y de acuerdo a las mejores prácticas, el Gobierno de Chile ha decidido presentar en el reporte anual del Ministerio de Hacienda una autoevaluación acerca del grado de cumplimiento de los fondos soberanos chilenos con respecto a cada uno de los Principios de Santiago (*cuadro 1*). Esto como parte del esfuerzo sistemático de este Gobierno para mejorar la información disponible al público y mostrar que los fondos son administrados de acuerdo a las mejores prácticas internacionales. El Anexo presenta una descripción detallada del grado de cumplimiento de los Fondos Soberanos chilenos con cada principio.

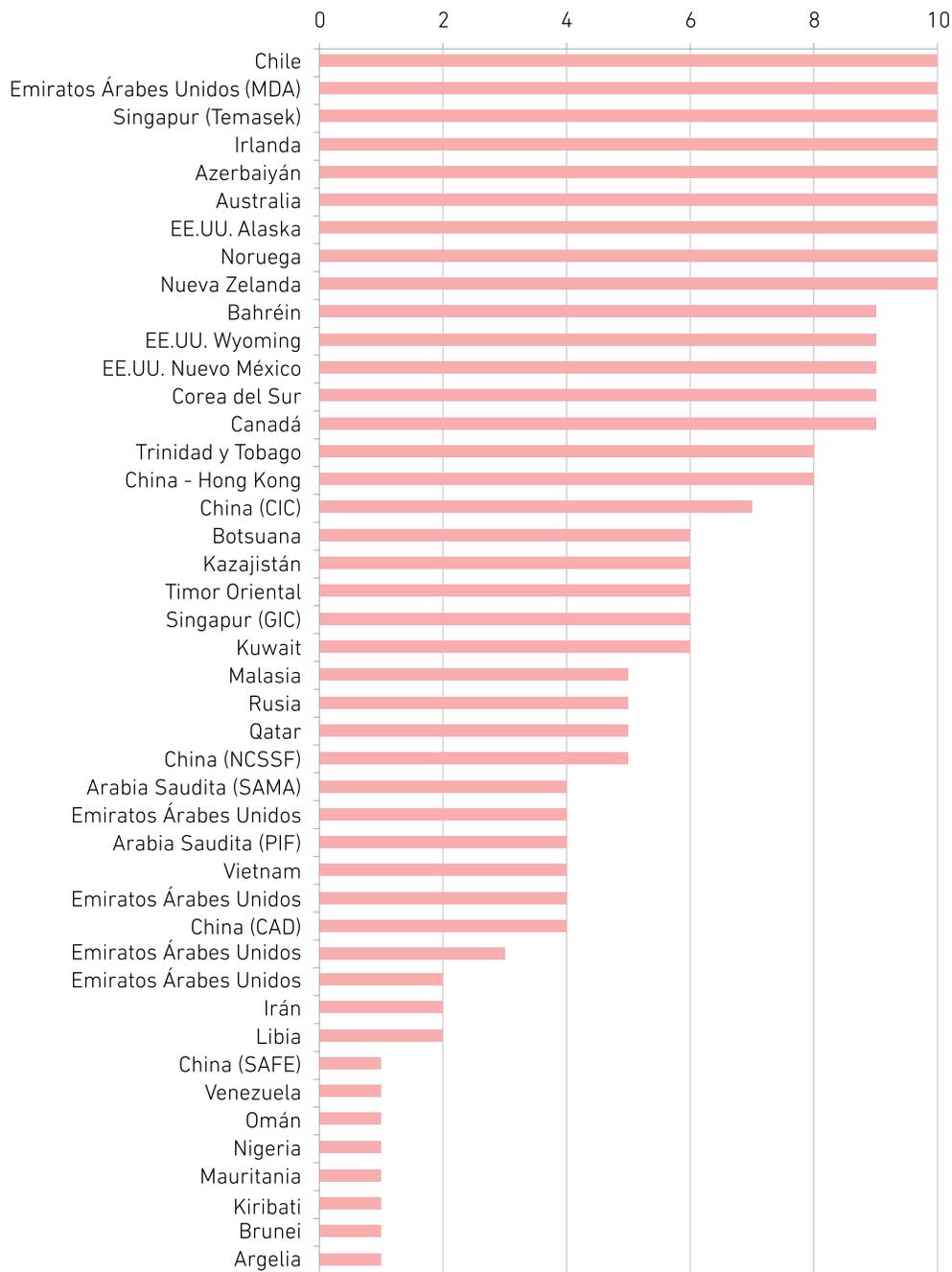
Todos estos esfuerzos se han visto reflejados en el reconocimiento internacional acerca del nivel de transparencia de nuestros fondos. En particular, el Sovereign Wealth Fund Institute otorgó a Chile durante todo el año 2010 el puntaje máximo en su índice "Linaburg-Maduell", que mide la transparencia de los principales fondos soberanos (*gráfico 7*).

**Cuadro 1: Autoevaluación de los Principios de Santiago.**

Principios			Año implementación
Marco legal, objetivos y coordinación con políticas macroeconómicas	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.	2006
	2	El objetivo de política del FSI debe definirse con claridad y divulgarse al público.	2006
	3	Cuando las actividades del FSI tienen importantes consecuencias directas en la macroeconomía interna, estas actividades deben coordinarse estrechamente con las autoridades fiscales y monetarias locales para garantizar que sean compatibles con las políticas macroeconómicas generales.	2006
	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.	2006
	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.	2007
Marco institucional y estructura organizacional	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.	2007
	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.	2007
	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.	2007
	9	La gerencia operativa del FSI debe ejecutar las estrategias del fondo de manera independiente y de conformidad con responsabilidades claramente definidas.	2007
	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.	2007
	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.	2008
	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.	2008
	13	Las normas profesionales y éticas deberían estar claramente definidas y darse a conocer a los miembros de los órganos de gobierno, la dirección y el personal del FSI.	2006
	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.	2007
	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.	2007
	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.	2006
	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.	2008

Política de inversión y administración de riesgo	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.	«FRP: 2011 FEES: 2007»
	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.	2007
	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.	2006
	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.	na
	22	El FSI debe contar con un marco que identifique, evalúe y gestione los riesgos de sus operaciones.	2007
	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.	2007
	24	Un proceso de revisión periódica de la aplicación de los PPGA debe ser comprometido por el fondo o por cuenta y orden de este.	2010

FUENTE: Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 7**

Índice de transparencia Linaburg-Maduell al cuarto trimestre de 2010

**FUENTE:**

Sovereign Wealth Fund Institute



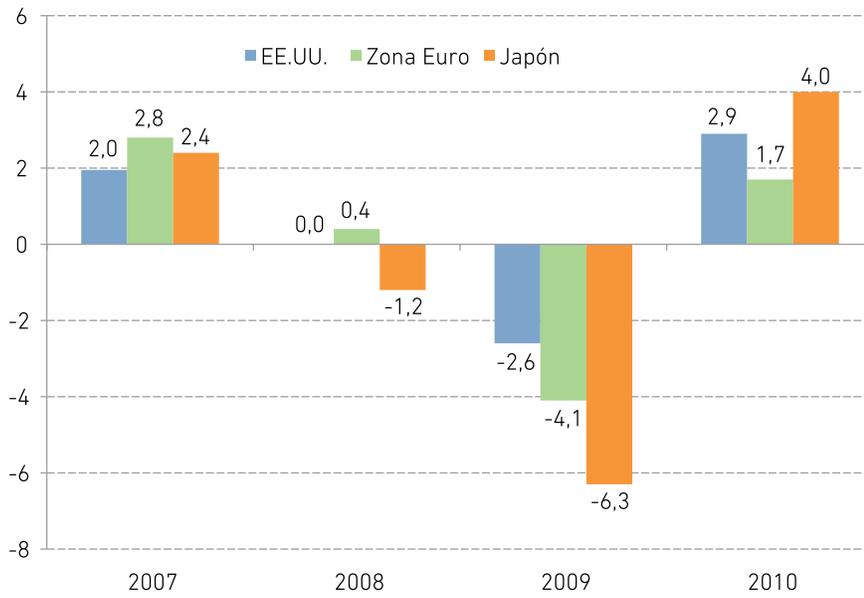


A pesar que la economía global siguió expandiéndose durante 2010, en parte por el crecimiento experimentado por las economías emergentes y por las políticas expansivas implementadas por las autoridades económicas de los distintos países en respuesta a la crisis experimentada en 2008, todavía persistían muchas incertidumbres acerca del estado de las principales economías a fines de año.

Durante 2010, el crecimiento de la economía en Estados Unidos fue más lento que lo que se anticipaba, teniendo en cuenta la significativa desaceleración que había experimentado durante la crisis (*gráfico 8*). El alto desempleo, junto con las restricciones al crédito y el proceso de desapalancamiento de los hogares, dificultó el proceso de reactivación del consumo de las personas, motor principal de dicha economía. Los problemas del sector inmobiliario, el alto déficit fiscal y el riesgo de deflación, entre otros factores, no permitieron que la economía de ese país retomara una senda normal de crecimiento. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria a un nivel históricamente bajo (*gráfico 9*) e implementó el *Quantitative Easing 2* en noviembre para evitar el alza de las tasas de interés y así estimular la actividad económica (*gráfico 10*). En este escenario, la disponibilidad de liquidez en el sistema financiero, típicamente medida por el spread entre la tasa Libor y el Overnight Index Swap, fue comparable con los niveles que existían antes de la crisis (*gráfico 11*).

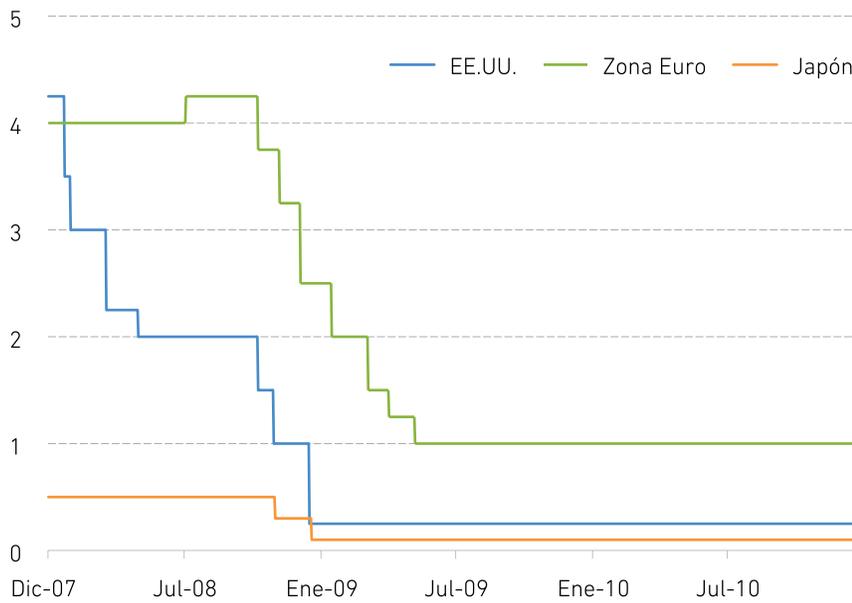
A pesar del crecimiento experimentado por Alemania y Francia, durante 2010 muchos países se mantuvieron en recesión en la eurozona. Sus altos déficit fiscales y niveles de endeudamiento impidieron que estos países pudiesen aplicar las medidas de reactivación necesarias para estimular la demanda interna y retomar el crecimiento. En particular, las dificultades experimentadas por Grecia e Irlanda evidenciaron los problemas que muchos países estaban enfrentando para cumplir con sus obligaciones financieras. La interacción financiera de los países de la región y la importancia sistémica de algunos de ellos, por ejemplo España, crearon bastante volatilidad en los mercados financieros producto del potencial contagio entre los países de la región. Estos factores incidieron fuertemente en la depreciación del euro con respecto a las demás monedas en el primer semestre del año, tendencia que se revirtió el segundo semestre, después de la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (European Financial Stability Facility), en mayo de 2010, para apoyar a los países europeos (*gráfico 12*). Por su parte, el Banco Central Europeo no aumentó la tasa de política monetaria para seguir estimulando la economía de la región.

Por otra parte, las economías emergentes se recuperaron más rápido de la crisis en relación a los países desarrollados. Destacan los crecimientos de China e India por su importancia relativa en relación a los países desarrollados. Es más, en 2010 China desplazó a Japón como la segunda economía más grande después de Estados Unidos. En este contexto, varios bancos centrales de las economías emergentes comenzaron un proceso de aumento de las tasas de política monetaria con el fin de hacer frente a las primeras señales de sobrecalentamiento y de inflación (*gráfico 13*), exacerbadas por las alzas en los precios de los alimentos, combustibles y otros *commodities* (*gráfico 14*).



**GRÁFICO 8**  
 Tasas de crecimiento, 2007 - 2010  
 (porcentaje)

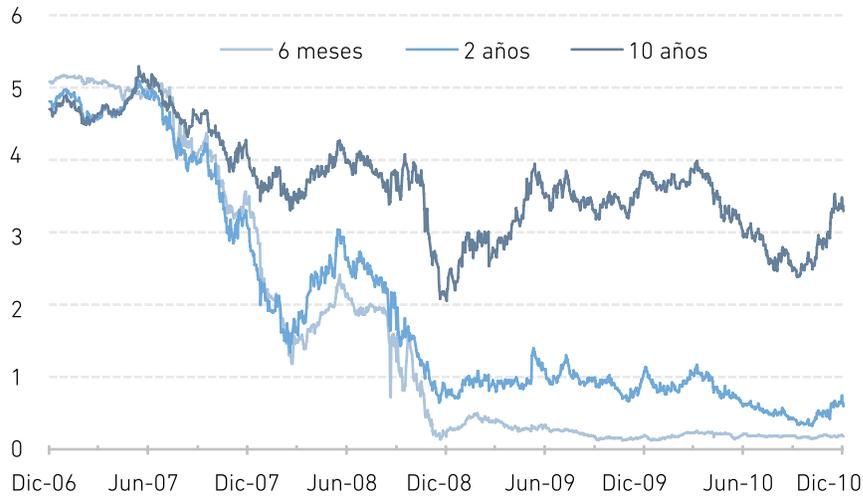
**FUENTE:**  
 BEA, BCE, COJ



**GRÁFICO 9**  
 Tasas de política monetaria, 2008 - 2010  
 (porcentaje)

**FUENTE:**  
 Bloomberg

## EE.UU.



**GRÁFICO 10**

Tasas de interés soberanas a 6 meses, 2 años y 10 años, 2007 - 2010 (porcentaje)

**FUENTE:**

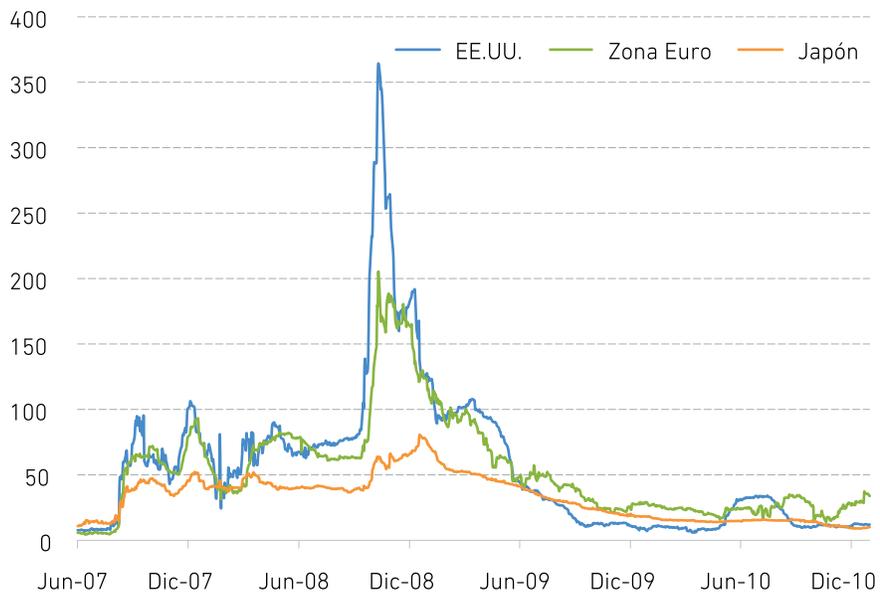
Bloomberg

## EUROZONA



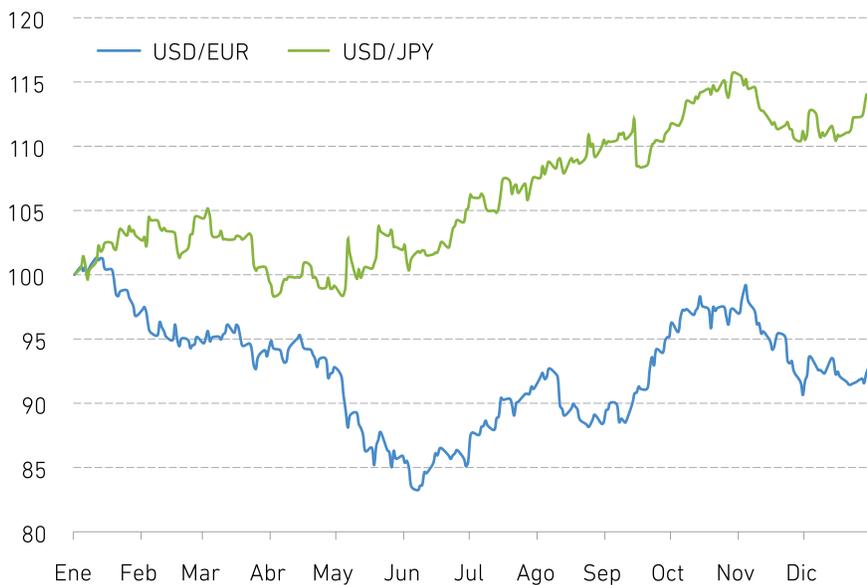
## JAPÓN





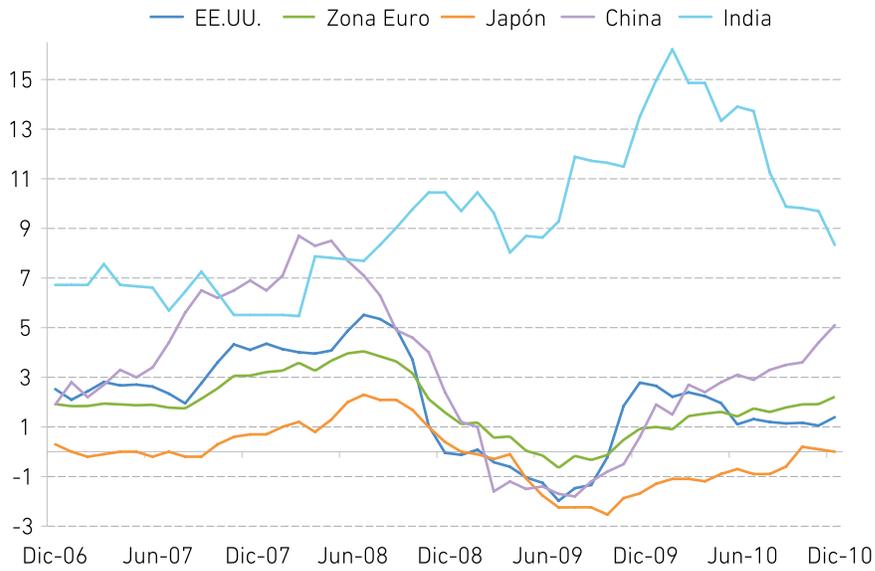
**GRÁFICO 11**  
Evolución del spread Libor-Overnight Index Swap, 2007-2010  
(puntos base)

**FUENTE:**  
Bloomberg



**GRÁFICO 12**  
Paridades cambiarias, 2010  
(Enero 2010 = 100)

**FUENTE:**  
Bloomberg

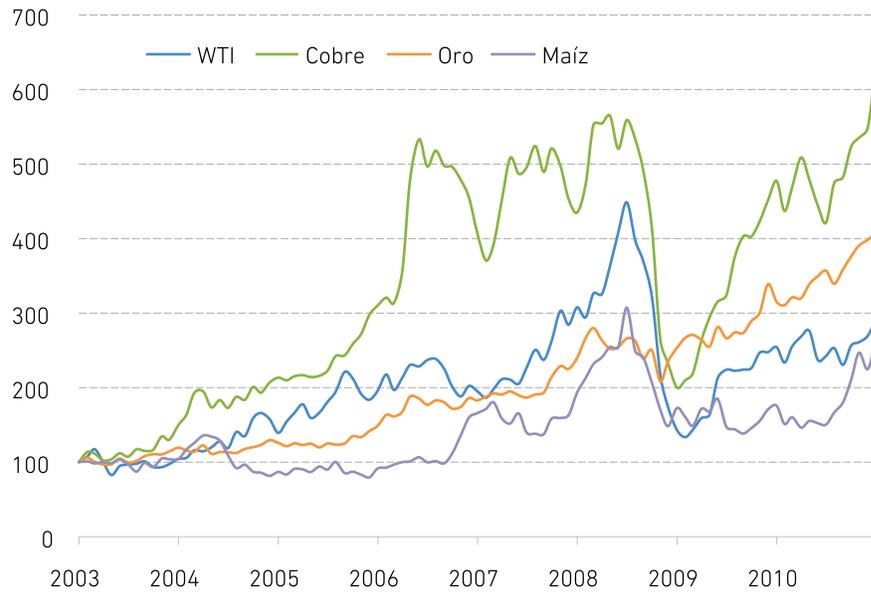


**GRÁFICO 13**

Tasas de inflación, 2007 - 2010  
(porcentaje)

**FUENTE:**

Bloomberg



**GRÁFICO 14**

Índice de precios de *commodities*, 2003 - 2010  
(Enero 2003 = 100)

**FUENTE:**

Bloomberg

# 5

---

## FRP Y FEES

## 5.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

Desde su implementación, los Fondos Soberanos han mantenido una política de inversión que considera clases de activos similares a las utilizadas por el BCCh en la administración de las reservas internacionales. Esta política, inicialmente de naturaleza transitoria a la espera de las recomendaciones que el Comité Financiero pudiese hacer, fue escogida por el Ministerio de Hacienda y obedeció principalmente a que era consistente con los objetivos del FEES, a que era prudente y a que el BCCh contaba con una vasta experiencia en la gestión de tales instrumentos.

En base a las recomendaciones del Comité, en el primer trimestre de 2008 el Ministro de Hacienda definió una nueva política más acorde con las características de los fondos, que posteriormente se diferenciaría para adecuarse a los distintos objetivos y horizontes de inversión de cada uno de ellos. Esta nueva política consideraba para ambos fondos la incorporación de dos nuevas clases de activos, acciones y bonos corporativos, y una mayor diversificación de países y monedas. Sin embargo, su implementación quedó postergada producto de la crisis económica y financiera de fines de ese año. A mediados de 2009, producto de la mejoría experimentada en los mercados internacionales, el Comité recomendó retomar la política de diversificación, pero en esta oportunidad solamente para el FRP. Esta recomendación tuvo en cuenta el horizonte temporal de las obligaciones que el FRP debe financiar. En cambio, en el caso del FEES, el Comité recomendó no modificar la política vigente, atendiendo a su menor tamaño en relación con 2008, su horizonte de inversión más corto y a que, por su propia naturaleza y objetivos, sus recursos podrían ser utilizados para financiar déficit fiscales.

En el segundo semestre de 2010, el Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, aceptó la recomendación de no innovar respecto la política de inversión del FEES, sin embargo, decidió que su política debería ser reevaluada para asegurar su coherencia con el objetivo de ser un fondo de estabilización que permita compensar el efecto sobre los ingresos fiscales de las fluctuaciones cíclicas, principalmente de la actividad económica, de los precios del cobre y del molibdeno, y de otros factores secundarios. Por otra parte, en enero de 2011 aceptó las recomendaciones del Comité respecto al FRP y decidió que la nueva política debería estar implementada durante el segundo semestre de 2011 (*Recuadro 2*).

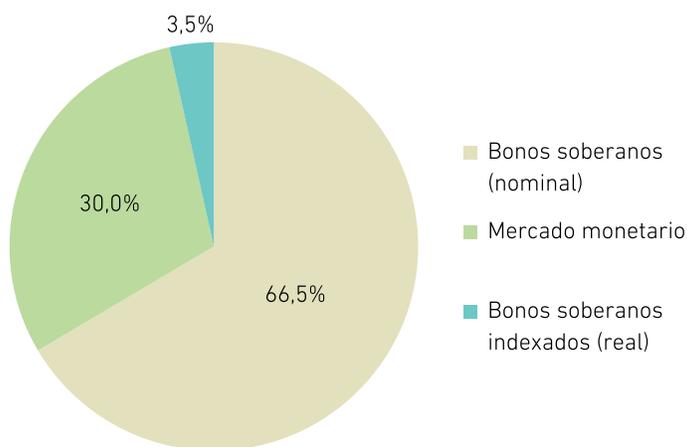
Al cierre de 2010 ambos fondos seguían invertidos de acuerdo a la política de inversión definida desde sus inicios. Ésta considera instrumentos de renta fija (*gráfico 15*) y una composición de monedas en dólares, euro y yenes (*gráfico 16*). El administrador de los fondos está autorizado a desviarse respecto a la composición estratégica de activos sujeto a restricciones que limitan la exposición máxima por tipo de riesgo crediticio de los instrumentos financieros (*ver Sección 6*). Por otra parte, existen rangos de desviación definidos respecto a la composición referencial de monedas (+/- 5% en cada una de ellas<sup>9</sup>).

---

9 Por ejemplo, dado que la composición referencial del dólar en cada fondo es 50%, el rango de desviación permitido es 45%-55%.

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 a inflación, específicos para cada moneda (*cuadro 2*). Estos comparadores referenciales reflejan la composición estratégica de activos de la política de inversión de los fondos.

Como ya se señaló en la sección 2.2, a fines de 2010 el Ministro de Hacienda decidió aumentar el énfasis pasivo de la administración de los fondos. Así, los rangos de desviación permitidos en relación a los *benchmarks* se reducirán sustancialmente durante el primer semestre de 2011.

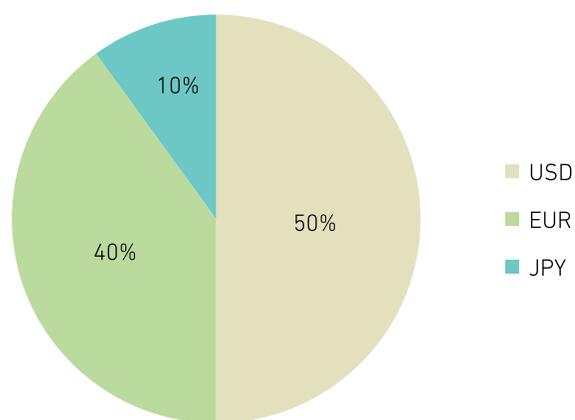


**GRÁFICO 15**

Composición referencial por clases de activo (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 16**

Composición referencial de monedas<sup>10</sup> (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

<sup>10</sup> Las pautas de inversión 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 referenciales. 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.

**Cuadro 2:** Índices del comparador referencial  
(porcentaje)

Comparador Referencial	USD	EUR	JPY	Total
<b>Mercado monetario</b>	<b>15,0</b>	<b>12,0</b>	<b>3,0</b>	<b>30,0</b>
Merrill Lynch Libid 6 Month Average	7,5	6,0	1,5	15,0
Merrill Lynch Treasury Bills Index	7,5	6,0	1,5	15,0
<b>Bonos soberanos (nominal)</b>	<b>31,5</b>	<b>28,0</b>	<b>7,0</b>	<b>66,5</b>
Barclays Capital Global Treasury: USA	31,5	—	—	31,5
Barclays Capital Global Treasury: Germany	—	28,0	—	28,0
Barclays Capital Global Treasury: Japan	—	—	7,0	7,0
<b>Bonos soberanos indexados (real)</b>	<b>3,5</b>			<b>3,5</b>
Barclays Capital U.S. Treasury: U.S. TIPS 1-10 años	3,5			
<b>Total</b>	<b>50,0</b>	<b>40,0</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Ministerio de Hacienda

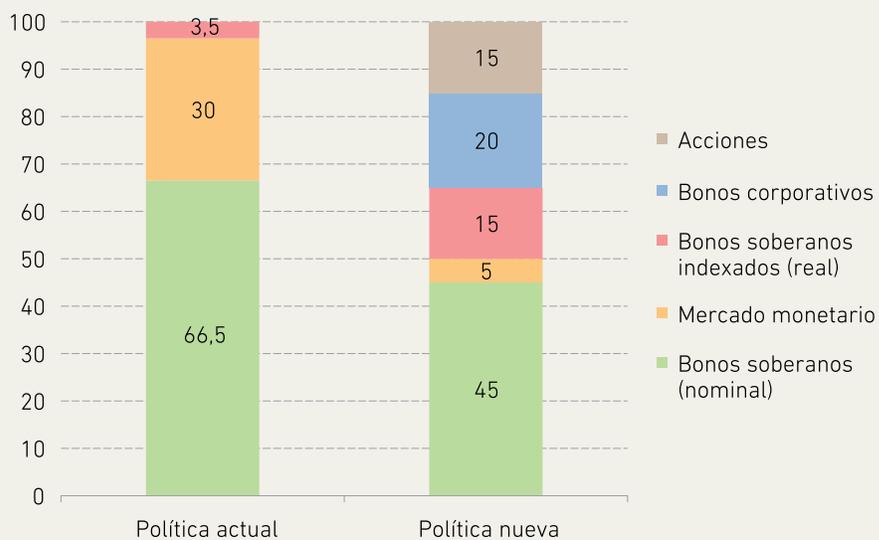
## Recuadro 2: Nueva política de inversión para el Fondo de Reserva de Pensiones

La nueva política de inversión del FRP permitirá que éste se invierta de una forma más coherente con su objetivo de complementar las obligaciones fiscales en el área previsional para los sectores más desposeídos, reconociendo el mayor horizonte temporal de las obligaciones que se deben financiar, lo que le permitirá invertir en activos que requieren un mayor horizonte de inversión.

Para el FRP se ha definido como objetivo de inversión el maximizar el retorno esperado dado un cierto nivel de riesgo. Sobre la base de estos parámetros se especificó para la nueva política de inversión una composición estratégica de activos de 15% en acciones, 20% en bonos corporativos, 15% en bonos soberanos indexados a la inflación, 45% en bonos soberanos nominales y 5% en instrumentos del mercado monetario. La mayor parte de estas clases de activos (excepto para el mercado monetario) se invertirán de acuerdo a índices de mercado globales.

El BCCh seguirá administrando la mayor parte del fondo. Sin embargo, se utilizarán administradores externos para los portafolios de acciones y bonos corporativos. Estos últimos serán seleccionados por el BCCh con la ayuda de un consultor internacional y con la participación de personal del Ministerio de Hacienda.

Con todo, se espera que la nueva política de inversión del FRP esté en operaciones durante el segundo semestre de 2011.



**GRÁFICO R 2.1**  
Comparación de la composición  
estratégica de activos  
(porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**  
Ministerio de Hacienda

## 5.2 VALOR DE MERCADO Y RENTABILIDAD<sup>11</sup>

### Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)

El valor de mercado del FRP al 31 de diciembre de 2010 fue de US\$ 3.837 millones, lo que representa un incremento de US\$ 416 millones con respecto al cierre de 2009. Este aumento se debe principalmente a un aporte por US\$ 337 millones, equivalente a 0,2% del PIB de 2009 (*cuadro 3*), y a ganancias financieras netas por US\$ 79 millones (*cuadro 4*). Desde su creación, el 28 de diciembre de 2006, el fondo ha recibido aportes por US\$ 3.424 millones y sus inversiones han generado ganancias financieras netas de US\$ 413 millones (*gráfico 17*).

La rentabilidad neta de costos de administración en dólares fue 1,81% en 2010 (*cuadro 5*). Este valor se debió a una ganancia de 2,92% en la moneda de origen de los instrumentos en que se invierte, lo cual fue compensado en parte por una rentabilidad negativa de 1,11% causada por el efecto de los movimientos de los tipos de cambio, principalmente por la depreciación del euro en el año (*gráfico 18*)<sup>12</sup>. Esto último y el bajo nivel de tasas de interés determinaron que el retorno en 2010 fuese el menor en relación al de años anteriores (*gráfico 19*). Desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad neta anual en dólares fue 5,43%. Por su parte, la rentabilidad neta en pesos fue -5,71% en 2010, explicado por la fuerte apreciación que experimentó dicha moneda con respecto al dólar. Desde el 31 de marzo de 2007, la rentabilidad neta en pesos fue 1,74%. En relación a la TIR en dólares, ésta fue de 2,19% en 2010 y 4,42% anual desde la creación del fondo.

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 (*gráfico 20*). A pesar de la volatilidad experimentada por el índice, es posible observar que su valor volvió a aumentar con respecto al cierre de años anteriores, alcanzando 121,98 puntos a fines de 2010.

El desempeño del BCCh, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en 18 pb en 2010, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual fue 26 pb inferior a la del *benchmark* (*gráfico 21*).

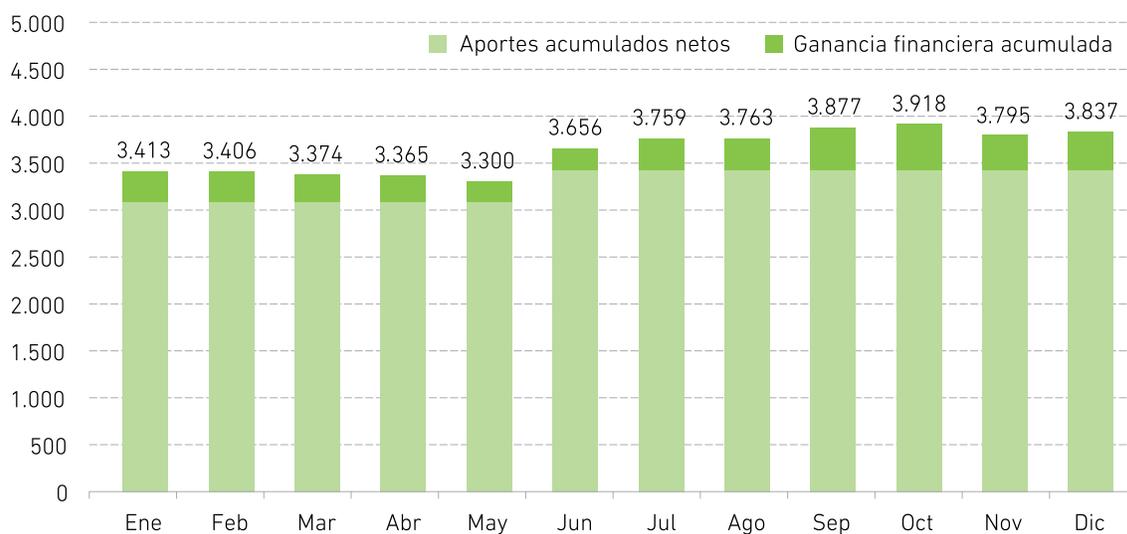
---

11 Esta sección analiza la evolución del valor de mercado y las rentabilidades que alcanzaron los fondos durante 2010. Es importante indicar que la valorización de las inversiones se realiza utilizando precios de mercado (*marked-to-market*) y que la rentabilidad se mide en dólares con el método Time Weighted Rate of Return (TWR), a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para periodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para periodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el periodo indicado.

12 La rentabilidad de los Fondos Soberanos se ve afectada principalmente por las tasas de interés y los tipos de cambio. El nivel y los movimientos de las tasas de interés determinan en gran parte el valor de los instrumentos financieros en su moneda de emisión (moneda de origen). No obstante, dado que los fondos se invierten en dólares, euros y yenes, y que la rentabilidad del portafolio se mide en dólares, la paridad de esta moneda con respecto a las demás impacta el resultado de los fondos.

**GRÁFICO 17**

Valor del FRP: aportes y ganancias financieras netas acumuladas en 2010  
(millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 3: Aportes anuales al FRP**  
(millones de dólares)

Periodo	Monto aporte	% PIB (año ant.)
2006	604,5	0,5
2007	736,4	0,5
2008	909,1	0,5
2009	836,7	0,5
2010	337,3	0,2
Total	3.424,0	

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 4:** Evolución y descomposición del valor de mercado del FRP  
(millones de dólares)

Descomposición	2007	2008	2009	2010	Desde el inicio (a)
Valor de Mercado Inicial	605	1.466	2.507	3.421	-
Aportes	736	909	837	337	3.424
Retiros	0	0	0	0	0
Interés Devengado	46	71	72	70	259
Ganancias (pérdidas) de capital	80	60	6	9	155
Costos de Adm., Custodia y otros	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,1
Ganancias financieras netas	125	131	77	79	413
Valor de Mercado Final	1.466	2.507	3.421	3.837	3.837

(a) La creación del FRP se realizó el 28 de diciembre de 2006, con un aporte inicial de US\$604,5 millones

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 5:** Rentabilidad neta del FRP  
(porcentaje)

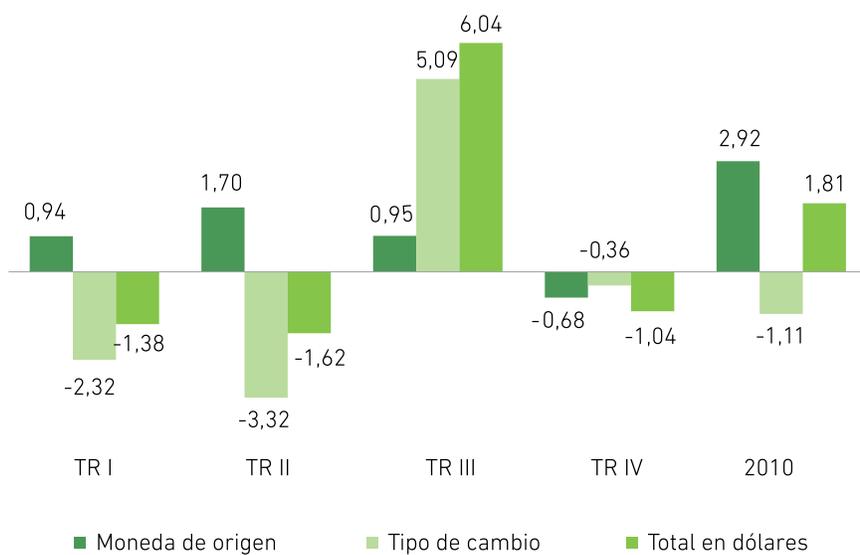
Retornos (a)	2010	Últimos 3 años (anualizado)	Desde el Inicio (anualizado) (b)
Moneda de Origen	2,92	3,67	4,11
Tipo de Cambio	-1,11	0,19	1,32
<b>Retorno en USD</b>	<b>1,81</b>	<b>3,86</b>	<b>5,43</b>
Tipo de Cambio CLP	-7,52	-1,88	-3,69
<b>Retorno en CLP (c)</b>	<b>-5,71</b>	<b>1,98</b>	<b>1,74</b>

(a) *Time Weighted Return* (rentabilidad que se calcula como la tasa de crecimiento que tienen los fondos que se mantuvieron invertidos durante todo el período).

(b) La medición de la rentabilidad desde el inicio se calcula a partir del 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

(c) El retorno en CLP corresponde a la suma de la variación porcentual de la paridad peso-dólar al retorno en dólares.

FUENTE: Ministerio de Hacienda

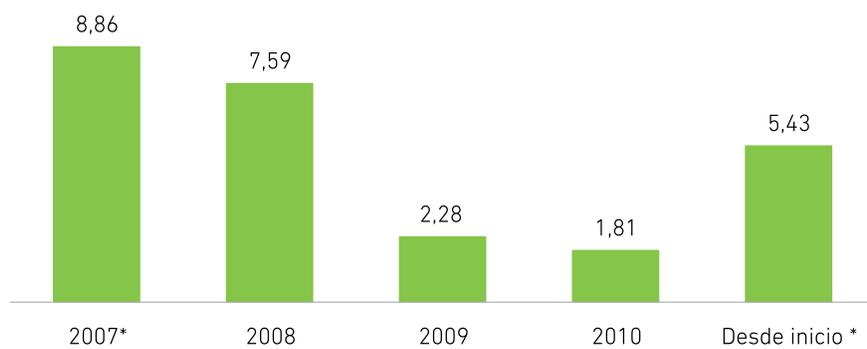


**GRÁFICO 18**

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

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 19**

TWR anual del FRP (porcentaje)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

\* Calculada a partir del 31 de Marzo de 2007.



**GRÁFICO 20**

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

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 21**

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

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

### Recuadro 3: Comportamiento de las clases de activos de la política de inversión desde el inicio de los Fondos Soberanos

El portafolio de los Fondos Soberanos está constituido por distintas clases de activos, cuya evolución conjunta determina el resultado final de las inversiones. Dado que los fondos se invierten en forma pasiva, a partir del análisis del comportamiento individual de sus *benchmarks* es posible inferir el origen del retorno del portafolio (*gráfico R 3.1*).

Desde la creación de los fondos, la clase de activos que más ha rentado fueron los bonos del Tesoro estadounidense indexados a inflación (TIPS), con un retorno de 6,1% anual en moneda de origen. En 2010 su rentabilidad fue 5,2%. Es importante destacar que esta clase de activo constituye un pequeño porcentaje de la cartera (3,5%) y, por lo tanto, su impacto en el retorno del portafolio total es limitado.

En segundo lugar se encuentran los bonos soberanos nominales, cuya rentabilidad en moneda de origen desde el inicio de los fondos fue de 5,3% anual. Este buen desempeño se explica en gran parte por la baja generalizada de tasas y el flujo neto de inversiones hacia activos más conservadores que se observó durante la crisis económica y financiera de 2008. En 2010 su rentabilidad fue 4,2%. Este tipo de instrumentos, al concentrar más del 65% de la cartera, es el responsable en buena medida de la rentabilidad agregada de los fondos.

En el caso de los instrumentos del mercado monetario, estos alcanzaron una rentabilidad en moneda de origen de 2,2% anual desde el inicio de los fondos y solamente de 0,5% en 2010. Cabe señalar que los retornos de tales inversiones —letras del Tesoro y depósitos bancarios— por lo general experimentan escasa volatilidad y dependen en gran parte de las tasas de interés de corto plazo, que en los últimos años han estado históricamente bajas.

Por último, el efecto de las paridades cambiarias estuvo marcado por la apreciación del euro y el yen desde el inicio de los fondos, lo que generó una rentabilidad positiva de aproximadamente 1,3% anual. En 2010 la rentabilidad fue de -1,1%, explicado principalmente por la depreciación del euro (6,5%).



**GRÁFICO R 3.1**

Evolución de las clases de activos en moneda de origen y del tipo de cambio (31 de marzo 2007 = 100)

**FUENTE:** Elaborado por Ministerio de Hacienda sobre la base de índices proporcionados por Barclays Capital.

### Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

El valor de mercado del FEES al cierre de 2010 fue US\$ 12.720 millones. Esto representa un aumento de US\$ 1.435 millones respecto al valor de fines de 2009. Este aumento se explica por los aportes efectuados durante el año, que alcanzaron los US\$ 1.362 millones (*cuadro 6*), por las ganancias financieras netas de US\$ 223 millones y compensado en parte por retiros de US\$ 150 millones<sup>13</sup>. Desde su inicio, el 6 de marzo de 2007, el FEES ha recibido aportes de capital por la suma de US\$ 19.462 millones (*cuadro 7*), ha sido objeto de retiros por US\$ 9.428 millones—de los cuales US\$ 9.278 millones fueron retirados en 2009<sup>14</sup>— y ha generado ganancias financieras netas de US\$ 2.685 millones (*gráfico 22*).

En 2010 la rentabilidad neta de costos de administración en dólares fue de 1,83% (*cuadro 8*) y se descompone en un retorno de 2,94% en moneda de origen y en -1,11% por los efectos de los tipos de cambio. Cabe señalar que gran parte de la volatilidad en las rentabilidades trimestrales provino del efecto de las paridades cambiarias (*gráfico 23*). Al igual que el FRP, la rentabilidad en 2010 fue la menor en comparación a la de años anteriores (*gráfico 24*)<sup>15</sup>. Desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad neta en dólares fue 5,51% anual. En relación a la rentabilidad neta en pesos, ésta fue -5,69% en 2010 y 1,82% anualizada desde el 31 de marzo de 2007. Por su parte, la TIR en dólares fue de 1,90% en 2010 y 5,26% anual desde la creación del fondo.

13 El retiro de US\$150 millones fue utilizado para financiar parte del aporte al FRP por un total de US\$337 millones.

14 El Recuadro 1 del Informe Anual de los Fondos Soberanos 2009 explica en detalle para que fueron utilizados los retiros efectuados ese año.

15 A la fecha de publicación de este reporte, los retornos experimentados en las inversiones del FEES son muy parecidos a los del FRP ya que, desde sus inicios, han tenido políticas de inversión similares.

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 diarios obtenidos por su cartera. Es posible observar que a fines de 2010 el índice alcanzó a 122,32 (*gráfico 25*) y se compara favorablemente con los de los años anteriores.

El desempeño del BCCh, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en 16 pb en 2010 y en 18 pb anualizada desde el 31 de marzo de 2007 (*gráfico 26*).

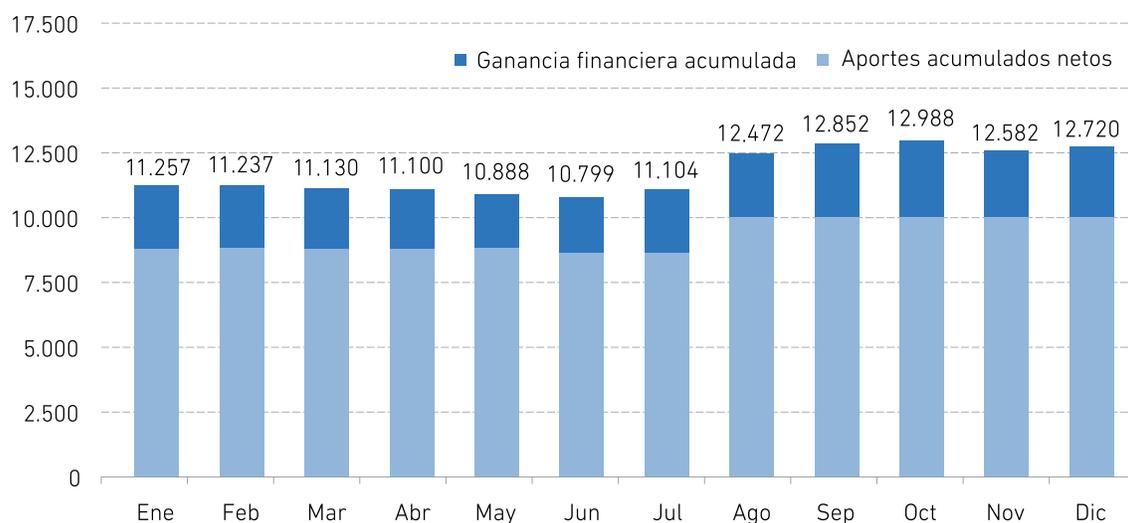
#### Recuadro 4: Aportes y retiros en el FEES durante 2010

En 2010 se realizaron aportes al FEES por US\$ 1.362 millones. De estos, US\$ 1.000 millones, correspondieron a parte de los recursos recibidos en las colocaciones de bonos que realizó el Gobierno en el exterior en agosto de 2010. El resto, US\$362 millones, correspondió al saldo final del Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados de Petróleo que, de acuerdo a lo establecido en la ley, debía ser transferido al FEES al término de su vigencia.

Los retiros en el año 2010 fueron US\$ 150 millones. Estos recursos fueron utilizados, según lo establece el DFL N°1, para financiar el aporte mínimo que se debía realizar al FRP, equivalente al 0,2% del PIB del año 2009, dado el déficit fiscal experimentado en 2009.

**GRÁFICO 22**

Valor del FEES: aportes y ganancias financieras netas acumuladas en 2010  
(millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 6: Aportes y retiros al FEES**

(millones de dólares)

Periodo	Aportes		Retiros	
	Monto	% PIB	Monto	% PIB
2007	13.100	8,9	—	—
2008	5.000	3,1	—	—
2009	—	—	9.278	5,5
2010	1.362	0,8	150	0,1

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 7:** Evolución y descomposición del valor de mercado del FEES  
(millones de dólares)

Descomposición	2007	2008	2009	2010	Desde el inicio (a)
Valor de Mercado Inicial	0	14.033	20.211	11.285	-
Aportes	13.100	5.000	0	1.362	19.462
Retiros	0	0	-9.278	-150	-9.428
Interés Devengado	326	624	404	228	1.582
Ganancias (pérdidas) de capital	607	556	-51	-4	1.109
Costos de Adm., Custodia y otros	-0,3	-2,0	-1,6	-1,1	-5
Ganancias financieras netas	933	1.178	352	223	2.685
Valor de Mercado Final	14.033	20.211	11.285	12.720	12.720

(a) El FEES fue creado al refundir en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N° 3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 8:** Rentabilidad neta del FEES  
(porcentaje)

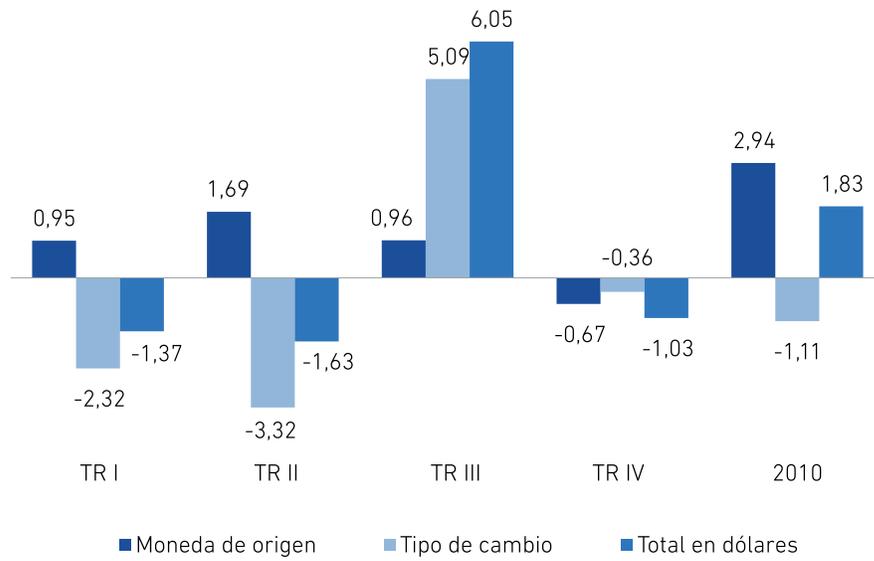
Retornos (a)	2010	Últimos 3 años (anualizado)	Desde el Inicio (anualizado) (b)
Moneda de Origen	2,94	3,76	4,19
Tipo de Cambio	-1,11	0,19	1,32
<b>Retorno en USD</b>	<b>1,83</b>	<b>3,95</b>	<b>5,51</b>
Tipo de Cambio CLP	-7,52	-1,88	-3,69
<b>Retorno en CLP (c)</b>	<b>-5,69</b>	<b>2,07</b>	<b>1,82</b>

(a) *Time Weighted Return* (rentabilidad que se calcula como la tasa de crecimiento que tienen los fondos que se mantuvieron invertidos durante todo el período).

(b) La medición de la rentabilidad desde el inicio se calcula a partir del 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

(c) El retorno en CLP corresponde a la suma de la variación porcentual de la paridad peso-dólar al retorno en dólares.

FUENTE: Ministerio de Hacienda

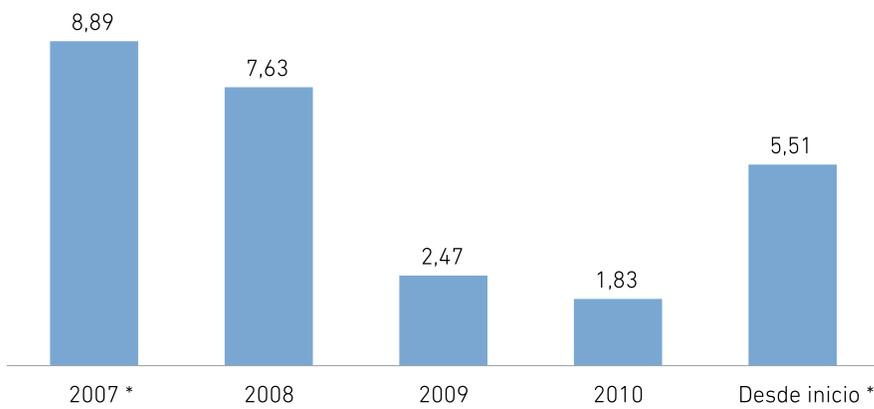


**GRÁFICO 23**

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

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 24**

TWR anual del FEES (porcentaje)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

\* Calculada a partir del 31 de marzo de 2007.

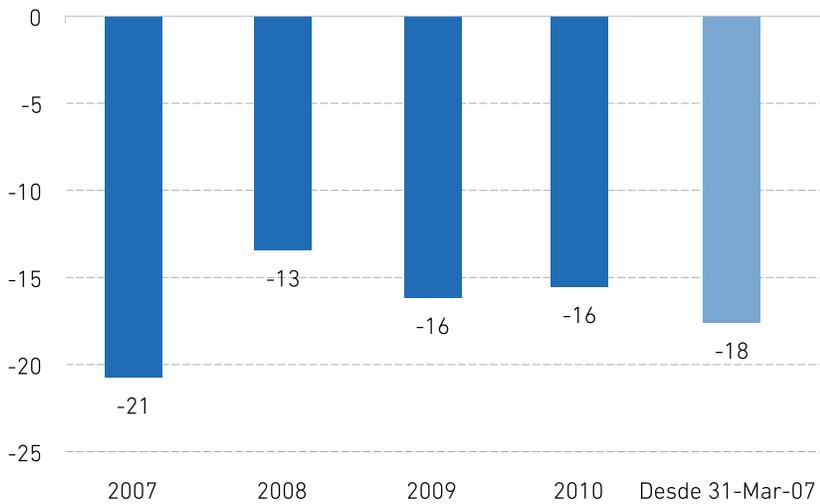


**GRÁFICO 25**

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

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 26**

Retorno en exceso del FEES con respecto al *benchmark* (puntos base)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

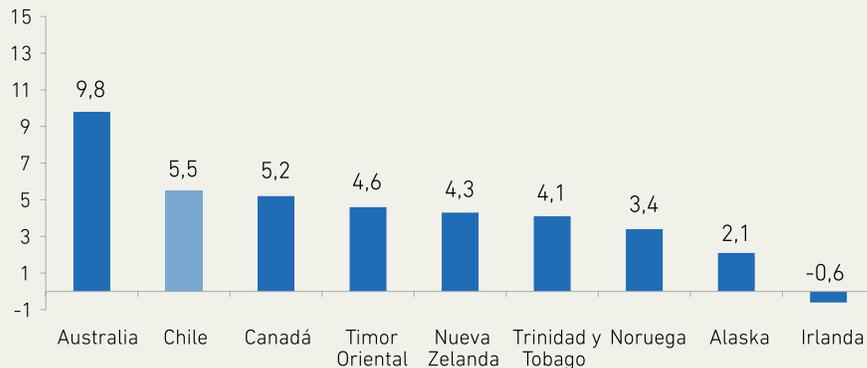
## Recuadro 5: Rentabilidad de otros fondos soberanos

Las rentabilidades de los Fondos Soberanos chilenos desde sus inicios se comparan favorablemente con las obtenidas por otros fondos soberanos del mundo (*gráfico R 5.1*). La principal razón de este buen desempeño ha sido su política de inversión conservadora, que los favoreció durante la reciente crisis financiera internacional. Por el contrario, fondos soberanos con políticas de inversión más agresivas experimentaron considerables pérdidas en 2008, que fueron revertidas -en parte o en su totalidad- por la importante recuperación de los mercados financieros durante 2009 y 2010.

Es importante señalar que los fondos soberanos tienen distintas políticas de inversión y que son elegidas de acuerdo a los objetivos para los cuales fueron creados. Desde ese punto de vista, fondos con objetivos parecidos tienen, en términos generales, políticas de inversión similares. Por ejemplo, los fondos de estabilización (el FEES de Chile, Timor Oriental, y Trinidad y Tobago) se invierten de forma más conservadora, típicamente en instrumentos de renta fija. Por otra parte, los fondos de reserva de pensiones (Australia, Irlanda y Nueva Zelanda) o fondos de ahorro (Canadá, Estados Unidos (Alaska) y Noruega)<sup>1</sup>, con una mayor tolerancia al riesgo, por lo general incluyen en sus carteras acciones e inversiones alternativas.

En este contexto los fondos más conservadores se vieron menos afectados durante la crisis financiera pero se han visto menos beneficiados durante la recuperación de los últimos años. Este comportamiento sugiere que estrategias más conservadoras obtienen mejores retornos en momentos de crisis y resultados más modestos en períodos de recuperación.

1 Fondos de ahorro tienen por objetivo reemplazar en el futuro el ingreso proveniente de los recursos no renovables con ganancias generadas por los activos adquiridos con los recursos acumulados en ellos.



**GRÁFICO R 5.1**

Rentabilidad promedio de fondos soberanos, 2007-2010 (\*) (porcentaje)

**FUENTE:**

Rentabilidades estimadas por personal del Ministerio de Hacienda

(\*) Rentabilidades anuales medidas desde implementación de los fondos chilenos (2007). En el caso de Trinidad y Tobago se considera la última información disponible (septiembre de 2010). La rentabilidad de Australia se estima con la información disponible en 2008, 2009 y 2010. Metodológicamente se utiliza la rentabilidad de los respectivos reportes de los fondos y se transforma a dólares utilizando la variación de su paridad con respecto a la moneda en la cual se publica la rentabilidad.

## 5.3 COSTOS DE ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA

El costo total asociado a la gestión de los Fondos Soberanos durante 2010 ascendió a US\$ 1.534.858, de los cuales US\$ 406.387 corresponden al FRP y US\$ 1.128.471 al FEES. Dichos gastos fueron compensados en su totalidad por los ingresos generados por el programa de préstamo de valores (*securities lending*), que alcanzaron US\$ 1.690.090.

En el caso del FRP, el costo total asociado a su gestión se descompone en servicios de custodia, por US\$ 252.787, y la remuneración asociada a la administración del BCCh, que alcanzó US\$ 153.600. El costo del BCCh representó 0,43 pb del tamaño del portafolio durante 2010. Por su parte, los ingresos generados por el programa de *securities lending*, por US\$ 399.802, permitieron financiar casi la totalidad de los gastos de administración y custodia (*cuadro 9*). En relación al FEES, el costo total asociado a su gestión se descompone en pagos al custodio por US\$ 622.071 y la remuneración al BCCh que alcanzó US\$ 506.400, equivalente a 0,43 pb del tamaño del fondo. En este caso los ingresos provenientes del programa de préstamo de valores, US\$ 1.290.288, sobrepasaron el costo total asociado a su gestión.

**Cuadro 9:** Costos de administración y custodia e ingresos del programa de préstamo de valores FRP y FEES  
(miles de dólares)

<b>FRP</b>		
<b>Ítems</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Custodia (J.P. Morgan)	192,9	252,8
Administración (BCCh)	155,4	153,6
Otros costos	—	—
<b>Costos totales</b>	<b>348,3</b>	<b>406,4</b>
<b>Programa de préstamo de valores</b>	<b>205,7</b>	<b>399,8</b>

<b>FEES</b>		
<b>Ítems</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Custodia (J.P. Morgan)	816,7	622,1
Administración (BCCh)	804,6	506,4
Otros costos	—	—
<b>Costos totales</b>	<b>1.621,3</b>	<b>1.128,5</b>
<b>Programa de préstamo de valores</b>	<b>931,9</b>	<b>1.290,3</b>

FUENTE: Ministerio de Hacienda

## 5.4 COMPOSICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL PORTAFOLIO

Las composiciones de los portafolios de inversión del FRP y del FEES durante 2010 se han mantenido muy similares a las de años anteriores. La distribución de sus inversiones por clase de activo, países y monedas refleja la composición de sus comparadores referenciales, que no ha cambiado desde el inicio de los fondos.

A diciembre de 2010, la composición por clase de activos del FRP consistía en US\$ 2.560 millones en bonos soberanos nominales, US\$ 1.142 millones en instrumentos del mercado monetario<sup>16</sup> y US\$ 134 millones en bonos soberanos indexados a inflación. Por su parte, el FEES tenía US\$ 8.501 millones en bonos soberanos nominales, US\$ 3.773 millones en activos del mercado monetario y US\$ 445 millones en bonos soberanos indexados a inflación. Al cierre del año, en términos porcentuales, ambos fondos tenían una composición por clases de activo y monedas casi idéntica a la de sus *benchmarks* (gráfico 27 y 28).

En relación a la exposición por tipo de riesgo crediticio, ésta se mantuvo relativamente estable durante 2010. Cerca de 80% se invirtió en instrumentos soberanos, 20% en bancos y, en algunos meses del año, un pequeño porcentaje en supranacionales (gráfico 29).

En el caso de los instrumentos soberanos, ambos fondos se invirtieron principalmente en Estados Unidos, Alemania y Japón. Las inversiones en otros países obedecieron principalmente a desviaciones con respecto al comparador referencial y se enmarcaron dentro de los rangos de desviación y límites permitidos al BCCh que se encuentran establecidos en las directrices de inversión elaboradas por el Ministerio de Hacienda. Al cierre de 2010 la exposición soberana en el FRP y FEES era US\$ 3.025 millones y US\$ 10.112 millones, que en términos porcentuales representaban el 78,8% y 79,5% de las carteras de cada fondo respectivamente (cuadro 10).

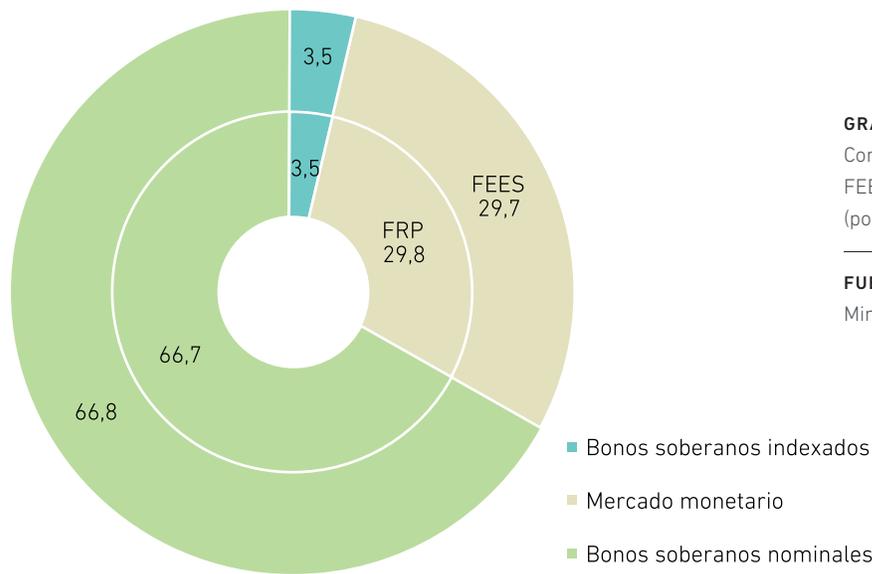
Las inversiones en bancos durante 2010 correspondieron principalmente a depósitos a plazo en bancos europeos. Estos son elegidos tomando en consideración la relación riesgo y retorno de cada uno de ellos al momento de realizar el depósito (cuadro 11). Al cierre de 2010 la exposición bancaria era de US\$ 812 millones y US\$ 2.608 millones en el FRP y FEES, que en términos porcentuales representaban el 21,2% y 20,5% de sus portafolios, respectivamente.

Las inversiones en supranacionales correspondieron principalmente a inversiones en organismos multilaterales y representaron una pequeña proporción de las carteras de los fondos en ciertos meses del año. Al cierre de 2010 no se tenían inversiones en este tipo de entidades.

---

16 Incluye letras emitidas por entidades soberanas con una madurez menor a un año.

El BCCh monitoreó activamente la exposición crediticia de los instrumentos de los portafolios y favoreció a las instituciones con menores riesgos relativos. Así, a fines de diciembre de 2010, las inversiones soberanas con una calidad crediticia menor a AAA equivalían solamente al 8,8% del portafolio total en el FRP y 8,0 % en el FEES (*cuadro 12*). Por su parte, las inversiones en depósitos bancarios en el rango de clasificación de riesgo más bajo permitido, entre A- y A+, representaron solamente el 8,8% y 8,7% de los portafolios totales del FRP y FEES, respectivamente (ver *Recuadro 6*).

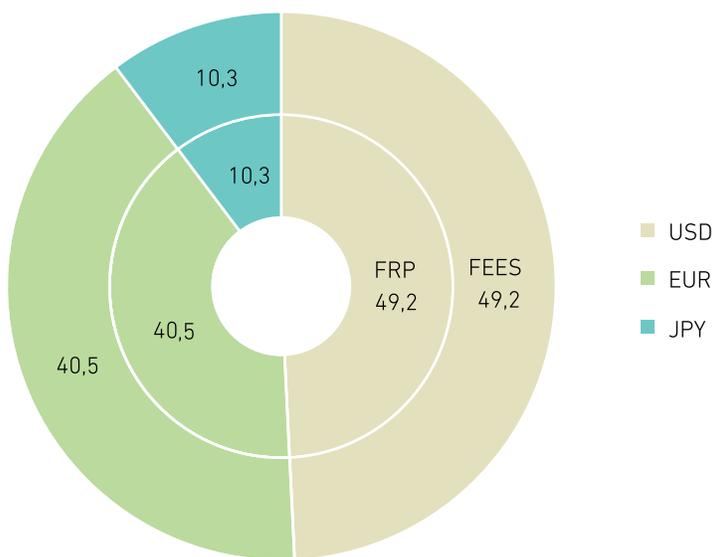


**GRÁFICO 27**

Composición por clase de activo FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010 (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

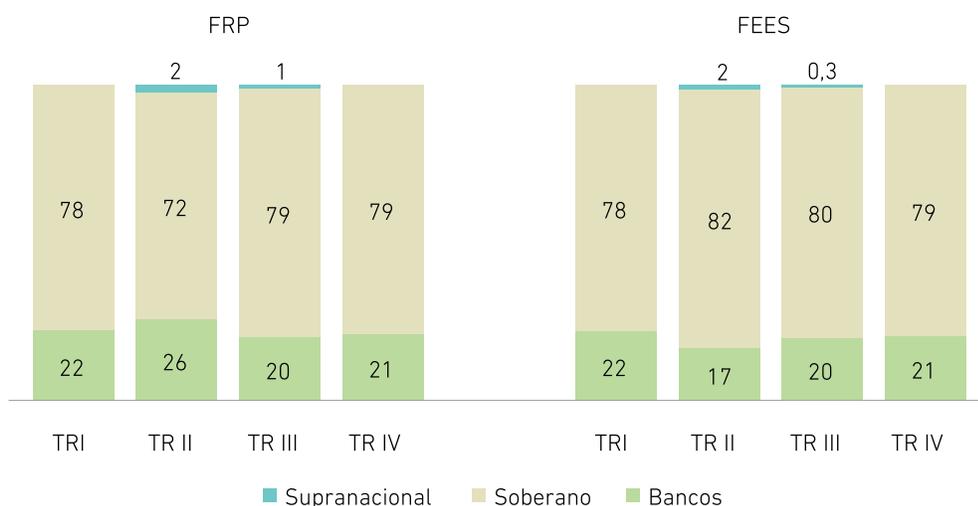


**GRÁFICO 28**

Composición de monedas FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010 (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda



**GRÁFICO 29**

Evolución de composición por exposición crediticia del FRP y FEES en 2010 (porcentaje del portafolio)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

**Cuadro 10:** Composición por tipo de riesgo crediticio FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010 (millones de dólares y porcentajes del total)

	País	FRP		FEES	
		MM US\$	% del Total	MM US\$	% del Total
Exposición Soberana	EE.UU.	1.435,9	37,4	4.672,7	36,7
	Alemania	1.176,7	30,7	3.807,8	29,9
	Japón	296,9	7,7	988,3	7,8
	Francia	57,2	1,5	329,3	2,6
	Bélgica	26,9	0,7	26,9	0,2
	España	15,0	0,4	—	—
	Finlandia	15,0	0,4	162,9	1,3
	Austria	1,0	0,0	124,3	1,0
	<b>Total</b>	<b>3.024,6</b>	<b>78,8</b>	<b>10.112,2</b>	<b>79,5</b>
Exposición Bancaria	Reino Unido	226,3	5,9	787,9	6,2
	Alemania	224,7	5,9	704,0	5,5
	Francia	148,7	3,9	16,0	0,1
	Italia	89,7	2,3	393,3	3,1
	Austria	56,0	1,5	137,6	1,1
	España	28,4	0,7	205,9	1,6
	Suiza	18,8	0,5	152,9	1,2
	Holanda	18,7	0,5	187,1	1,5
	Suecia	—	—	22,5	0,2
	Otros	0,8	0,0	0,6	0,0
	<b>Total</b>	<b>812,1</b>	<b>21,2</b>	<b>2.607,9</b>	<b>20,5</b>
	<b>Total Fondo</b>	<b>3.836,7</b>	<b>100,0</b>	<b>12.720,1</b>	<b>100,0</b>

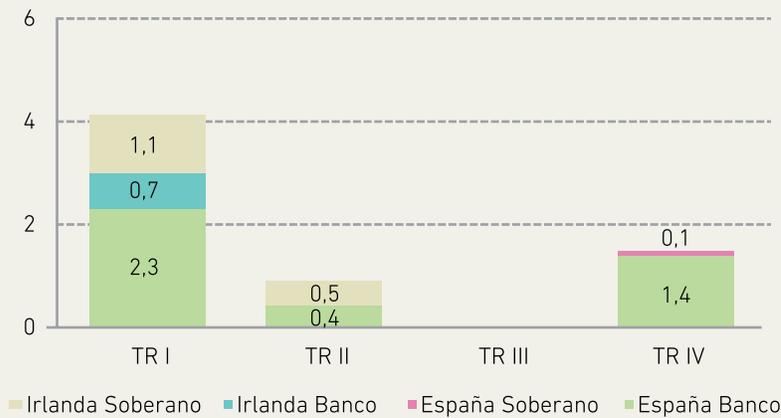
FUENTE: Ministerio de Hacienda

## Recuadro 6: Inversiones en España, Irlanda y Grecia

Las inversiones de los Fondos Soberanos se realizan de acuerdo a las pautas o directrices de inversión que define el Ministerio de Hacienda. Estas directrices definen los rangos de desviación permitidos con respecto a los comparadores referenciales, la clasificación de riesgo mínima exigida y los montos máximos de inversión por tramo de clasificación de riesgo y por emisor, entre otros límites.

A fines de 2010 el BCCh podía realizar inversiones, dentro de los límites permitidos, que eran distintas a las de sus *benchmarks*. Dada la administración predominantemente pasiva del mandato dado al banco, estas desviaciones eran pequeñas y tenían por objetivo obtener un retorno mayor que el de su comparador.

En este contexto, una pequeña fracción de los fondos soberanos estuvo invertida en algunos momentos del año en bancos de o en instrumentos emitidos por España, Irlanda o Grecia (*gráfico R 6.1*). Estas decisiones de inversión son realizadas tomando en cuenta la relación riesgo y retorno de los instrumentos donde se invierte y, al momento de invertir, cumplen con los límites exigidos por parte del Ministerio de Hacienda. Es importante mencionar que el BCCh, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, tomó las medidas necesarias para reducir la exposición que se tenía en Grecia al cierre de 2009 dado que dicho país dejó de ser elegible producto de la reducción de su clasificación crediticia en diciembre de ese año. Al cierre del primer trimestre ya no se tenían inversiones en Grecia.



**GRÁFICO R 6.1**

Exposición a España e Irlanda en 2010  
(porcentaje del portafolio total de ambos  
fondos)

**FUENTE:**

Ministerio de Hacienda

**Cuadro 11:** Listado de bancos con depósitos vigentes FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010

Bancos	País	FRP	FEES
Banco Bilbao Vizcaya Argenta	España	x	
Banco Santander	España	x	x
Bank of Scotland PLC	Reino Unido	x	x
Barclays Bank PLC	Reino Unido	x	x
Bayerische Landesbank	Alemania	x	x
Bnp Paribas Sa	Francia	x	
Credit Industriel et Commercial	Francia		x
Erste Group Bank AG	Austria	x	x
ING Bank NV	Holanda	x	x
Intesa Sanpaolo Spa	Italia	x	x
Landesbank Baden-Wuerttemberg	Alemania	x	x
Lloyds TSB Bank PLC	Reino Unido	x	x
Norddeutsche Landesbank	Alemania	x	x
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich	Austria	x	
Royal Bank of Scotland (The)	Reino Unido	x	x
Svenska Handelsbanken	Suecia	x	
Unicredit Bank	Alemania	x	x
Unicredit Spa	Italia	x	x
Zuercher Kantonalbank	Suiza	x	x

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 12:** Exposición crediticia FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010  
(porcentaje del portafolio)

Emisor	Clasificación de Riesgo						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
<b>FRP</b>							
<b>Soberano</b>	70,0	1,1	7,7	—	—	—	—
<b>Bancario</b>	0,5	—	0,7	11,1	4,5	4,3	—
<b>FEES</b>							
<b>Soberano</b>	71,5	0,2	7,8	—	—	—	—
<b>Bancario</b>	1,2	—	1,7	8,8	5,0	3,7	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda

# 6

---

## DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS

Los Fondos Soberanos se exponen a diversos tipos de riesgos producto de su inversión en diferentes instrumentos financieros, los que se pueden categorizar como riesgo de mercado, de crédito, de liquidez, de administración activa y operacional. Para limitar la exposición a éstos, el Ministerio de Hacienda incluye restricciones de inversión en las directrices de ejecución, las cuales deben ser cumplidas por el BCCh al realizar las operaciones. Su cumplimiento es monitoreado por un área independiente dentro de dicha institución, por el custodio y, en última etapa, por el Ministerio de Hacienda. Asimismo, el marco institucional y la infraestructura del BCCh proveen los controles adecuados para mitigar el riesgo operacional.

## 6.1 RIESGO DE MERCADO

El valor de mercado de los instrumentos financieros puede estar expuesto a pérdidas como consecuencia de los cambios en las condiciones de mercado. En el caso específico de inversionistas internacionales de renta fija, las variables financieras que tienen mayor impacto sobre los precios de los instrumentos de sus portafolios son las tasas de interés y 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 su valor de mercado, mientras que una baja de éstas causa una ganancia. El parámetro que mide la sensibilidad de un portafolio a un movimiento paralelo de la estructura de tasas es la duración. Mientras mayor sea ésta, mayor será el riesgo de pérdida al que está expuesta la cartera ante un alza en las tasas de interés.

En el caso de los Fondos Soberanos se ha definido una duración de referencia que se calcula a partir de la de los índices que componen el *benchmark*, que alcanzó 2,47 años a fines de 2010. Por su parte, el FRP y el FEES tenían a esa fecha una duración de 2,44 y 2,46 años respectivamente (*cuadro 13*). Las directrices establecen que la duración efectiva de los fondos no debe sobrepasar en más de 5 meses la de referencia. Durante todo el año esta restricción fue cumplida por el BCCh y al 31 de diciembre de 2010 la diferencia entre la duración del comparador referencial y la de los fondos no excedía un mes.

### **Riesgo de tipo de cambio**

Como consecuencia de que el retorno de los fondos se mide en dólares, el valor de las inversiones se ve también afectado por los movimientos en las paridades cambiarias, ya que la cartera incluye inversiones denominadas en euros y yenes. Es así como el valor en dólares de un bono soberano emitido en euros se ve afectado por la evolución del cambio 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, medida en dólares, es de 50% y es originada por sus inversiones en euros (40%) y yenes (10%).

## 6.2 RIESGO CREDITICIO

El emisor de un instrumento de renta fija puede entrar en una situación de cesación de pagos o *default* si por falta de liquidez o de capital no puede cumplir sus obligaciones financieras. De esta manera, los recursos se exponen a un mayor riesgo crediticio en la medida que aumenten las probabilidades de *default* de una institución o gobierno destinatario de las inversiones de los fondos. A su vez, cambios en la percepción de mercado acerca de la solvencia del emisor originan la caída en el valor de mercado de los instrumentos emitidos por éste. La exposición a este tipo de riesgo es controlada a través de requisitos mínimos de clasificación crediticia y límites al monto máximo y grado de concentración por clase de activo y/o institución (*cuadro 14 y cuadro 15*).

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 de custodia es controlado registrando la propiedad de los fondos a nombre del Fisco y de forma separada.

## 6.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se pueden generar si es necesario vender instrumentos en forma anticipada para satisfacer necesidades de efectivo. Este riesgo se acentúa en situaciones de incertidumbre, ya que algunas inversiones podrían estar expuestas a descuentos importantes en sus precios producto de la falta de demanda o profundidad de mercado.

En los fondos este riesgo se mitiga manteniendo un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo. El porcentaje de inversión en instrumentos del mercado monetario al 31 de diciembre de 2010 era de 29,8% para el FRP y de 29,7% para el FEES. Se consideran activos líquidos las letras del Tesoro, los certificados de depósito y los depósitos a plazo, entre otros. Todos ellos se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y los dos primeros por transarse en un mercado que permite liquidarlos rápidamente sin penalizaciones importantes. Por su parte, los depósitos a plazo otorgan liquidez en la medida que van venciendo.

## 6.4 RIESGO DE ADMINISTRACIÓN ACTIVA

Dependiendo de sus características, objetivos y especialización, un administrador de cartera puede gestionar las inversiones de forma activa o pasiva. En una estrategia pasiva, el administrador invierte en

instrumentos muy parecidos a los contenidos en los comparadores referenciales con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad. Por el contrario, un administrador activo toma posiciones en instrumentos distintos a los del *benchmark* —las que se ven reflejadas en una distinta duración o composición de monedas del portafolio, entre otros— con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste. Estas posiciones agregan un componente de riesgo adicional al de una administración pasiva, conocido como riesgo activo.

El riesgo activo se puede medir a través del *tracking error* (TE)<sup>17</sup>, 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 2010, el TE de los fondos era cercano a los 19 pb, consistente con una administración pasiva.

## 6.5 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, fraudes, fallas en la ejecución de las responsabilidades legales (contratos), etc.

Este riesgo ha sido mitigado delegando al BCCh la administración operativa de los fondos, utilizando 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. Esto se suma a los procesos de auditoría internos y externos realizados en el BCCh para evaluar la eficacia de los controles existentes.

## 6.6 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 su desviación estándar. Los retornos del FRP y del FEES experimentaron una volatilidad anual de 6,1% en 2010. Este valor aumenta a 6,5% para ambos fondos si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (*cuadro 16*). Cabe señalar que las fluctuaciones de las paridades cambiarias (6,5%) causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los fondos en el año 2010.

---

<sup>17</sup> Corresponde a la desviación estándar de las desviaciones mensuales de los retornos con respecto al *benchmark* en un período de 3 años. Se presenta en forma anualizada.

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 más bajo fue de -3,34% para el FRP y de -3,31% para el FEES (ambos en enero del año 2009). 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 menor fue de -2,51% para el FRP y -2,52% para el FEES (tercer trimestre de 2008) (*cuadro 17*).

A fines de diciembre de 2010, el *Value-at-Risk* (VaR), medida que se utiliza para cuantificar las pérdidas potenciales en un período de tiempo con una cierta probabilidad, era de US\$ 61 millones para el FRP y US\$ 203 millones para el FEES<sup>18</sup>.

**Cuadro 13:** Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2010 (años)

Fondo	Portafolio	Benchmark
FRP	2,44	2,47
FEES	2,46	2,47

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 14:** Requisitos mínimos y límites por emisor y riesgo crediticio

Riesgo Crediticio	Clasificación de Riesgo (a) (b)						Requisitos Mínimos
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	
Soberanos	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

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

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda

18 VaR mensual obtenido a partir de la volatilidad diaria del portafolio y con un nivel de confianza del 84%.

**Cuadro 15:** Composición máxima por tipo de riesgo crediticio  
(porcentaje)

Emisor	Máximo permitido
Soberanos	100,0
Supranacionales o multilaterales	60,0
Bancos	50,0
Agencias	30,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 16:** Volatilidad mensual anualizada de los Fondos Soberanos y su comparador referencial  
(porcentaje)

Volatilidad	2010	Inicio
FRP	6,1	6,5
FEES	6,1	6,5
<i>Benchmark</i>	6,0	6,5

FUENTE: Ministerio de Hacienda

**Cuadro 17:** Máximos y mínimos retornos históricos FRP y FEES  
(porcentaje)

Rango	Mes		Trimestre	
	FRP	FEES	FRP	FEES
Mayor Retorno	5,49	5,46	7,36	7,31
	(Dic-08)	(Dic-08)	(I 08)	(I 08)
Menor Retorno	-3,34	-3,31	-2,51	-2,52
	(Ene-09)	(Ene-09)	(III 08)	(III 08)

FUENTE: Ministerio de Hacienda

# 7

---

## ANEXOS

Autoevaluación de los Principios de Santiago

Índice de cuadros, gráficos y recuadros

Glosario de términos

Abreviaturas

## Autoevaluación de los Principios de Santiago

El Gobierno de Chile ha decidido presentar en el reporte anual del Ministerio de Hacienda una autoevaluación acerca del grado de cumplimiento de los fondos soberanos chilenos con respecto a cada uno de los Principios de Santiago. Esto como parte del esfuerzo sistemático de este Gobierno para mejorar la información de los fondos disponible al público y demostrar que son administrados de acuerdo a las mejores prácticas internacionales. A continuación se presenta el detalle del grado de cumplimiento de los Fondos chilenos con cada principio.

### PPGA 1. Principio:

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.

#### PPGA 1.1 Subprincipio:

El marco legal del FSI debe garantizar la solidez jurídica del FSI y sus operaciones.

#### PPGA 1.2 Subprincipio:

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.

### Evaluación:

El marco institucional de los fondos soberanos chilenos está establecido en varias leyes y decretos que definen las reglas de sus operaciones:

La más importante es la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), que establece las normas y el marco institucional para la acumulación y administración de los recursos fiscales. La LRF creó el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y permitió la creación del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el cual fue oficialmente creado con el Decreto con Fuerza de Ley (DFL1), de 2006, del Ministerio de Hacienda. También señaló que la definición de la política de inversión correspondería al Ministerio de Hacienda, asesorado por el Comité Financiero, y que podría encomendar su administración al Banco Central.

Los usos de ambos fondos están definidos en la LRF, DFL1 y Ley de Pensiones. A su vez, los retiros desde los fondos deben ser autorizados por decreto del Ministro de Hacienda y son ejecutados por el Banco Central de Chile (BCCh) y la Tesorería General, y están sujetos a la revisión de la Contraloría General de la República (CGR).

El Decreto Supremo N°1383, de 2006, del Ministerio de Hacienda, delegó en el BCCh, como agente fiscal, la administración de ambos fondos y estableció el marco general para su administración.

El Decreto Supremo N°621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, creó el Comité Financiero con la tarea de asesorar al Ministro de Hacienda respecto a los principales elementos que deben ser considerados en la definición de la política de inversión de los fondos.

De esta forma, el marco legal de los fondos chilenos se asienta sobre unas bases sólidas, propicia una operación eficaz de ellos y facilita la consecución de los objetivos para los cuales fueron creados. El marco legal es publicado en el Diario Oficial y se encuentra disponible en el sitio web de los fondos: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/legislacion.html>.

## PPGA 2. Principio:

El objetivo de política del FSI debe definirse con claridad y divulgarse al público.

## Evaluación:

El propósito de ambos fondos se establece en los siguientes cuerpos legales: La LRF y Ley de Pensiones para el FRP, y la LRF y DFL1 para el FEES. La legislación completa aplicable a este principio se encuentra disponible en <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/legislacion.html>. Además, los objetivos de política de los fondos están claramente descritos en su reporte anual que prepara el Ministerio de Hacienda, el cual está disponible al público en su sitio web: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>.

### PPGA 3. Principio:

Cuando las actividades del FSI tienen importantes consecuencias directas en la macroeconomía interna, estas actividades deben coordinarse estrechamente con las autoridades fiscales y monetarias locales para garantizar que sean compatibles con las políticas macroeconómicas generales.

### Evaluación:

Los recursos de ambos fondos se invierten en su totalidad en el extranjero, y por lo tanto, su impacto macroeconómico doméstico es mínimo mientras los recursos están invertidos en el exterior. El único fondo que tiene consecuencias directas en la macroeconomía interna es el FEES. Esto dado su objetivo de financiar déficit fiscales que pueden ocurrir en períodos de bajo crecimiento y/o bajo precio del cobre. La decisión y el momento de los retiros son definidos por el Ministerio de Hacienda, ya que podrían afectar el valor de la paridad cambiaria peso-dólar. En el pasado, para minimizar dicho impacto, los retiros desde el FEES y su conversión a pesos cuando ha sido necesario se ha realizado a través de subastas diarias con un calendario preestablecido.

### PPGA 4. Principio:

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.

### Evaluación:

Las reglas de aportes a los fondos están claramente definidas en la LRF. Los usos de los fondos están establecidos en la LRF, el DFL1 y la Ley de Pensiones, como parte de su marco legal. Como se ha señalado anteriormente, la legislación aplicable a los fondos se encuentra disponible en su sitio web. Los aportes y retiros, así como los gastos asociados a sus operaciones, son informados al público en forma periódica y clara. Los aportes y retiros se presentan en los reportes mensuales, trimestrales y anuales. El detalle de los gastos se presenta en los reportes trimestrales y anuales.

#### PPGA 4.1 Subprincipio:

La fuente de financiamiento del FSI debe divulgarse al público.

#### PPGA 4.2 Subprincipio:

La política general de retiros del FSI y el gasto por cuenta del Estado deben divulgarse al público.

### PPGA 5. Principio:

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.

### Evaluación:

El BCCh prepara reportes diarios, mensuales, trimestrales y anuales acerca del estado de los fondos y el desempeño de sus inversiones. Estos reportes son proporcionados al personal del Ministerio de Hacienda y a la Tesorería General.

A partir de la información proporcionada por el BCCh y el banco custodio, el Ministerio de Hacienda publica reportes mensuales que incluyen Información acerca del retorno de las inversiones, del tamaño, aportes, retiros y la composición de la cartera. Los reportes trimestrales que prepara el Ministerio complementan la información disponible al público. Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda prepara un reporte anual. El Comité Financiero elabora también un reporte anual acerca de sus actividades y recomendaciones, que se envía al Ministro de Hacienda y a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos. Todos estos reportes están disponibles en el sitio de los fondos en español e inglés.

### PPGA 6. Principio:

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.

### Evaluación:

El marco legal establece una división clara de funciones y responsabilidades que facilita la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión de los fondos. La LRF establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General es el titular de los recursos. La LRF designó en el Ministro de Hacienda la responsabilidad de decidir acerca de cómo los fondos son administrados y de sus políticas de inversión.

La política de inversión de los fondos es definida por el Ministro de Hacienda. Este último cuenta con el apoyo de un Comité Financiero que lo asesora en

todos los aspectos relacionados con la definición de ésta. El Ministerio elabora directrices de inversión que definen los instrumentos elegibles de inversión, los emisores elegibles, los límites de inversión o el uso de derivados, entre otros elementos.

El BCCh fue designado por el Ministro de Hacienda como agente fiscal para administrar operativamente los fondos. El BCCh aceptó el encargo e invierte con completa independencia de acuerdo a las instrucciones y restricciones definidas por el Ministerio de Hacienda en las directrices de inversión.

El banco custodio, contratado por el BCCh en representación del Fisco, realiza la custodia de los valores y además desempeña algunas funciones de “middle office” como el monitoreo del cumplimiento de los límites de inversión, calcula el desempeño del administrador y prepara reportes financieros y contables acerca de los fondos.

Personal del Ministerio de Hacienda monitorea el cumplimiento de las directrices de inversión por parte del BCCh. Para ello, utiliza la información proporcionada por el banco custodio. A su vez, elabora los reportes mensuales, trimestrales y anuales, que son preparados a partir de la información proporcionada por el banco custodio y el BCCh. Además actúa como secretaría administrativa del Comité Financiero y apoya todas las tareas relacionadas con la política de inversión de los fondos.

La Tesorería General es la responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos, preparar sus estados financieros auditados y realizar su contabilidad en las cuentas nacionales. La Dirección de Presupuestos es responsable de todos aquellos aspectos presupuestarios que tengan relación con ellos.

### PPGA 7. Principio:

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.

### Evaluación:

La LRF establece los objetivos de política de los fondos. Asimismo, definió que el Ministro de Hacienda es el principal órgano de gobierno de los fondos y le asignó la responsabilidad de decidir acerca de su administración y política de inversión. Además, nombró a la Tesorería General como el titular de los recursos. El Ministro de Hacienda es nombrado por el Presidente de la República. Por su parte, los miembros del Comité Financiero son nombrados por el Ministro de Hacienda según los criterios que se establecen en el Decreto Supremo N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda.

En relación a la fiscalización, personal del Ministerio de Hacienda monitorea el cumplimiento de las directrices de inversión, a través de la revisión de reportes de cumplimiento de los límites de inversión confeccionados por el banco custodio y además realiza una revisión independiente del cumplimiento de dichos límites.

La Contraloría General de la República, un ente autónomo, es responsable de auditar las finanzas del sector público chileno, y por lo tanto los fondos soberanos.

### PPGA 8. Principio:

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.

### Evaluación:

La institucionalidad está definida en la legislación descrita anteriormente. La LRF definió que el Ministro de Hacienda es el principal órgano de gobierno de los fondos y le asignó la responsabilidad de decidir acerca de su administración y política de inversión. Para que el Ministro pueda desempeñar esta tarea, la LRF también creó al Comité Financiero, el cual lo asesora acerca del análisis y diseño de sus políticas de inversión. Aún cuando el Ministro no está obligado a seguir la asesoría independien-

te del Comité, las recomendaciones de este último son públicas y el Gobierno es públicamente responsable por las decisiones del Ministro. El Ministro de Hacienda también ha creado una unidad dentro del Ministerio para llevar a cabo las actividades requeridas en relación a la inversión de los fondos y para servir de apoyo al Comité. Todos los profesionales de dicha unidad tienen al menos el grado de magíster y/o alguna designación especializada para el área de inversiones como la que otorga el Instituto CFA.

#### PPGA 9. Principio:

La gerencia operativa del FSI debe ejecutar las estrategias del fondo de manera independiente y de conformidad con responsabilidades claramente definidas.

#### Evaluación:

El Ministro de Hacienda ha definido la política de inversión de los fondos y ha delegado la administración operativa de los mismos al BCCh, el cual invierte de acuerdo a las directrices de inversión preparadas por el Ministerio de Hacienda. Estas directrices son revisadas y aceptadas por el BCCh, el cual es una entidad pública y autónoma no relacionada con el Gobierno. El BCCh tiene independencia total para comprar y vender instrumentos y decidir acerca de otros aspectos operativos de su administración que se encuentren dentro de los parámetros establecidos por el Ministerio de Hacienda en las directrices de inversión. El BCCh remite al Ministerio de Hacienda reportes diarios, mensuales, trimestrales y anuales acerca del cumplimiento de su rol, incluyendo el detalle de las inversiones.

## PPGA 10. Principio:

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.

## Evaluación:

El marco para rendir cuenta de las operaciones está establecido en las leyes y decretos descritos en el principio 1. Estos son publicados en el Diario Oficial y se encuentran disponibles en los sitios web de los fondos soberanos (<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/legislacion.html>) y de la Biblioteca del Congreso ([www.bcn.cl](http://www.bcn.cl)).

Con el fin de asegurar un marco efectivo y adecuado para rendir cuentas, varios reportes son preparados por las diferentes entidades involucradas en la administración de los fondos.

Los artículos 12 de la LRF y 7 del DFL1, que regulan el FRP y el FEES respectivamente, establecen que se deben presentar reportes mensuales y trimestrales acerca de los fondos a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos. Adicionalmente, y aunque no es requerido por ley, el Ministerio de Hacienda publica un reporte anual de los fondos. Todos estos reportes están disponibles al público en el sitio web antes mencionado.

El BCCh debe rendir cuentas al Ministro de Hacienda respecto a las administración operacional de los fondos según lo que establece el Decreto Supremo N°1.383. El BCCh remite al Ministerio de Hacienda reportes diarios, mensuales, trimestrales y anuales. El Ministro de Hacienda es responsable por la política de inversión de los fondos y decide acerca de su forma de administración.

El Comité Financiero es un ente asesor y rinde cuentas respecto a sus obligaciones establecidas en el Decreto Supremo N°624. De acuerdo al artículo 7 de ese decreto, el Comité debe presentar un reporte anual de su trabajo al Ministro de Hacienda y remitir copia de dicho reporte a las Comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos. Este reporte también está disponible al público en el sitio web de los fondos.

Adicionalmente, la Contraloría General, un ente autónomo, es responsable de auditar las finanzas del sector público chileno, y por ende los fondos soberanos.

#### PPGA 11. Principio:

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.

#### Evaluación:

El Ministerio de Hacienda prepara un reporte anual de los fondos con la información proporcionada por el BCCh y el banco custodio. Este reporte incluye información financiera y está disponible al público. Sin embargo, todavía no incluye los estados financieros, los cuales no son requeridos por ley.

El BCCh prepara estados financieros de los fondos de acuerdo a las normas International Financial Reporting Standards (IFRS) y son auditados por empresas de auditorías externas e independientes. Sin embargo, estos reportes no han sido publicados.

La Tesorería General está en el proceso de elaborar estados financieros de acuerdo a IFRS, los cuales serán auditados por una empresa independiente y se espera que puedan ser publicados durante 2011.

### PPGA 12. Principio:

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.

### Evaluación:

Las operaciones son auditadas por los auditores internos del BCCh. Los estados financieros preparados por el BCCh son auditados por un auditor externo de acuerdo a normas nacionales de auditoría.

La Tesorería General está en el proceso de elaborar estados financieros de acuerdo a IFRS, los cuales serán auditados por una empresa independiente y se espera que puedan ser publicados durante 2011.

### PPGA 13. Principio:

Las normas profesionales y éticas deberían estar claramente definidas y darse a conocer a los miembros de los órganos de gobierno, la dirección y el personal del FSI.

### Evaluación:

Las autoridades y el personal que desempeñan labores en relación con los fondos soberanos chilenos están sometidos a normas profesionales y éticas legalmente establecidas, tales como el principio de probidad, que exigen observar una conducta profesional intachable, un ejercicio eficiente y leal de la función, de acuerdo al interés general.

Adicionalmente, el BCCh ha definido normas profesionales y éticas que son comunicadas a sus empleados y que están disponibles en su sitio web ([http://www.bcentral.cl/transparencia/pdf/Manual\\_probidad/Manualdeprobidad.pdf](http://www.bcentral.cl/transparencia/pdf/Manual_probidad/Manualdeprobidad.pdf)); los miembros del Comité Financiero están sujetos a los estándares éticos que se definen en el decreto que lo estableció y a otros adicionales que se han definido en forma interna, y por último, los funcionarios y asesores del Ministerio de Hacienda involucrados en la administración de los fondos han adoptado internamente un código de ética, en la misma línea de dar a conocer y cumplir de mejor forma las normas profesionales y éticas legalmente aplicables. Adicionalmente, pueden estar sujetos a otros códigos de ética profesional (por ejemplo del Instituto CFA).

#### PPGA 14. Principio:

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.

#### Evaluación:

Todas las transacciones con terceros se basan en consideraciones económicas y financieras. En el caso del Ministerio de Hacienda, existen reglas y procedimientos que definen los pasos que deben ser seguidos por los funcionarios al adquirir o contratar servicios con terceros. El BCCh también tiene una serie de reglas y procedimientos claramente definidos para este tipo de actividades.

#### PPGA 15. Principio:

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.

#### Evaluación:

Los procedimientos establecidos por el BCCh aseguran que las operaciones y actividades de los fondos chilenos sean ejecutadas cumpliendo con los requisitos regulatorios y de información aplicables en los países en los que operan.

#### PPGA 16. Principio:

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.

#### Evaluación:

El marco institucional y el objetivo de los fondos están definidos en el marco legal que se describe bajo el principio 1. La administración operacional es llevada a cabo por el BCCh, entidad independiente del Gobierno. El marco operacional para la administración del BCCh está definido en el Decreto Supremo N°1.383 y también está disponible en el Diario Oficial. Toda la legislación relevante se publica en el diario oficial, y está disponible en los sitios web de los fondos (<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/legislacion.html>) y de la librería del Congreso ([www.bcn.cl](http://www.bcn.cl)).

### PPGA 17. Principio:

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.

### Evaluación:

Los tamaños de los fondos, sus retornos absolutos y los principales países dónde se invierte son publicados mensualmente. El desempeño del BCCh es publicado trimestralmente. El reporte anual contiene información financiera adicional. Todos estos reportes están disponibles en el sitio web de los fondos.

### PPGA 18. Principio:

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.

### Evaluación:

En nuestra opinión, la política de inversión vigente del FEES es consistente con sus objetivos y tolerancia al riesgo. En el caso del FRP, la nueva política de inversión, postergada a fines de 2008 producto de la crisis financiera internacional y que se espera implementar durante el segundo semestre de 2011, reflejará de mejor forma los objetivos y la naturaleza del fondo.

#### PPGA 18.1 Subprincipio:

La política de inversión debe guiar la exposición del FSI al riesgo financiero y la posible utilización de apalancamiento.

La política de inversión de cada fondo determina los riesgos financieros a los que está expuesto. Dado el énfasis pasivo de su administración, dependen principalmente de sus composiciones estratégicas de activos y *benchmarks*. En este momento no se permite el endeudamiento. El uso de derivados se permite solamente por razones de cobertura. Adicionalmente, a la fecha, los fondos son administrados operacionalmente en su totalidad por el BCCh.

#### PPGA 18.2 Subprincipio:

La política de inversión debe definir en qué medida se prevén emplear gestores 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.

La información publicada acerca de nuestros fondos, en especial la composición estratégica de activos y sus *benchmarks*, proporciona al público los principales elementos de la política de inversión. Los principales límites de inversión también han sido divulgados en el reporte anual de los fondos que prepara el Ministerio de Hacienda.

#### PPGA 18.3 Subprincipio:

Debe divulgarse al público una descripción de la política de inversión del FSI.

### PPGA 19. Principio:

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.

#### PPGA 19.1 Subprincipio:

Si las decisiones de inversión están sujetas a otras consideraciones fuera de las económico-financieras, estas deben exponerse claramente en la política de inversión y divulgarse al público.

#### PPGA 19.2 Subprincipio:

La gestión de los activos de un FSI debe ser congruente con las prácticas generalmente aceptadas de gestión prudente de activos.

### PPGA 20. Principio:

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.

### Evaluación:

La gestión operacional de los fondos ha sido delegada al BCCh, quien ejecuta las decisiones de inversión de forma autónoma, basado únicamente en consideraciones económicas y financieras. El BCCh utiliza los mismos estándares operativos de las reservas internacionales los cuales han sido auditados y, además, revisados por consultores internacionales. Por otra parte, la definición de la política y de las directrices de inversión reside en el Ministro de Hacienda, teniendo en cuenta la opinión del Comité Financiero.

### Evaluación:

Las decisiones de inversión son ejecutadas en forma independiente por el BCCh, quien, en su gestión, utiliza estándares y procedimientos operativos que reúnen altos estándares de probidad. Asimismo, los miembros del Comité Financiero, al hacer sus recomendaciones, están obligados a utilizar solamente información pública.

### PPGA 21. Principio:

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.

### Evaluación:

No se aplica a los fondos chilenos, ya que no tienen inversiones en acciones.

### PPGA 22. Principio:

El FSI debe contar con un marco que identifique, evalúe y gestione los riesgos de sus operaciones.

#### PPGA 22.1 Subprincipio:

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.

#### PPGA 22.2 Subprincipio:

Debe divulgarse al público el enfoque general del marco de gestión del riesgo del fondo soberano.

### Evaluación:

Aunque no existe un documento único que contenga y explicita el marco utilizado para la administración del riesgo en los fondos, las distintas entidades que forman parte de la estructura organizacional tienen procedimientos y controles establecidos que en su totalidad definen un marco adecuado para administrar los riesgos a los que los fondos se ven expuestos.

El Ministerio de Hacienda define las directrices de inversión que determinan la exposición máxima permitida a los principales riesgos que se originan en las inversiones de los fondos. Por su parte, el BCCh, responsable de decidir y ejecutar las operaciones financieras, monitorea que las inversiones no sobrepasen los límites establecidos en dichas directrices. Además, el BCCh utiliza en la administración de los fondos el mismo marco operativo usado en la inversión de las reservas internacionales, los cuales contempla una serie de procedimientos y controles que mitigan el riesgo operacional, además del riesgo reputacional y el de mercado. El banco custodio, por su parte, reporta al personal del Ministerio de Hacienda acerca del

cumplimiento de los límites de inversión por parte del BCCh y del nivel de riesgo en la cartera. Adicionalmente, personal especializado del Ministerio supervisa también el cumplimiento de las directrices de inversión por parte del BCCh y monitorea la información proporcionada por el banco custodio. Reportes diarios, mensuales, trimestrales y anuales son proporcionados por el banco custodio y el BCCh con información relevante para la correcta administración de los fondos. Finalmente, los principales riesgos a que están expuestos los fondos son divulgados al público en el reporte anual que prepara el Ministerio de Hacienda.

#### PPGA 23. Principio:

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.

#### Evaluación:

La metodología utilizada para calcular el retorno y desempeño es divulgada al público en nuestros reportes trimestrales. La metodología se basa en los Global Investment Performance Standards (GIPS®).

#### PPGA 24. Principio:

Un proceso de revisión periódica de la aplicación de los PPGA debe ser comprometido por el fondo o por cuenta y orden de este.

#### Evaluación:

Esta es la primera autoevaluación de los Principios de Santiago y será actualizada cada dos años.

# Índice de cuadros, gráficos, recuadros y diagramas

<b>Nº</b>	<b>CUADROS</b>	<b>PÁG</b>
<b>R1.1</b>	Comparación de las metodologías del balance estructural	14
<b>1</b>	Autoevaluación de los Principios de Santiago	26
<b>2</b>	Índices del comparador referencial	39
<b>3</b>	Aportes anuales al FRP	42
<b>4</b>	Evolución y descomposición del valor de mercado del FRP	43
<b>5</b>	Rentabilidad neta del FRP	43
<b>6</b>	Aportes y retiros al FEES	49
<b>7</b>	Evolución y descomposición del valor de mercado del FEES	50
<b>8</b>	Rentabilidad neta del FEES	50
<b>9</b>	Costos de administración y custodia e ingresos del programa de préstamo de valores FRP y FEES	54
<b>10</b>	Composición por tipo de riesgo crediticio FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010	57
<b>11</b>	Listado de bancos con depósitos vigentes FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010	59
<b>12</b>	Exposición crediticia FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010	59
<b>13</b>	Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2010	64
<b>14</b>	Requisitos mínimos y límites por emisor y riesgo crediticio	64
<b>15</b>	Composición máxima por tipo de riesgo crediticio	65
<b>16</b>	Volatilidad mensual anualizada de los Fondos Soberanos y su comparador referencial	65
<b>17</b>	Máximos y mínimos retornos históricos FRP y FEES	65

<b>Nº</b>	<b>RECUADROS</b>	<b>PÁG</b>
<b>1</b>	Cambios a la regla del balance estructural	13
<b>2</b>	Nueva política de inversión para el Fondo de Reserva de Pensiones	39
<b>3</b>	Comportamiento de las clases de activos de la política de inversión desde el inicio de los Fondos Soberanos	46
<b>4</b>	Aportes y retiros en el FEES durante 2010	48
<b>5</b>	Rentabilidad de otros fondos soberanos	53
<b>6</b>	Inversiones en España, Irlanda y Grecia	58

<b>Nº</b>	<b>GRÁFICOS</b>	<b>PÁG</b>
<b>1</b>	Valor de mercado	10
<b>2</b>	Rentabilidad anual neta en dólares	10
<b>3</b>	Rentabilidad acumulada anual neta en dólares	11
<b>4</b>	Composición del riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2010	11
<b>5</b>	Superávit estructural y efectivo	14
<b>6</b>	Regla de acumulación de los recursos fiscales	16
<b>7</b>	Índice de transparencia Linaburg-Maduell al cuarto trimestre de 2010	28
<b>8</b>	Tasas de crecimiento, 2007 - 2010	32
<b>9</b>	Tasas de política monetaria, 2008-2010	32

<b>Nº</b>	<b>GRÁFICOS</b>	<b>PÁG</b>
<b>10</b>	Tasas de interés soberanas a 6 meses, 2 años y 10 años, 2007-2010	33
<b>11</b>	Evolución del spread Libor-Overnight Index Swap, 2007-2010	34
<b>12</b>	Paridades cambiarias, 2010	34
<b>13</b>	Tasas de inflación, 2007 - 2010	35
<b>14</b>	Índice de precios de <i>commodities</i> , 2003-2010	35
<b>15</b>	Composición referencial por clases de activo	38
<b>16</b>	Composición referencial de monedas	38
<b>R2.1</b>	Comparación de la composición estratégica de activos	40
<b>17</b>	Valor del FRP: aportes y ganancias financieras netas acumuladas en 2010	42
<b>18</b>	Rentabilidad neta del FRP desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	44
<b>19</b>	TWR anual del FRP	44
<b>20</b>	Índice que representa la rentabilidad del FRP	45
<b>21</b>	Retorno en exceso del FRP con respecto al <i>benchmark</i>	45
<b>R3.1</b>	Evolución de las clases de activos en moneda de origen y del tipo de cambio	47
<b>22</b>	Valor del FEES: aportes y ganancias financieras netas acumuladas en 2010	49
<b>23</b>	Rentabilidad neta del FEES desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	51
<b>24</b>	TWR anual del FEES	51
<b>25</b>	Índice que representa la rentabilidad del FEES	52
<b>26</b>	Retorno en exceso del FEES con respecto al <i>benchmark</i>	52

<b>R5.1</b>	Rentabilidad promedio de fondos soberanos, 2007 - 2010	53
<b>27</b>	Composición por clase de activo FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010	56
<b>28</b>	Composición de monedas FRP y FEES al 31 de diciembre de 2010	56
<b>29</b>	Evolución de composición por exposición crediticia del FRP y FEES en 2010	57
<b>R6.1</b>	Exposición a España e Irlanda en 2010	58

<b>Nº</b>	<b>DIAGRAMA</b>	<b>PÁG</b>
<b>1</b>	Institucionalidad de los Fondos Soberanos	19

# 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.

**Administradores externos:** Entidades financieras que se encargan 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.

**Benchmark:** Ver Comparador referencial.

**Bono:** 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 corporativos:** Instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas.

**Bono de Reconocimiento:** Instrumento emitido por el Instituto de Previsión Social (ex INP) que representa las cotizaciones que efectuaron los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de incorporarse al nuevo sistema de AFPs.

**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:** Categorías específicas 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 nº 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 política 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.

**Facilidad Europea de Estabilidad Financiera:** Fue creada a partir del acuerdo logrado entre 16 países de la Eurozona con el objetivo de proveer asistencia financiera a los países que enfrenten dificultades financieras en la Eurozona. La Facilidad se financiará a través de la emisión de deuda garantizada por los países de la Eurozona. Los recursos de la Facilidad, € 440 mil millones, complementan los recursos aportados por la Comisión Europea, € 60 mil millones, y el Fondo Monetario Internacional, € 250 mil millones, que en su totalidad constituyen el plan de rescate anunciado en mayo de 2010.

**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:** Obligaciones financieras contraídas por el gobierno de EE.UU. con madurez menor a un año y que se venden 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 de balance estructural.

**Libid (London interbank bid 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.

**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.

**Puntos base:** Un punto base es igual a 0,01%.  
**Quantitative Easing 2:** Se refiere al programa de compra de bonos implementado por la Reserva Federal de EE.UU el último trimestre de 2010 con el fin de estimular su economía.

**Quantitative Easing 2:** Se refiere al programa de compra de bonos implementado por la Reserva Federal de EE.UU el último trimestre de 2010 con el fin de estimular su economía.

**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.

**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 (TIR):** 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 (TWR):** 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

<b>BCCh</b>	Banco Central de Chile
<b>BEA</b>	Bureau of Economics Analysis
<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>BCJ</b>	Banco Central de Japón
<b>CF</b>	Comité Financiero
<b>COJ</b>	Cabinet Office of Japan
<b>EE.UU.</b>	Estados Unidos de América
<b>EUR</b>	Euro
<b>FED</b>	Reserva Federal de Estados Unidos
<b>FEES</b>	Fondo de Estabilización Económica y Social
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<b>FRP</b>	Fondo de Reserva de Pensiones
<b>FSI</b>	Fondos Soberanos de Inversión
<b>GITFSI</b>	Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión
<b>JPM</b>	J.P. Morgan
<b>JPY</b>	Yen Japonés
<b>Libid</b>	London Interbank Bid Rate
<b>Libor</b>	London InterBank Offered Rate
<b>M US\$</b>	Miles de dólares de EE.UU.
<b>MM US\$</b>	Millones de dólares de EE.UU.
<b>pb</b>	Puntos Base
<b>PIB</b>	Producto Interno Bruto
<b>TE</b>	<i>Tracking Error</i>
<b>TIR</b>	Tasa Interna de Retorno
<b>TWR</b>	<i>Time Weighted Rate of Return</i>
<b>UF</b>	Unidad de Fomento
<b>USD</b>	Dólar de Estados Unidos
<b>US\$</b>	Dólar de Estados Unidos
<b>VaR</b>	Value at Risk





51.250,50	51.250,50
51.420,94	51.805,815
51.553,00	51.281,02
51.450,00	51.450,00
51.810,10	51.558,80
51.230,15	51.450,58
51.001,22	51.818,55
51.450,50	51.238
51.540,18	51.280,01
51.481,80	51.400,40
51.854,50	51.551,00
51.242,38	51.485,22
51.013,51	51.850,50
51.200,50	51.24
51.230,15	51.010,13