

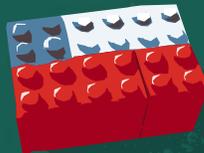
Informe Anual

# FONDOS SOBERANOS

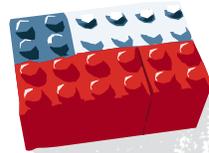
---

# 2009

FONDOS  
*Chile futuro*  
SOBERANOS



**FONDOS**  
*Chile Futuro*  
**SOBERANOS**



Marzo de 2010, Santiago de Chile

---

Esta publicación corresponde al Informe Anual de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda para el año 2009. La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda: [www.hacienda.cl/fondos](http://www.hacienda.cl/fondos)

---

Registro de Propiedad Intelectual N° 189.060

ISSN: 0718-7424

Edición de 800 ejemplares

Marzo de 2010, Santiago de Chile

Todos los derechos reservados

Diseño y diagramación: Zet Art & Facts

Ilustraciones: Vicente Martí

Impresor: World Color Chile SA

---

**INFORME ANUAL  
FONDOS SOBERANOS**

MINISTERIO DE HACIENDA

---

2009



# CONTENIDOS

Palabras del Ministro	6
Resumen	9

<b>1 FONDOS SOBERANOS</b>	<b>12</b>
Política Fiscal	13
Objetivos del FRP y FEES	16
Descripción de la política de aportes de capital	16
Descripción de los usos de los fondos	17

<b>2 INSTITUCIONALIDAD</b>	<b>18</b>
Ministerio de Hacienda y Banco Central	20
Comité Financiero	21

<b>3 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>	<b>24</b>
Actividad económica	25
Inflación	26
Precio de <i>commodities</i>	27
Tipos de cambio	27
Tasas de política monetaria	28
Liquidez	28
Tasas de interés soberanas	29





#### 4 **FRP Y FEES**

Política de inversión	31
Valor de mercado y análisis de rentabilidad	35
Costos de administración y custodia	41
Composición y características del portafolio	42

#### 5 **DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS**

Riesgo de mercado	47
Riesgo crediticio	48
Riesgo de liquidez	49
Riesgo de administración activa	50
Riesgo operacional	50
Volatilidad y otros indicadores	51

### 30

### 46

#### 6 **BALANCE 2006 - 2009**

Creación de la institucionalidad	54
Definición de la política de inversión de largo plazo	55
Administración de los fondos durante la crisis financiera	55
Rentabilidad	56
Transparencia	56

#### **ANEXOS**

Índice de cuadros, gráficos y recuadros	64
Glosario de términos	66
Abreviaturas	69

### 52

### 63



## PALABRAS DEL MINISTRO

Uno de los compromisos clave de los gobiernos de la Concertación, y tal vez uno de sus legados de mayor trascendencia, es el de una política fiscal responsable, al servicio de los ciudadanos. Esto ha permitido mejorar la calidad de vida de las personas en forma permanente y estable, con beneficios que no dependen de lo que ocurre en el corto plazo en la economía global ni se modifican con los vaivenes en los precios de las exportaciones.

Nuestro gasto público tiene una trayectoria estable, dependiente sólo de los ingresos de largo plazo del Fisco. Ello nos permite adoptar una postura contracíclica, capaz de mantener e incluso aumentar los niveles de gasto en años de menor dinamismo económico, estimulando así la actividad y conservando el crecimiento.

Esta forma de concebir la política fiscal no se generó por casualidad. Es fruto del esfuerzo por construir reglas, instituciones y mecanismos que guíen la política fiscal de modo predecible, aislando la trayectoria del gasto social y de la inversión pública de las fluctuaciones económicas.

Un primer paso clave en este esfuerzo fue la decisión del gobierno del Presidente Ricardo Lagos de anclar la conducción de la política

fiscal al balance estructural, destinando al gasto público el componente estable o de largo plazo de los ingresos fiscales y ahorrando parte de los recibidos en forma extraordinaria.

El gobierno de la Presidenta Michelle Bachelet dio un segundo paso clave al establecer las reglas para manejar los ahorros que pudieran producirse al aplicar esa regla. Para ello se crearon dos Fondos Soberanos con características distintas, pero un objetivo común: administrar prudente y responsablemente recursos que son de todos los chilenos y ponerlos al servicio de una política fiscal que resguarda la estabilidad económica y social con visión de largo plazo.

Pero no solamente creamos dos fondos, sino que desarrollamos una institucionalidad sólida y altamente tecnificada para administrar sus recursos bajo exigentes criterios de transparencia, información y rentabilidad. Constituimos un Comité Financiero integrado por expertos independientes de reconocida trayectoria, que con su valioso consejo orientó la política de inversión de ambos fondos. Contamos con los servicios altamente calificados del Banco Central de Chile para administrar los recursos en forma eficiente y segura. Establecimos una unidad especializada en el Ministerio de Hacienda para monitorear el desempeño de nuestros Fondos Soberanos y representar a Chile en el creciente

debate mundial sobre el manejo de estos nuevos instrumentos de inversión y ahorro. Creamos un sistema de información y difusión para comunicar sistemáticamente a la ciudadanía y a instancias especializadas el estado de los fondos y las principales novedades asociadas a su desempeño. Nos impusimos rigurosos estándares de transparencia y gestión para que este nuevo avance de nuestra política fiscal fuera ejecutado de modo ejemplar.

Los resultados positivos están a la vista. Se reflejan, entre otros, en una alta rentabilidad. Desde su creación y hasta fines de 2009, ambos fondos han generado recursos adicionales por US\$ 2.797 millones, con un saldo final de US\$ 14.706 millones al cierre de 2009. Este desempeño ha sido producto de una política de inversiones prudente que nos permitió obtener ganancias aún en medio de la mayor crisis financiera internacional desde la Segunda Guerra Mundial, lo que contrasta con las considerables pérdidas sufridas durante ese período por la mayoría de los fondos soberanos del mundo.

También se puede evaluar el resultado de los fondos a la luz de su aporte para combatir los efectos en Chile de la reciente crisis económica global. Las medidas aplicadas en Chile para contener la crisis figuran entre las más ambiciosas a nivel mundial, comprometiendo recursos por 2,8% del PIB en apoyo para las familias, impulso a la inversión pública, estímulos a la inversión privada, financiamiento para pequeñas y medianas empresas y medidas para proteger el empleo. Gracias al Fondo de Estabilización Económica y Social financiamos esas políticas sin endeudarnos.

A pesar de la crisis y de los recursos requeridos para enfrentarla, legaremos la mejor situación fiscal que jamás otra administración haya dejado en la historia de Chile. Y los ahorros para financiar futuras obligaciones en materia previsional, incluyendo los de la ambiciosa reforma de la Presidenta Michelle Bachelet, siguen acumulándose en forma segura en el Fondo de Reserva de Pensiones.

Gracias a la adopción de las mejores prácticas mundiales, en poco tiempo logramos estar en los primeros lugares de los rankings internacionales sobre transparencia y buena administración de fondos soberanos. Nuestro liderazgo respecto a cómo deben gestionarse estos recursos para que contribuyan a la estabilidad financiera y la libre circulación de las inversiones también ha recibido reconocimiento. De hecho, fue en Chile donde el grupo de trabajo especializado apoyado por el Fondo Monetario Internacional adoptó los principios voluntarios que guían el manejo mundial de estos fondos, los que hoy se conocen como “Principios de Santiago” en el debate global. Y naciones que planean constituir sus propios fondos han solicitado la asesoría de Chile para beneficiarse de nuestra experiencia.

Pero el mejor reconocimiento de los beneficios de tener nuestros Fondos Soberanos está en el respaldo y valoración de las chilenas y chilenos, los dueños de estos recursos. Lo que alguna vez pareció controvertido hoy es sabiduría compartida: resulta ventajoso ahorrar parte de los ingresos extraordinarios para hacer frente a tiempos económicos difíciles, para tener más tranquilidad en la vejez y mayores oportunidades para nuestros hijos e hijas.

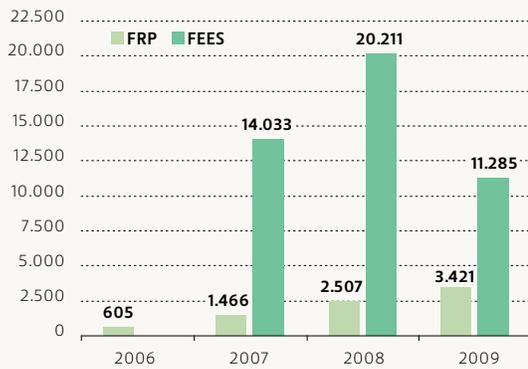
Este importante avance en materia de institucionalidad fiscal también se debe al esfuerzo de muchos profesionales de excelencia en el Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero, el Banco Central de Chile y otras entidades públicas. Agradezco a todos ellos por el gran trabajo realizado. Pero esta no es labor de un día ni de un solo gobierno. Los chilenos y las chilenas deberemos seguir consolidando esta institucionalidad, guiándonos por los mismos criterios que tan bien nos han servido hasta ahora: prudencia, transparencia, rigor técnico y visión de largo plazo.

Andrés Velasco  
MINISTRO DE HACIENDA



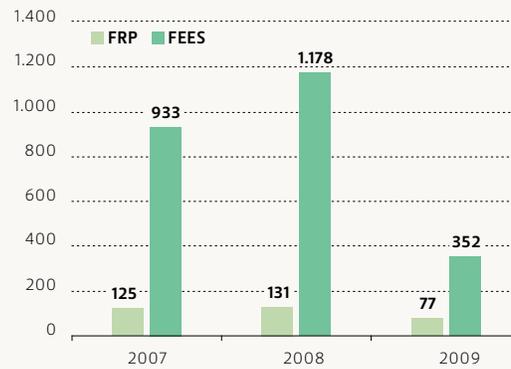


Gráfico 1\_ Valor de mercado de los Fondos Soberanos  
(millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

**El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) alcanzaron en conjunto un valor de mercado de US\$ 14.706 millones en 2009, y una rentabilidad desde sus inicios de 6,86%<sup>1</sup>.**

## DESEMPEÑO DE LOS FONDOS SOBERANOS

Durante 2009, el FEES contribuyó a financiar los planes de estímulo y el déficit fiscal, iniciativas que le permitieron a Chile enfrentar de forma exitosa las turbulencias financieras y económicas mundiales.

El valor del FRP al 31 de diciembre de 2009 fue de US\$ 3.421 millones, mientras que el valor del FEES alcanzó los US\$ 11.285 millones (*gráfico 1*). El cambio en el monto de los recursos administrados con respecto a 2008 se descompone en retiros de capital netos y ganancias financieras generadas por la rentabilidad de las inversiones.

La ganancia financiera neta de los fondos ascendió a US\$ 429 millones durante 2009.

En el caso del FRP, la ganancia financiera neta se elevó a US\$ 77 millones, mientras que la del FEES llegó a US\$ 352 millones (*gráfico 2*).

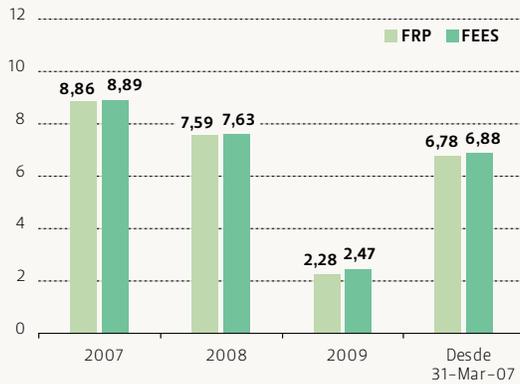
Los fondos obtuvieron retornos anualizados netos por 2,44% en el año 2009.

Durante 2009, el retorno en dólares alcanzó 2,28% y 2,47% para el FRP y el FEES, respectivamente. A su vez, la rentabilidad anualizada y acumulada desde el 31 de marzo de 2007 fue de 6,78% para el FRP y de 6,88% para el FEES<sup>2</sup> (*gráfico 3*). Por su parte, la Tasa Interna de Retorno (TIR) anualizada desde sus inicios llegó a 5,70% y 6,16% para el FRP y FEES, respectivamente.

<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). Para mayor información véase sección 4.2 y recuadro 2.

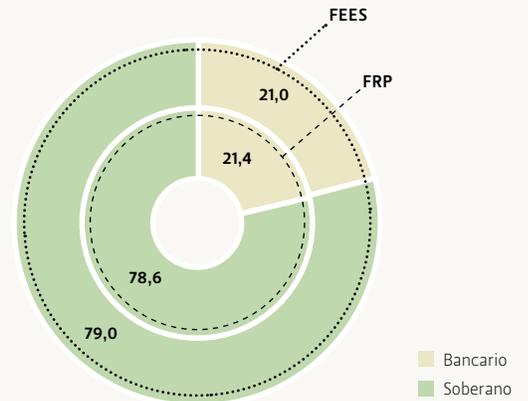
<sup>2</sup> La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del BCCh.

Gráfico 3\_ Rentabilidad neta de los Fondos Soberanos (porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4\_ Composición del riesgo crediticio de los Fondos Soberanos al 31 de diciembre de 2009 (porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

**Desde su creación, la inversión de los recursos de los fondos ha generado ganancias por US\$ 2.797 millones.**

A diciembre de 2009, aproximadamente 21% de los recursos de ambos fondos se encontraba invertido en depósitos bancarios y 79% en instrumentos soberanos.

La exposición al sector bancario es levemente superior al nivel que se tenía a fines de 2008, cuando la exposición a ese sector era 18% y al soberano 82% (gráfico 4).

### POLÍTICA DE INVERSIÓN

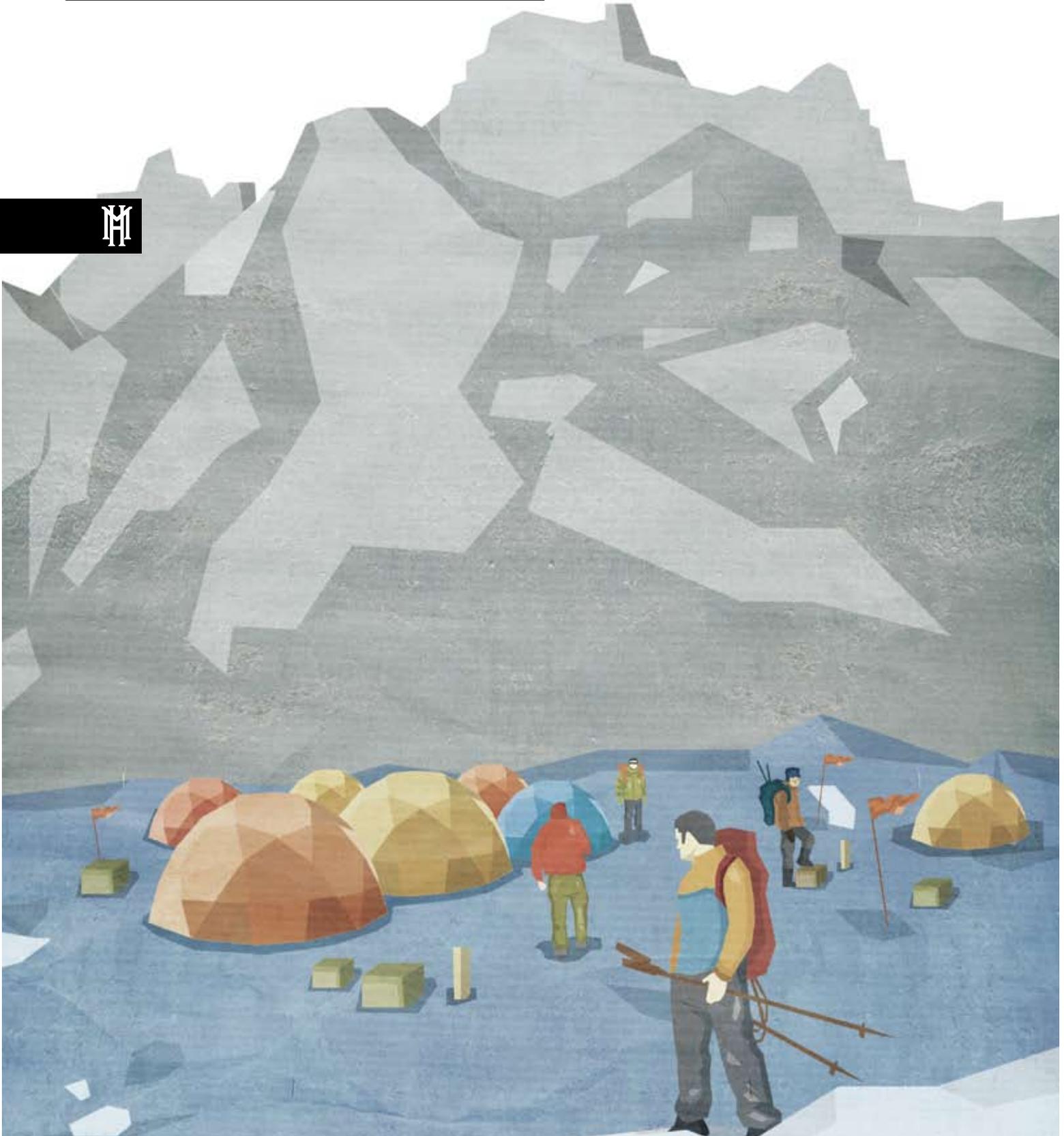
Tomando en consideración la recuperación económica mundial experimentada durante 2009, el Comité Financiero recomendó al Ministro de Hacienda retomar la política de diversificación sólo en el caso del FRP, atendido el mayor horizonte temporal de las obligaciones que debe financiar. Sin embargo, dado que los primeros resultados de dicha decisión se observarían recién bajo la próxima administración, se estimó razonable que el cambio sugerido en la composición estratégica de activos fuera definido por las futuras autoridades.

---

# 1

## Fondos Soberanos

---



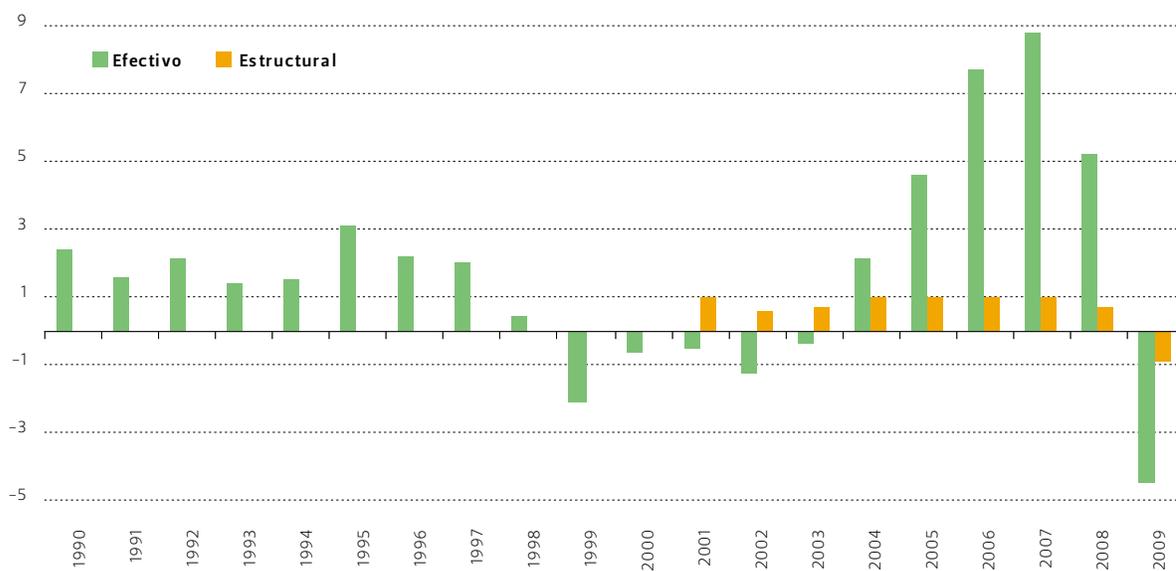
## 1.1 POLÍTICA FISCAL

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 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 del gobierno.

La regla de balance estructural se introdujo con el objetivo de especificar anualmente un nivel de gasto fiscal congruente con los ingresos estructurales del gobierno central. Por lo tanto, el nivel de gasto público descarta 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 y permite evitar ajustes drásticos en el gasto fiscal en periodos económicos desfavorables como el presentado a fines de 2008 y parte de 2009. De este modo, la regla de balance estructural persigue estabilizar el crecimiento del gasto público. En 2001 se estableció una meta de balance estructural equivalente al 1% del PIB, la cual se redujo a 0,5% del PIB en el Presupuesto 2008 y posteriormente la meta ex ante se rebajó a 0% en 2009 para enfrentar la crisis.

El gobierno de la Presidenta Bachelet experimentó de manera acentuada las dos fases de los ciclos económicos. Chile disfrutó de tres años de precios del cobre históricamente altos, seguidos

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

por un año marcado por la mayor crisis económica internacional desde la Segunda Guerra Mundial. La primera fase generó un importante aumento en el superávit fiscal efectivo a partir de 2005, el cual incluso llegó a 8,8% del PIB en 2007 (*gráfico 5*). Por su parte, la crisis económica causó una importante disminución en los ingresos fiscales durante 2009, lo que, sumado a la instauración de programas de estímulo fiscal para enfrentarla, generó un déficit efectivo de 4,5% en el año (*recuadro 1*).

La formalización de las reglas de acumulación de estos ahorros fue realizada en el segundo semestre del 2006 al promulgar la Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta ley establece las normas y el marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales. La Ley de Responsabilidad Fiscal 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.

## RECUADRO 1 Retiros del FEES en el año 2009

Debido a la dramática contracción de la demanda mundial y el colapso de las condiciones de crédito global, Chile no fue inmune a la crisis financiera internacional. Sin embargo, nuestro país se encontraba mejor preparado que nunca en su historia para hacer frente al impacto financiero y real de la crisis global. La prudencia de una política fiscal basada en la regla de balance estructural y en la administración de los ahorros que se generaron, permitió disminuir la deuda pública a niveles poco significativos y acumular recursos considerables en los Fondos Soberanos.

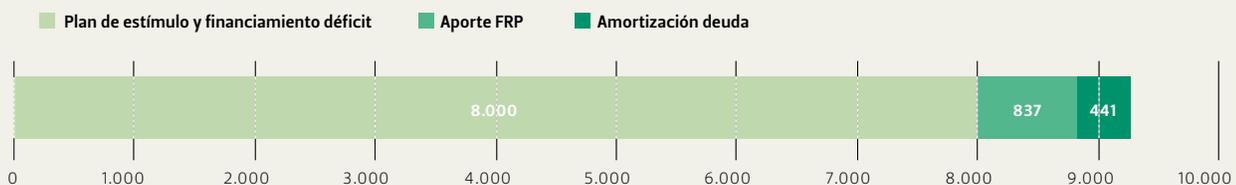
Los recursos del FEES permitieron que el gobierno impulsara un plan de estímulo fiscal con el objetivo de compensar la fuerte caída en la demanda privada, dinamizando así la economía y la generación de empleos. Dicho plan, anunciado a comienzos de 2009, contempló medidas por US\$ 4.000 millones, equivalentes a 2,8% del PIB. Al momento del anuncio, este plan resultó ser el segundo paquete fiscal reactivador que más recursos extraordinarios como porcentaje del PIB comprometía en el mundo para el 2009. Entre las medidas más relevantes del plan destaca un programa de inversión pública extraordinario por US\$ 700 millones. Por el lado de los subsidios, en marzo de 2009 se implementó un bono especial de \$ 40.000 por carga para familias de menores recursos, el cual fue replicado en agosto de 2009. El plan contempló también reducciones tributarias: se eliminó de manera transitoria el impuesto de timbres y estampillas para todas las operaciones de crédito en 2009, se pospuso la reversión de parte de la baja transitoria del impuesto a los combustibles, se impulsó una rebaja temporal a los pagos provisionales mensuales de impuestos y se comprometió una devolución anticipada del impuesto a la renta para personas naturales correspondiente al año tributario 2010. Asimismo, se dispuso la capitalización por US\$ 1.000 millones a Codelco para apoyar sus planes de inversión, la que se llevó a cabo en diciembre de 2009.

El FEES, tal como corresponde al propósito central de dicho fondo, contribuyó también al financiamiento del déficit efectivo del presupuesto causado por la caída en los ingresos tributarios y los asociados a la minería del cobre. Para ello se retiraron US\$ 4.000 millones adicionales a partir del tercer trimestre del año. Además, se destinaron US\$ 441 millones del fondo para la amortización de deuda pública y se retiraron US\$ 837 millones para hacer efectivo el aporte de capital al FRP (gráfico R 1.1). De esta manera, los retiros efectuados al FEES durante el año totalizaron US\$ 9.278 millones.

La política del gobierno minimizó los efectos del flujo de dólares proveniente del FEES sobre el tipo de cambio, complementando el financiamiento del déficit con emisiones en moneda local y con la instauración de un proceso de venta por licitaciones diarias. Esto último con el objetivo de proporcionarle al mercado un marco de ventas predecible y transparente. Para financiar los gastos en pesos del plan de estímulo (equivalentes a US\$ 3.000 millones) se realizaron licitaciones diarias por US\$ 50 millones entre el 27 de marzo de 2009 y el 23 de junio del mismo año. Posteriormente, entre el 1 de julio y el 20 de noviembre de 2009, se efectuaron licitaciones diarias por US\$ 40 millones, por un total de US\$ 4.000 millones.

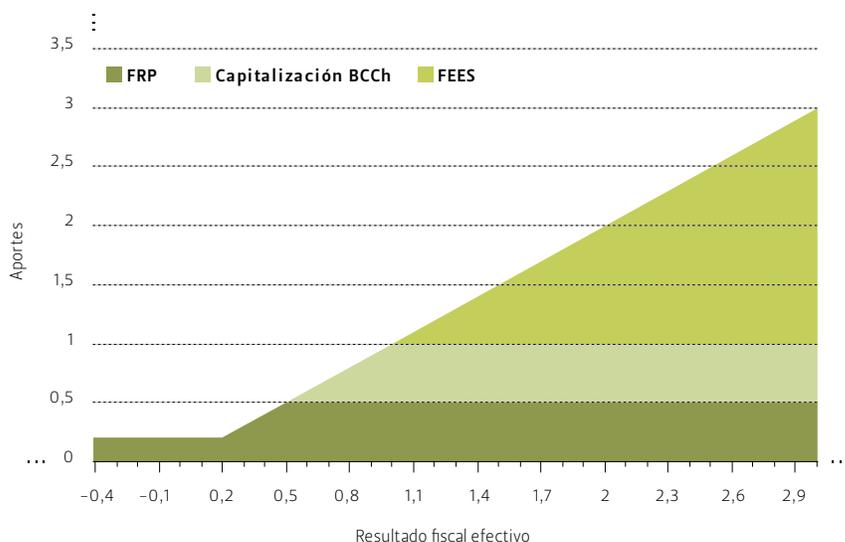
Mientras muchos países experimentaban restricciones de acceso al crédito, Chile pudo financiar su programa fiscal durante la crisis usando casi exclusivamente recursos propios. La existencia del FEES en estas circunstancias validó la prudente política fiscal que ahorró en tiempos de bonanza para permitir la utilización de recursos en épocas de debilidad económica global.

Gráfico R 1.1\_ Descomposición de los retiros del FEES en 2009  
(millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

## 1.2 OBJETIVOS DEL FRP Y FEES

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

El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) fue creado para financiar eventuales déficit fiscales que pueden generarse en periodos de bajo crecimiento y/o bajo precio del cobre, así como también permite amortizar deuda pública y financiar el FRP. Lo anterior ayuda a reducir las fluctuaciones en el gasto fiscal que se producen por los ciclos económicos, asegurando el financiamiento de largo plazo de los programas sociales.

## 1.3 DESCRIPCIÓN DE LA POLÍTICA DE APORTES DE CAPITAL

El FRP recibe anualmente un aporte mínimo de 0,2% del PIB del año anterior. Sin embargo, si el superávit fiscal efectivo es superior a este valor, los aportes pueden aumentar hasta 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, el Fisco está facultado —desde 2006 y por un periodo de cinco años— para efectuar aportes de capital al Banco Central de Chile (BCCh) 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).

3 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.

#### 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 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 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.

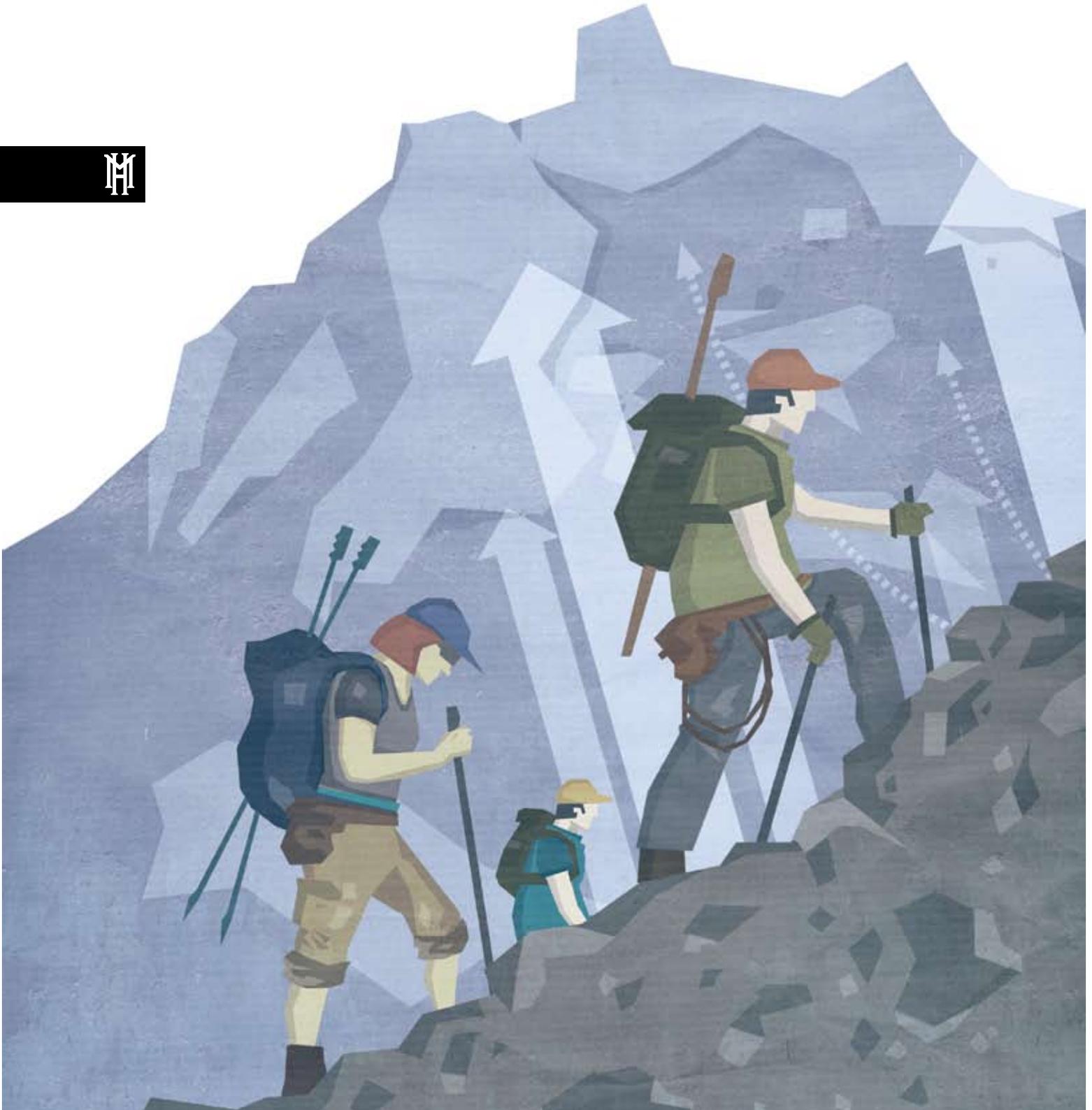
En el caso del FEES, los recursos pueden ser utilizados para el financiamiento de los déficit fiscales y para amortizar deuda pública (incluyendo Bonos de Reconocimiento).

Es importante destacar que la rentabilidad esperada de largo plazo de los fondos constituye parte de los ingresos estructurales y, por ende, son utilizados para determinar el nivel de gasto fiscal.

---

# 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. 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>4</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 FEE y del FRP<sup>5</sup>.

---

4 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.

5 Publicado en el Diario Oficial el 11 de agosto de 2007.

## 2.1 MINISTERIO DE HACIENDA Y BANCO CENTRAL

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

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:

- a. Administrar directamente todo o parte de los recursos fiscales en representación y por cuenta del Fisco;
- b. Licitarse y delegar la administración de todo o parte de los recursos fiscales a administradores externos en representación y por cuenta del Fisco;
- c. Abrir cuentas corrientes separadas para el ejercicio de la Agencia Fiscal;

- d. Registrar las transacciones y demás operaciones realizadas para la gestión de los recursos fiscales;
- e. Contratar a una entidad que ejerza las funciones de custodia;
- f. Supervisar y evaluar el desempeño de los administradores externos designados y del custodio;
- g. Informar la posición diaria de las inversiones efectuadas, y preparar reportes mensuales, trimestrales y anuales de la gestión del portafolio. Además preparar anualmente un informe sobre el servicio prestado por el o los custodios; y
- h. Realizar los pagos que correspondan en el ejercicio de la Agencia Fiscal.

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, Andrés Sanfuentes Vergara, Klaus Schmidt-Hebbel Dunker y Eduardo Walker Hitschfeld.

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

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



### **Principales actividades en 2009<sup>6</sup>**

Las tareas del Comité Financiero estuvieron centradas en el monitoreo de las inversiones de los Fondos Soberanos y de las condiciones financieras mundiales con el fin de determinar el momento adecuado para retomar la implementación de la nueva política de inversión, definida a fines de 2007 y cuya puesta en marcha había sido postergada a fines de 2008 a raíz de la crisis financiera que afectó a los mercados internacionales<sup>7</sup>.

De izquierda a derecha:  
Andrés Sanfuentes,  
Martín Costabal,  
Klaus Schmidt-Hebbel,  
Andrés Velasco,  
Andrés Bianchi,  
Ana María Jul  
y Eduardo Walker.

---

6 Para mayor información véase el Informe Anual del Comité Financiero 2009.

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

## **ACTIVIDADES Y RECOMENDACIONES**

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

Dando cumplimiento a las disposiciones legales, el Comité preparó su segundo informe anual que describe las principales actividades y recomendaciones realizadas durante 2008. 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 ([www.hacienda.cl/fondos](http://www.hacienda.cl/fondos)).

### **B. Supervisión del estado de los fondos.**

El Comité analizó periódicamente el estado de las inversiones de los fondos, sus rentabilidades y la composición de sus carteras. Asimismo, prestó especial atención a la exposición crediticia de los recursos, manteniendo un monitoreo constante de las instituciones donde se materializaron las inversiones.

### **C. Monitoreo de los mercados financieros internacionales.**

En cada una de las ocho sesiones de este año, el Comité analizó la situación de los mercados internacionales y de los principales indicadores financieros.

### **D. Ampliación de los instrumentos de inversión elegibles de los fondos.**

A principios de año, el Comité recomendó, en base a un análisis realizado a petición del Ministro de Hacienda, la inclusión de bancos locales a la lista de instituciones elegibles para realizar depósitos a plazo en moneda extranjera en el caso del FEES. Esto atendiendo los menores costos de administración asociados al análisis del riesgo crediticio en comparación a operaciones similares realizadas con bancos extranjeros y tasas de interés más atractivas a niveles similares de riesgo.

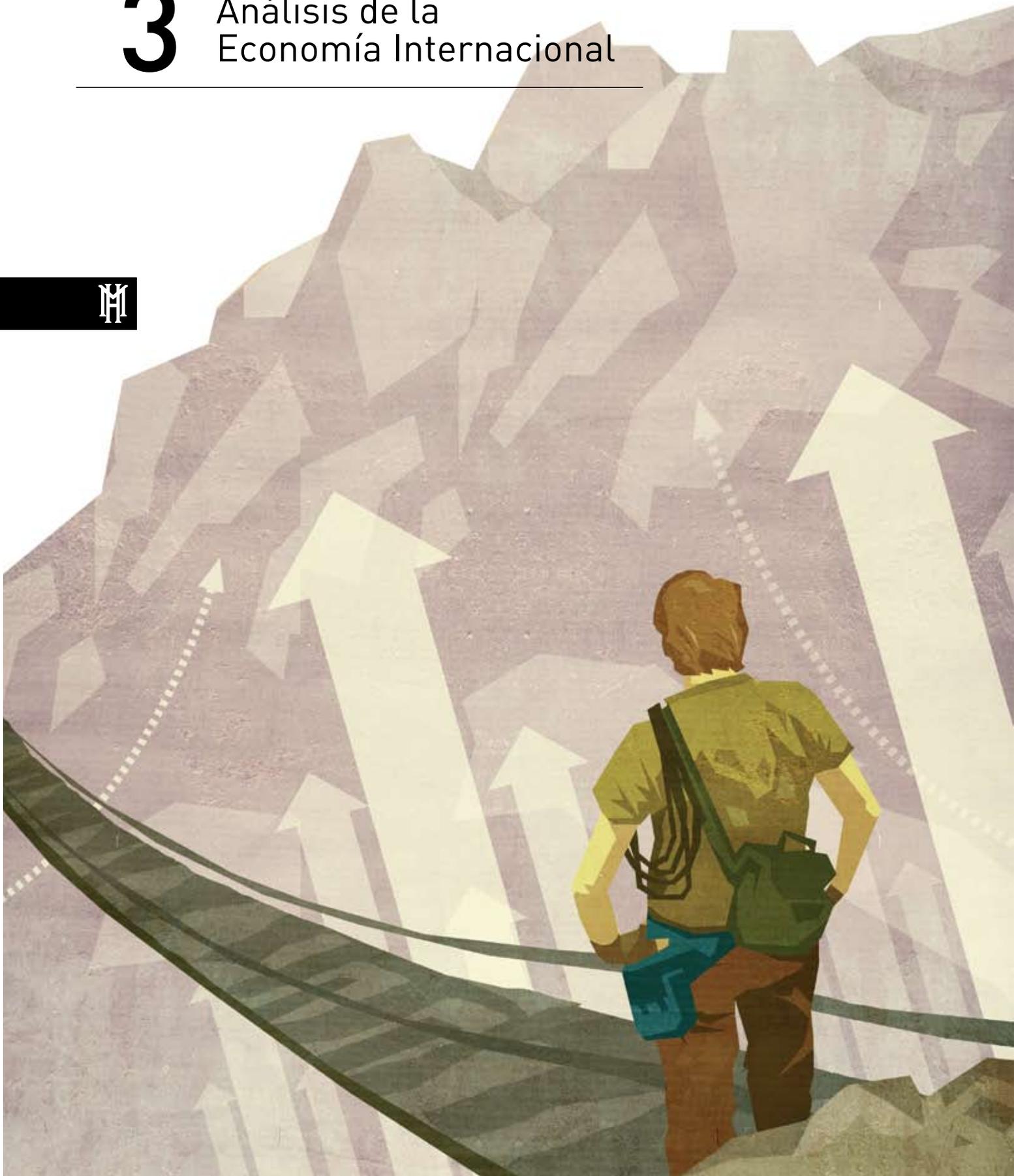
### **E. Retomar la política de diversificación de las inversiones.**

A mediados de 2009, considerando la mejoría de la situación económica de muchos países y de los mercados financieros, el Comité recomendó retomar la política de diversificación en el FRP, teniendo en cuenta el mayor horizonte temporal de sus obligaciones. En el caso del FEES, el Comité recomendó mantener la política vigente, limitada a la inversión en activos de renta fija, considerando que su horizonte de inversión es más corto y que, por su propia naturaleza y objetivos, podría ser necesario utilizar sus recursos para financiar futuros déficit fiscales en el corto plazo. No obstante, dado que los primeros resultados de la nueva política de inversión para el FRP se percibirían recién bajo la próxima administración, el Ministro de Hacienda estimó razonable que el cambio sugerido fuera definido por las futuras autoridades.

---

# 3 Análisis de la Economía Internacional

---



Cuadro 1\_ Crecimiento de la actividad económica<sup>(a)</sup>  
(porcentaje)

	2008	2009				Año
	Año	TR I	TR II	TR III	TR IV	
EE.UU.	0,4	-6,4	-0,7	2,2	5,9	-2,4
Eurozona	0,6	-9,5	-0,5	1,7	0,4	-4,0
Japón	-1,2	-12,3	5,2	0,0	4,6	-5,0

(a) Serie desestacionalizada y tasas anualizadas  
Fuente: BEA, BCE, COJ, JPM

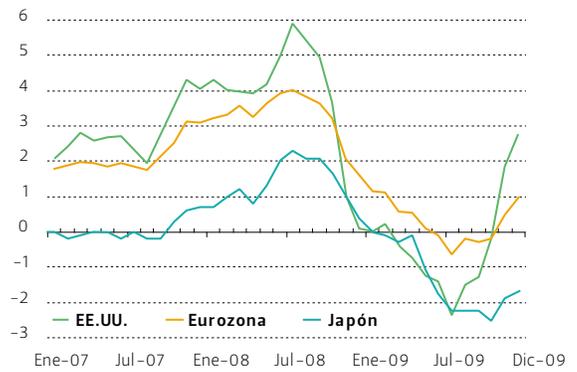
El año 2009 marcó el comienzo de la recuperación de la economía mundial, luego de la grave crisis económica y financiera que se experimentó en 2008. A partir del segundo trimestre del año, el valor de las acciones subió vigorosamente, anticipando la recuperación de la economía real que se produciría más adelante. Los inversionistas, motivados por el nivel históricamente bajo de las tasas de interés, salieron en búsqueda de activos más riesgosos, lo que aumentó su valorización. Esto afectó también al dólar, el cual se depreció con respecto a las demás monedas en gran parte del año. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de los países desarrollados, a pesar de tornarse positivo a mediados de año, no tuvo la intensidad suficiente como para paliar el fuerte aumento en el desempleo que se produjo durante la crisis. La débil posición fiscal en la que quedaron algunos países europeos hizo renacer a finales de año los temores sobre una recaída de la economía mundial. Todos estos eventos afectaron las variables económicas que influyeron en el desempeño de los Fondos Soberanos.

Con el objeto de facilitar la comprensión de la evolución de los recursos en 2009, a continuación se presenta un análisis de las principales variables de las economías relevantes para las inversiones de los fondos.

### 3.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA

Durante la primera mitad de 2009, en plena crisis económica, las economías de los principales países desarrollados continuaron contrayéndose. La disminución de la demanda, el colapso en el intercambio mundial, el alto desempleo y la incertidumbre financiera son algunas de las causas que explicaron este fenómeno. En este contexto, durante el primer trimestre del año, Estados Unidos experimentó una fuerte contracción de 6,4% anualizada, mientras que en la Eurozona la caída fue de 9,5% y en Japón de 12,3% (cuadro 1). El importante repunte de China y de otros países asiáticos, las políticas de estímulo fiscal que reactivaron la demanda agregada y las diversas medidas que lograron estabilizar el mercado financiero y así restituir el acceso al crédito del sector real de la economía, reavivaron la confianza del mundo privado y sentaron las bases para la recuperación económica. Esto se vio reflejado en los crecimientos positivos que experimentaron muchos países a partir del tercer trimestre. No obstante, en la mayoría de los países desarrollados, dicha recuperación no compensó el fuerte desaceleramiento del primer trimestre. De esta forma, Estados Unidos experimentó en 2009 un crecimiento de -2,4%, la Eurozona de -4,0% y Japón de -5,0%. A pesar de una recuperación incipiente, las perspectivas sobre el desempleo continuaron siendo negativas hacia finales de año alcanzando 10,0% en las economías estadounidense y europea. En Japón el desempleo fue de 5,1% al cierre de año.

Gráfico 7\_ Tasas de inflación, 2007-2009  
(porcentaje)

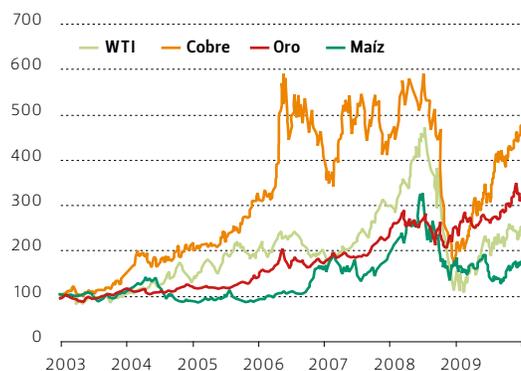


Fuente: *bcch*

### 3.2 INFLACIÓN

La contracción económica mundial causó el colapso de las presiones inflacionarias que se experimentaron durante el año 2008. Se dio paso así a temores deflacionarios cuando los precios de los *commodities* sufrieron bajas significativas y las principales economías mundiales se desaceleraron. Por ejemplo, a mediados de 2009 en Estados Unidos la tasa de inflación en 12 meses alcanzó  $-2,4\%$ ; en la Eurozona llegó a  $-0,6\%$ , mientras que Japón registró  $-2,2\%$ . Sin embargo, las medidas fuertemente expansivas de los bancos centrales que buscaban reactivar sus economías, también permitieron controlar el eventual escenario deflacionario. Asimismo, el imparable crecimiento de China y de otros países emergentes y la recuperación económica mundial generaron un aumento en la demanda por materias primas y, en consecuencia, alzas en sus precios. De esta forma, la tasa de inflación anual en 2009 finalmente fue de  $2,7\%$  en Estados Unidos y  $0,9\%$  en la Eurozona. Japón experimentó una deflación de  $-1,7\%$  (gráfico 7).

Gráfico 8\_ Índice de precios de *commodities*, 2003–2009  
(Enero 2003 = 100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 9\_ Paridades cambiarias, 2009  
(Enero 2009 = 100)



Fuente: Bloomberg

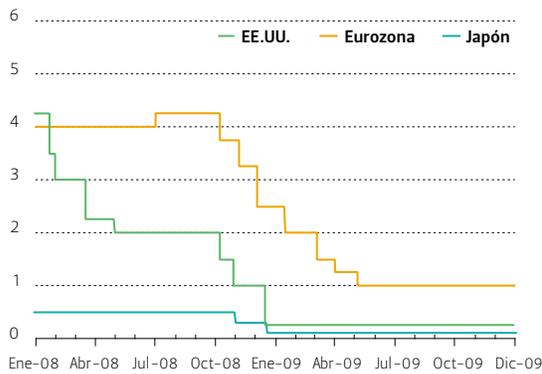
### 3.3 PRECIO DE COMMODITIES

Luego del desplome de los precios de los *commodities* a fines de 2008, periodo en el cual alcanzaron sus máximos históricos, éstos experimentaron un alza sostenida en 2009 (*gráfico 8*). El aumento en sus precios se explica por la fuerte demanda por parte de China, cuyo producto, a pesar de la crisis económica mundial, siguió expandiéndose a tasas elevadas. En una menor medida, la depreciación del dólar también influyó en el aumento de los precios de los *commodities* en dicha moneda. A inicios de año el petróleo WTI se encontraba en niveles de US\$ 44,6 dólares el barril, mientras que el cobre se alzaba en US\$ 1,40 la libra. En contraste, hacia fines de 2009 el precio del petróleo WTI alcanzó US\$ 79,4 por barril, mientras que el cobre llegó a US\$ 3,33 la libra.

### 3.4 TIPOS DE CAMBIO

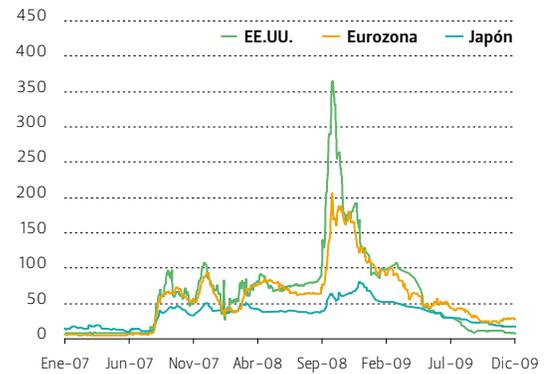
Durante el primer trimestre de 2009, el euro y el yen se depreciaron con respecto al dólar debido a los temores presentes sobre el estado de la economía mundial, lo que llevó a los inversionistas a refugiarse en activos de bajo riesgo en dólares. Sin embargo, a medida que los agentes de mercado empezaron a vislumbrar una salida a la crisis producto de las medidas emprendidas por distintos gobiernos y bancos centrales, comenzaron a incrementar su demanda por activos más riesgosos. Esto causó una fuerte depreciación del dólar hasta mediados del último trimestre. Sin embargo, a finales de año, evidencias sobre la difícil situación fiscal que estaban experimentando algunos países europeos generaron una repentina apreciación del dólar. Es así como finalmente en el año 2009, esa moneda se depreció 2,5% con respecto al euro y se apreció 2,5% con respecto al yen (*gráfico 9*).

Gráfico 10\_ Tasas de política monetaria, 2008–2009  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 11\_ Evolución del *spread* Libor–Overnight Index  
Swap, 2007–2009  
(puntos base)



Fuente: Bloomberg

### 3.5 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA

Durante el año 2009, los bancos centrales mantuvieron sus políticas monetarias expansivas con el objetivo de reactivar sus economías. Tanto la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) como el Banco Central de Japón (BCJ) no sólo mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos durante todo el año (en el rango 0–0,25% en el caso de la FED y en 0,1% en el del instituto emisor japonés), sino que han manifestado su intención de no subirlas en el corto plazo. Por su parte, en la Eurozona la tasa de política monetaria inició el 2009 en 2,5%, pero el Banco Central Europeo (BCE) la bajó sucesivamente hasta llegar a 1% en mayo (gráfico 10). Cabe señalar que los entes emisores ya han diseñado estrategias de salida que permitirían retirar paulatinamente los estímulos extraordinarios, mitigando así el riesgo de presiones inflacionarias.

### 3.6 LIQUIDEZ

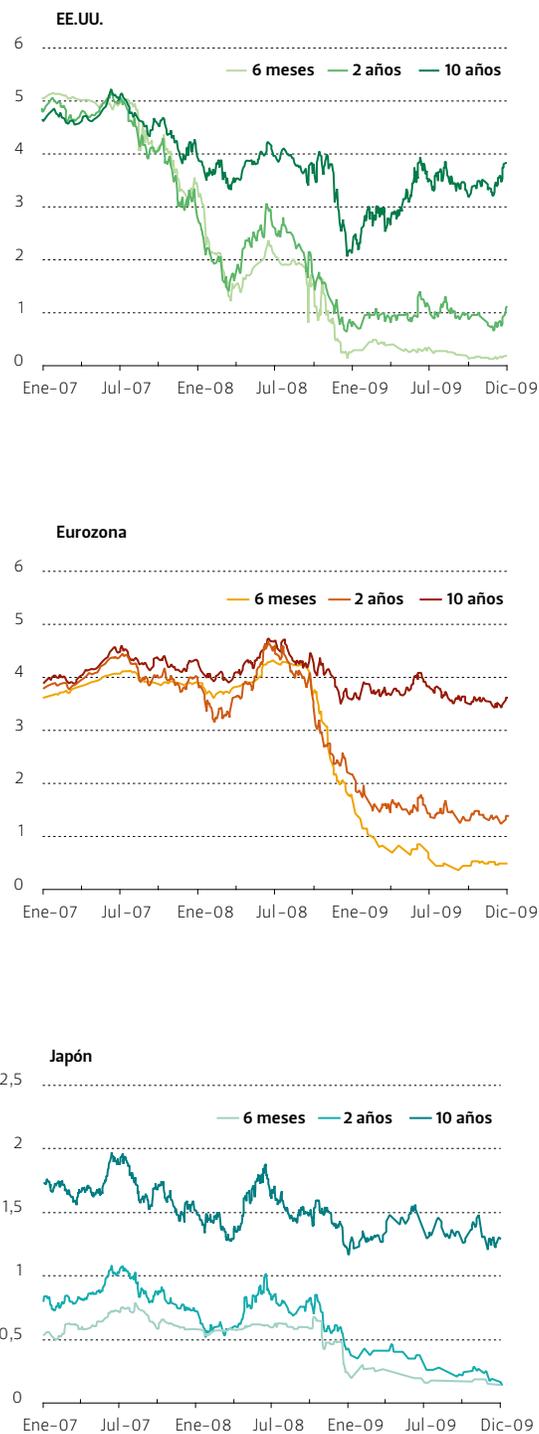
A finales del año 2008, los bancos centrales de gran parte del mundo aplicaron diversas medidas de emergencia para inyectar liquidez al sistema financiero y para rescatar a algunas instituciones afectadas por la crisis. Dentro de las medidas más importantes se pueden mencionar la disminución de las tasas de política monetaria y la compra de distintos tipos de instrumentos de corto y mediano plazo, con el objetivo de bajar el costo de financiamiento e inyectar liquidez (*quantitative easing*). Este esfuerzo coordinado y sin precedentes logró tranquilizar a los inversionistas y permitió que la liquidez y el flujo de crédito volvieran paulatinamente a los mercados.

La liquidez del sistema financiero puede ser medida a través de la diferencia (*spread*) entre la tasa Libor y el Overnight Index Swap. Luego de los niveles históricos de iliquidez alcanzados durante el periodo más álgido de la crisis, donde el *spread* alcanzó 365 puntos base (pb), este indicador se situó hacia fines de 2009 por debajo de los 27 pb en cada una de las economías analizadas. Esta cifra es comparable con los niveles que se experimentaban en los mercados antes de la crisis (gráfico 11).

### 3.7 TASAS DE INTERÉS SOBERANAS

Las tasas de interés de los papeles de gobierno de corto a mediano plazo de Estados Unidos, Europa y Japón no presentaron grandes variaciones durante 2009. Esto se debió principalmente a que los bancos centrales mantuvieron sus tasas de referencia. La tasa a 2 años del país norteamericano subió apenas 37 pb, cerrando el año en 1,14%. En la Eurozona, en cambio, dicha tasa bajó 76 pb, y se situó en 1,37% a fines de diciembre. Por último, en Japón ésta bajó 23 pb situándose al cierre del año en 0,15%. Las tasas de largo plazo se vieron afectadas por una alta volatilidad, asociada a las noticias sobre la salud y la recuperación de la economía mundial. La mayor variación se experimentó en Estados Unidos, donde la tasa a 10 años subió más de 160 pb, cerrando el año en 3,84% (gráfico 12).

Gráfico 12\_ Tasas de interés soberanas a 6 meses, 2 años y 10 años, 2007-2009 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg

---

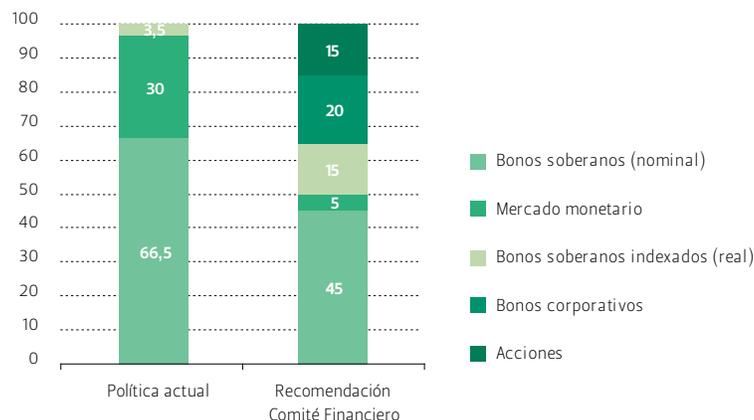
# 4 FRP y FEES

---

M



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



Fuente: Ministerio de Hacienda

#### 4.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

Desde su implementación, los Fondos Soberanos han tenido 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 era inicialmente de naturaleza transitoria, a la espera de las recomendaciones que el Comité Financiero pudiese hacer, y obedeció principalmente a que era prudente y a que el BCCh contaba con una vasta experiencia en la gestión de tales instrumentos.

Aunque el Ministro de Hacienda definió en el primer trimestre de 2008, en base a las recomendaciones del Comité, una nueva política más acorde con las características de los fondos, su implementación quedó postergada producto de la crisis económica y financiera de fines de ese año. A pesar de la recomendación del Comité Financiero realizada en 2009 de retomar el proceso de diversificación de las inversiones en el caso del FRP, el Ministro de Hacienda decidió no innovar debido a que el resultado de la eventual modificación se apreciaría sólo tras concluir su mandato. De esta forma, las políticas de inversión vigentes mantienen sus parámetros iniciales (*gráfico 13*).

La composición estratégica de activos consiste en 66,5% en bonos soberanos nominales, 30% en instrumentos del mercado monetario —como depósitos bancarios de corto plazo y letras del Tesoro— y 3,5% en bonos soberanos indexados (*cuadro 2*). Esta es una política conservadora, ya que no incluye otras clases de activos más riesgosas tales como acciones, bonos corporativos o inversiones alternativas<sup>8</sup>.

La política de inversión de los fondos permite desviaciones respecto a la composición estratégica de activos. Sin embargo, existen restricciones que limitan la exposición máxima por tipo de riesgo crediticio de los instrumentos financieros (*cuadro 3*).

Por otra parte, se ha establecido una composición de referencia de monedas de acuerdo a las siguientes proporciones: 50% dólares de EE.UU., 40% euros y 10% yenes. El administrador de los fondos puede desviarse como máximo 5% de estos valores (*cuadro 4*). Adicionalmente, estas pautas permiten la inversión en instrumentos denominados en otras nueve monedas, condicionadas a la existencia de una cobertura de riesgo cambiario respecto a alguna de las monedas referenciales<sup>9</sup>.

Con el fin de evaluar la gestión del BCCh se definió un comparador referencial (*benchmark*) compuesto por índices representativos de los mercados de bonos soberanos nominales, mercado monetario y bonos indexados, específicos para cada moneda. Los instrumentos del mercado monetario se comparan con los índices elaborados por Merrill Lynch de tasas Libid y de tasas de letras del Tesoro. En el caso de los bonos soberanos nominales se emplean los subíndices del Barclays Capital Global Treasury Index del mercado norteamericano, alemán y japonés<sup>10</sup>. Finalmente, para los bonos soberanos indexados a la inflación se ocupa el Barclays Capital U.S. Treasury: U.S. TIPS Index para el tramo 1–10 años (*cuadro 5*).

**Cuadro 2\_ Composición estratégica de activos**  
(porcentaje)

Clase de activos	Composición
Bonos soberanos (nominal)	66,5
Mercado monetario	30,0
Bonos soberanos indexados (real)	3,5

Fuente: Ministerio de Hacienda

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

9 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.

10 Los índices de bonos soberanos nominales para cada moneda se construyen a partir de subíndices por tramos de madurez de la siguiente manera: 45% tramo 1–3 años, 30% tramo 3–5 años y 12,5% los tramos 5–7 y 7–10 años.

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

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

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 4\_ Composición referencial de monedas  
(porcentaje)

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

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 5\_ 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

La rentabilidad de los Fondos Soberanos se mide según dos metodologías: la *Time Weighted Rate of Return* (TWR) y la Tasa Interna de Retorno (TIR). El criterio utilizado se basa en las mejores prácticas establecidas por el Global Investment Performance Standards del CFA Institute y otros estándares internacionales usados en diferentes mercados.

**Time Weighted Rate of Return (TWR)**

La TWR se utiliza generalmente para medir la rentabilidad de las inversiones y el desempeño del administrador de los recursos; es decir, su habilidad para generar rentabilidades por sobre un comparador referencial. Su cálculo neutraliza los efectos distorsionadores que pueden ocasionar los flujos de entrada o salida que están fuera del control del administrador.

En el caso del FEES y FRP, el valor neto a precios de mercado del portafolio se puede escribir como:

$$V_t^{\text{neto}} = V_t^{\text{bruto}} - C_t^{\text{administración}} - C_t^{\text{custodia}} - C_t^{\text{otros}} + G_t^{\text{seclend}},$$

donde

$V_t^{\text{neto}}$  = valor de mercado neto de los fondos en día  $t$ ,

$V_t^{\text{bruto}}$  = valor de mercado bruto de los fondos en día  $t$ ,

$C_t^{\text{administración}}$  = costo del servicio de administración de los recursos en día  $t$ ,

$C_t^{\text{custodia}}$  = costos de custodia (fijos y variables) en día  $t$ ,

$C_t^{\text{otros}}$  = costos de consultorías y otros costos en día  $t$ , y

$G_t^{\text{seclend}}$  = ganancias del programa de préstamo de valores (securities lending)<sup>(a)</sup> en día  $t$ .

De esta manera, suponiendo que tanto los aportes como retiros se realizan al final del día, la fórmula que se utiliza para el cálculo diario de la rentabilidad TWR es:

$$TWR_t = \frac{V_t^{\text{neto}} - F_n_t}{V_{t-1}^{\text{neto}}},$$

$$F_n_t = \text{Aportes}_t - \text{Retiros}_t - C_t^{\text{custodia}} - C_t^{\text{otros}} + G_t^{\text{seclend}},$$

(a) Estos ingresos son recibidos al prestar los instrumentos financieros mantenidos bajo custodia. En el caso de los fondos, dichos préstamos son colateralizados.

donde

$F_n_t$  = flujo de ajuste en día  $t$ ,

$\text{Aportes}_t$  = aportes de capital en día  $t$ , y

$\text{Retiros}_t$  = retiros de capital en día  $t$ ,

El ajuste  $F_n_t$  elimina del cálculo de la TWR todas las variables que afectan la variación diaria del valor de mercado y que son causadas por flujos que están fuera del control del administrador. Por ejemplo, elimina el efecto de los aportes y retiros de capital. Asimismo, excluye los pagos asociados a la custodia de valores o a consultorías, que por lo general no dependen de la administración. Lo mismo sucede con los ingresos por préstamo de valores, los cuales son independientes de las decisiones de inversión. Por el contrario, el ajuste no elimina de la TWR los costos de administración, ya que ellos dependen en gran parte del estilo o estrategia del administrador.

Una vez obtenida una serie de retornos  $TWR_t$  con  $t=t_0 \dots T$ , la rentabilidad del período se puede calcular como:

$$R_{t_0}^T = \left[ \prod_{t=t_0}^T (1 + TWR_t) \right] - 1$$

La rentabilidad anualizada se obtiene de la siguiente forma:

$$(1 + R_{t_0}^T)^{\frac{365}{(T-t_0)}} - 1$$

**Tasa interna de retorno (TIR)**

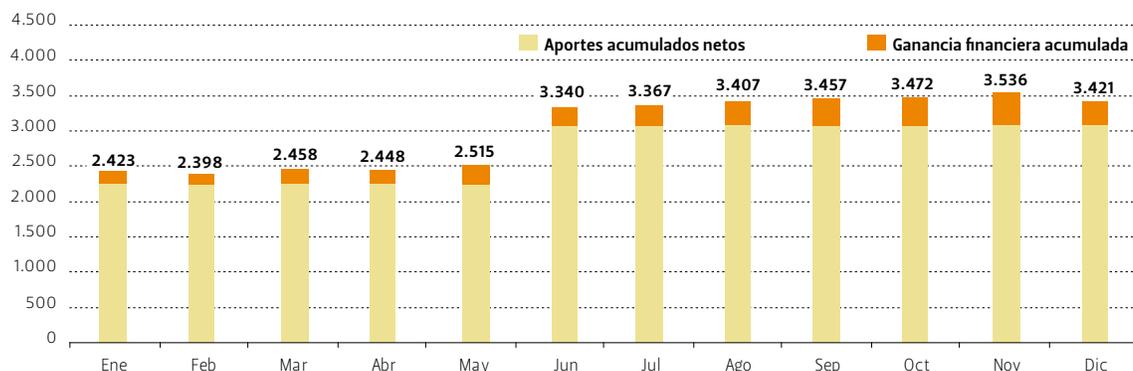
La TIR es el retorno efectivo de las inversiones y su cálculo incluye los efectos de los flujos de caja. Las rentabilidades de periodos con mayores recursos acumulados influirán en mayor grado la TIR. El cálculo de la TIR considera todos los costos asociados a la administración e inversión del portafolio. La tasa interna de retorno entre  $t_0$  y  $T$  se obtiene resolviendo la siguiente ecuación:

$$V_{t_0}^{\text{neto}} + \sum_{t=t_0}^T \frac{F_n_t}{(1 + TIR)^{\frac{(t-t_0)}{365}}} = \frac{V_T^{\text{neto}}}{(1 + TIR)^{\frac{(T-t_0)}{365}}},$$

donde

$$F_n_t = \text{Aportes}_t - \text{Retiros}_t - C_t^{\text{administración}} - C_t^{\text{custodia}} - C_t^{\text{otros}} + G_t^{\text{seclend}}.$$

Gráfico 14\_ Valor del FRP: aportes y ganancias financieras en 2009  
(millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

## 4.2 VALOR DE MERCADO Y ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

Esta sección analiza el valor de mercado y las rentabilidades que alcanzaron los fondos durante 2009. 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). 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 (*recuadro 2*).

Cuadro 6\_ 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

Fuente: Ministerio de Hacienda

### Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)

El valor de mercado del FRP al 31 de diciembre de 2009 fue de US\$ 3.421 millones, lo cual representa un incremento de US\$ 914 millones con respecto al cierre de 2008. Este aumento se origina a partir de un nuevo aporte por US\$ 837 millones y de ganancias financieras netas por US\$ 77 millones. En el año las inversiones devengaron intereses por US\$ 72 millones.

Desde su creación, el 28 de diciembre de 2006, el fondo ha recibido aportes por US\$ 3.087 millones (*cuadro 6*) y sus inversiones han generado ganancias financieras netas de US\$ 334 millones (*gráfico 14*). Los intereses devengados en este período corresponden a US\$ 189 millones.

Cuadro 7\_ Rentabilidad neta del FRP desglosada en moneda de origen y tipo de cambio (porcentaje)

	TR I	TR II	TR III	TR IV	2009
Moneda de origen	0,58	-0,69	1,04	0,05	1,00
Tipo de cambio	-2,52	2,52	2,47	-1,09	1,28
<b>Total (us\$)</b>	<b>-1,94</b>	<b>1,83</b>	<b>3,51</b>	<b>-1,04</b>	<b>2,28</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 8\_ Rentabilidad neta del FRP (porcentaje)

Rentabilidad	2007	2008	2009	Desde inicio (anualizada)
TWR	8,86 <sup>(a)</sup>	7,59	2,28	6,78 <sup>(b)</sup>
TIR	12,05	6,42	2,65	5,70

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

Fuente: Ministerio de Hacienda

La rentabilidad del FRP fue 2,28% en 2009 y se descompone en un retorno de 1,00% proveniente de las ganancias en la moneda de origen de los instrumentos y en 1,28% por los efectos de los tipos de cambio (cuadro 7)<sup>11</sup>. Este resultado fue causado, en gran medida, por el nivel excepcionalmente bajo que alcanzaron las tasas de interés en los mercados internacionales y fue acentuado por el mayor apetito al riesgo de los inversionistas que vendieron instrumentos más seguros, como los de la cartera del FRP, en la búsqueda de mayores retornos. Al analizar la evolución de la rentabilidad trimestral del fondo, es posible observar que durante 2009 experimentó variaciones significativas causadas principalmente por los movimientos en las paridades cambiarias. En el primer trimestre se registró el retorno más bajo del año (-1,94%), resultado de una importante depreciación del euro y del yen con respecto al dólar. Este efecto fue compensado, en parte, por el buen desempeño de los instrumentos financieros en su moneda de origen, debido a la demanda por instrumentos menos riesgosos al no existir claridad sobre la extensión de la crisis. La rentabilidad del segundo trimestre fue de 1,83%, producto de una depreciación del dólar con respecto al euro. Esto fue contrarrestado, en parte, por el alza de las tasas de interés en EE.UU. en ese periodo, que afectó la rentabilidad de los instrumentos soberanos emitidos por ese país. Posteriormente, en el tercer trimestre, se experimentó el mejor retorno del año (3,51%) derivado de la marcada apreciación del euro y del yen con respecto al dólar. Finalmente, la rentabilidad de -1,04% en el último trimestre obedeció a la apreciación del dólar con respecto al euro y al yen, mientras el nivel de tasas no sufrió mayores variaciones.

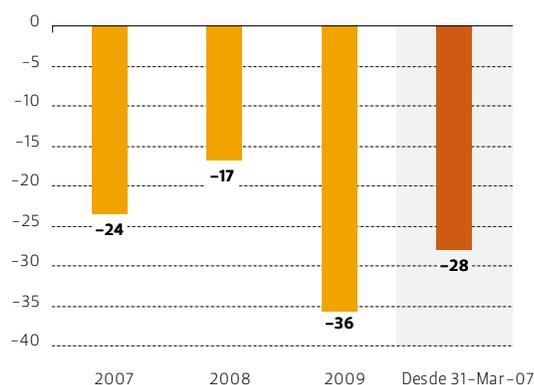
11 La rentabilidad de los Fondos Soberanos se ve afectada principalmente por las tasas de interés y los tipos de cambio. El nivel y los movimientos de las tasas de interés determina en gran parte el valor de los instrumentos financieros en su moneda de emisión (moneda de origen). No obstante, dado que 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 15\_ Índice que representa la rentabilidad del FRP  
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda

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



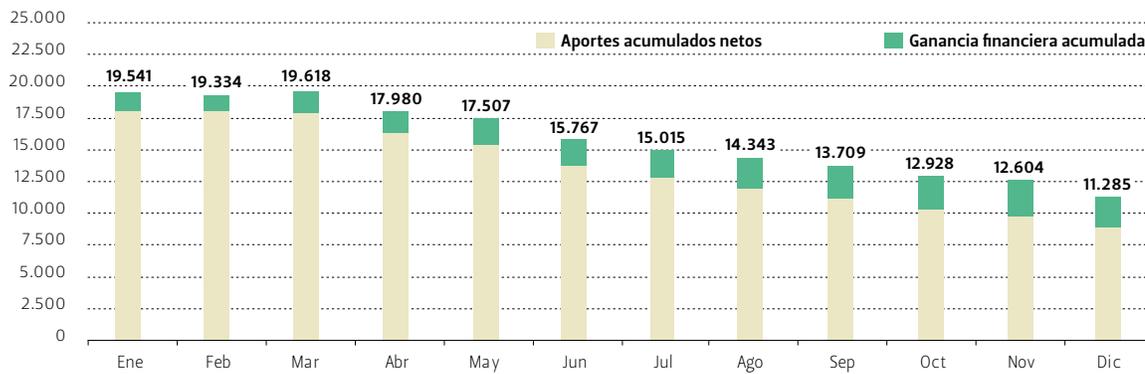
Fuente: Ministerio de Hacienda

La rentabilidad obtenida en 2009 contrasta con la de 2008, cuando la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas aumentó la demanda y los precios de los instrumentos del FRP y consecuentemente su retorno. Medida desde el 31 de marzo de 2007, momento en que el BCch empezó a medir el desempeño de la administración, el FRP ha obtenido una rentabilidad promedio que alcanzó 6,78% anual. Por su parte, la TIR fue de 2,65% en 2009 y 5,70% anual desde la creación del fondo (*cuadro 8*).

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. El índice alcanzó 119,82 puntos a fines de 2009 y se compara favorablemente con 117,15 y 108,86 al cierre de 2008 y 2007, respectivamente (*gráfico 15*).

El desempeño del BCch, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, estuvo por debajo en 36 pb en 2009, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anual fue 28 pb inferior a la del *benchmark* (*gráfico 16*).

Gráfico 17\_ Valor del FEES: aportes y ganancias financieras en 2009  
(millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 9\_ Aportes y retiros al FEES  
(millones de dólares)

Periodo	Aportes		Retiros	
	Monto	% PIB (año ant.)	Monto	% PIB (año ant.)
2007	13.100	8,9	—	—
2008	5.000	3,1	—	—
2009	—	—	9.278	5,5

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 10\_ Rentabilidad neta del FEES desglosada en moneda de origen y tipo de cambio  
(porcentaje)

	TR I	TR II	TR III	TR IV	2009
Moneda de origen	0,58	-0,57	1,03	0,13	1,19
Tipo de cambio	-2,52	2,52	2,47	-1,09	1,28
<b>Total (US\$)</b>	<b>-1,94</b>	<b>1,95</b>	<b>3,50</b>	<b>-0,96</b>	<b>2,47</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

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

El valor de mercado del FEES al cierre de 2009 fue US\$ 11.285 millones. Esto representa una reducción de US\$ 8.926 millones respecto al monto de fines de 2008. Esta disminución se explica por los retiros efectuados durante el año, que alcanzaron los US\$ 9.278 millones, compensada en parte por ganancias financieras netas de US\$ 352 millones. En 2009 no se realizaron nuevos aportes debido a que en años anteriores ya se había contribuido, ya sea como anticipo de capital o por concepto de rentabilidad, lo que correspondía aportar este año. En 2009 la cartera de inversiones devengó intereses por US\$ 404 millones.

Desde su inicio, el 6 de marzo de 2007, el FEES ha recibido aportes de capital por la suma de US\$ 18.100 millones (cuadro 9), ha sido objeto de retiros por US\$ 9.278 —de los cuales US\$ 2.278 millones corresponden a la capitalización de Codelco, amortizaciones de deuda y traspasos al FRP— y ha generado ganancias financieras netas de US\$ 2.462 millones (gráfico 17). En este periodo, las inversiones han devengado intereses por US\$ 1.354 millones.

La rentabilidad neta del FEES durante 2009 fue de 2,47% y se descompone en un retorno de 1,19% en moneda de origen y en 1,28% por los efectos de los tipos de cambio (cuadro 10). Cabe señalar que, hasta el cierre de ese año, el comportamiento de los retornos tanto del FEES como del FRP era muy parecido ya que han tenido la misma política de inversión desde sus inicios. Así, la rentabilidad registrada por el FEES en el año estuvo muy

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

influenciada por las variaciones de las paridades cambiarias. En el primer trimestre la rentabilidad alcanzó un mínimo de -1,94% debido a la apreciación generalizada del dólar, mientras que en el segundo y tercero los retornos fueron positivos alcanzando 1,95% y 3,50%, respectivamente, principalmente por la apreciación del euro con respecto al dólar en respuesta a la recuperación de los mercados financieros. Finalmente, en el último trimestre la rentabilidad fue de -0,96%, explicada en gran medida por la depreciación del euro y del yen frente al dólar.

La rentabilidad acumulada desde el 31 de marzo de 2007 llegó a 6,88% anual (recuadro 3). Por su parte, la TIR de las inversiones fue de 2,17% en 2009 y de 6,16% anual desde el inicio del fondo (cuadro 11).

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 2009 el índice alcanzó a 120,12 (gráfico 18) y se compara favorablemente con 117,22 y 108,89 a fines de 2008 y 2007 respectivamente.

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 2009 y en 18 pb anualizada desde el 31 de marzo de 2007 (gráfico 19).

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

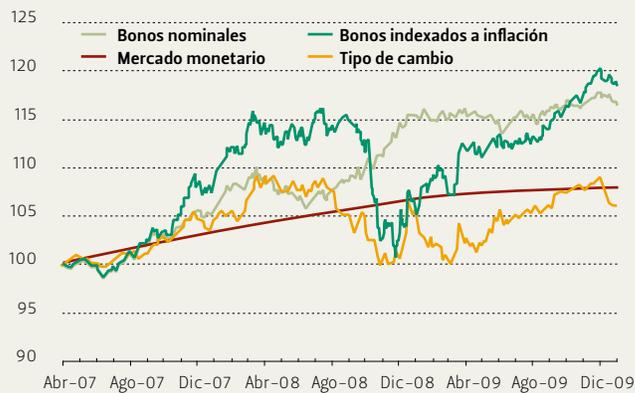
Cuadro 11\_ Rentabilidad neta del FEES (porcentaje)

Rentabilidad	2007	2008	2009	Desde inicio (anualizada)
TWR	8,89 <sup>(a)</sup>	7,63	2,47	6,88 <sup>(b)</sup>
TIR	10,20	6,80	2,17	6,16

(a), (b) Calculada a partir del 31 de marzo de 2007  
Fuente: Ministerio de Hacienda

RECUADRO 3 Comportamiento de las clases de activos de la política de inversión desde el inicio de los Fondos Soberanos

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

El portafolio de los Fondos Soberanos está constituido por distintas clases de activos, cuya evolución conjunta dictamina 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 por tipo de instrumento (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 6,4% anual en moneda de origen. No obstante, este tipo de instrumentos presentó en términos nominales una gran volatilidad, debido a los cambios en las expectativas de inflación de la economía norteamericana antes, durante y después de la crisis.

En segundo lugar se encuentran los bonos soberanos nominales, cuya rentabilidad en el mismo periodo fue de 5,7% 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. 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 de 2,8% anual en moneda de origen en el mismo periodo. 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.

Por último, la evolución del portafolio que simula las paridades cambiarias estuvo marcada por la depreciación del dólar con respecto al euro y al yen desde el inicio de los fondos, lo que generó una rentabilidad positiva de aproximadamente 2,2% anual.

Cuadro 12\_ Costos de inversión e ingresos por *securities lending* FRP y FEES  
(miles de dólares)

FRP			
Ítems	2007	2008	2009
Custodia (J.P. Morgan)	—	211,8	192,9
Administración (BCCh)	49,2	97,5	155,4
Otros costos	—	10,7	—
<b>Costos totales</b>	<b>49,2</b>	<b>320,0</b>	<b>348,3</b>
Securities lending	—	338,9	205,7

FEES			
Ítems	2007	2008	2009
Custodia (J.P. Morgan)	—	972,3	816,7
Administración (BCCh)	465,8	791,2	804,6
Otros costos	—	84,3	—
<b>Costos totales</b>	<b>465,8</b>	<b>1.847,7</b>	<b>1.621,3</b>
Securities lending	—	3.504,1	924,8

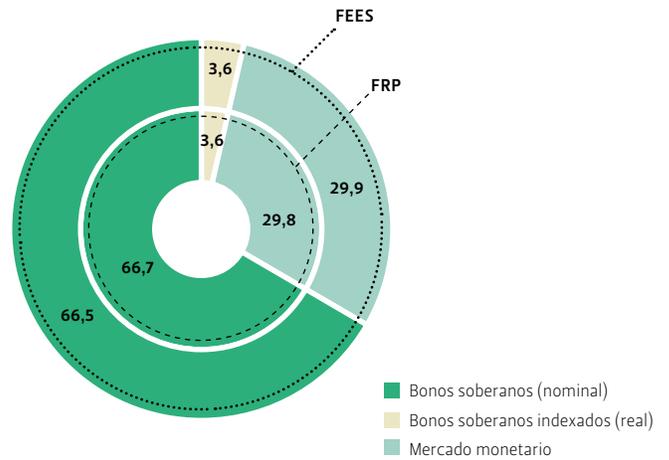
Fuente: Ministerio de Hacienda

#### 4.3 COSTOS DE ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA

El costo total asociado a la gestión de los Fondos Soberanos durante 2009 ascendió a US\$ 1.969,6 mil, de los cuales US\$ 348,3 mil corresponden al FRP y US\$ 1.621,3 mil al FEES. Dichos gastos fueron compensados en parte por los ingresos generados por el programa de *securities lending*, que alcanzaron US\$ 1.130,5 mil.

En el caso del FRP, el costo total asociado a la gestión se descompone en servicios de custodia por US\$ 192,9 mil y la remuneración asociada a la administración del BCCh, que alcanzó US\$ 155,4 mil. El costo del BCCh representa 0,52 pb del tamaño del portafolio. Tales gastos de administración y custodia fueron compensados en parte por el programa de *securities lending*, que generó ingresos por US\$ 205,7 mil (*cuadro 12*). Respecto del FEES, el costo total asociado a su gestión se descompone en pagos al custodio por US\$ 816,7 mil y remuneraciones del BCCh que alcanzaron US\$ 804,6 mil. La administración del BCCh representó 0,51 pb del FEES. Los ingresos provenientes del programa de *securities lending* fueron de US\$ 924,8 mil, mitigando en parte el costo total de la gestión de ese fondo.

Gráfico 20\_ Composición por clase de activo FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009 (porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

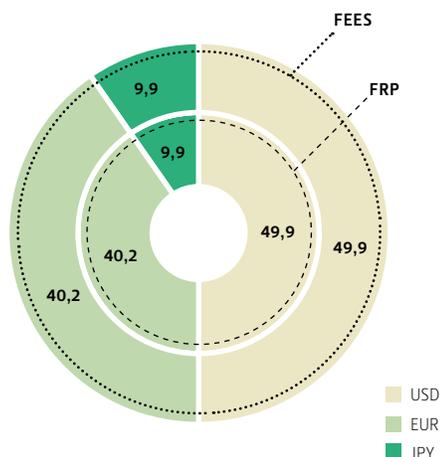
#### 4.4 COMPOSICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL PORTAFOLIO

La composición de los portafolios de inversión del FRP y del FEES es bastante conservadora, ya que sólo incorpora instrumentos de renta fija y de alta calidad crediticia. Esto permite que sus retornos sean estables y que las eventuales pérdidas generadas por el no pago del emisor del instrumento sean poco probables.

A diciembre de 2009, la composición por clase de activos del FRP consistía en 66,7% (US\$ 2.280 millones) en bonos soberanos nominales; 29,8% (US\$ 1.019 millones) en instrumentos del mercado monetario<sup>12</sup> y 3,6% (US\$ 122 millones) en bonos soberanos indexados. Por su parte, el FEES estaba compuesto por 66,5%

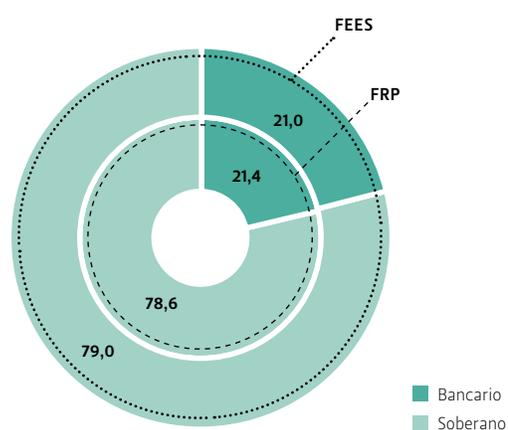
<sup>12</sup> Incluye letras emitidas por entidades soberanas con una madurez menor a un año.

Gráfico 21\_ Composición de monedas FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009 (porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 22\_ Composición por tipo de riesgo crediticio FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009 (porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

(us\$ 7.509 millones) de bonos soberanos nominales; 29,9% (us\$ 3.374 millones) de activos del mercado monetario y 3,6% (us\$ 402 millones) de bonos soberanos indexados (gráfico 20). En ambos fondos la composición por clase de activo fue similar a la de sus comparadores referenciales (benchmark) al cierre del año.

Por otra parte, la composición por moneda se mantuvo estable durante todo el año y fue similar a la meta de la política de inversión. Al 31 de diciembre de 2009, cada fondo poseía un 50% en dólares, un 40% en euros y un 10% en yenes (gráfico 21).

En el año 2009 los fondos aumentaron marginalmente la exposición al sector bancario. Esto se debió principalmente a las mejores condiciones financieras de este tipo de instituciones con respecto a 2008 y a que ofrecen un retorno levemente superior al de instrumentos soberanos de la misma duración. Así, las posiciones en depósitos a plazo aumentaron desde aproximadamente 18% a finales del año 2008 a cerca de 21% en 2009. En cambio, la exposición al riesgo soberano disminuyó de 82% al cierre de 2008 a aproximadamente 79% en 2009 (gráfico 22).

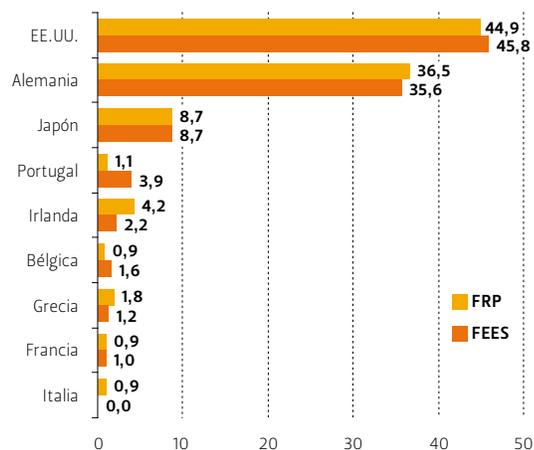
Cuadro 13\_ Exposición crediticia FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009 (porcentaje del portafolio)

Emisor	Clasificación de Riesgo							
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
<b>FRP</b>								
Soberano	64,8	0,7	11,0	0,7	—	—	—	1,5
Bancario	—	—	1,5	7,4	9,7	2,8	—	—
<b>FEES</b>								
Soberano	65,1	1,3	11,6	—	—	—	—	1,0
Bancario	—	—	1,7	12,2	4,8	2,3	—	—

Fuente: Ministerio de Hacienda

El bcch monitoreó activamente la exposición crediticia de los instrumentos de los portafolios y favoreció a las instituciones con menores riesgos relativos. De esta forma, las inversiones en depósitos bancarios con clasificación de riesgo entre A+ y A alcanzaron a diciembre de 2009 sólo un 12,5% del FRP y 7,1% del FEES, siendo el remanente invertido en instituciones con calidades crediticias superiores (cuadro 13). Cabe señalar que la mayoría de las instituciones bancarias que recibieron recursos de los fondos se encontraba localizada en Europa (cuadro 14). En el caso de la exposición en instrumentos soberanos, la mayoría de estas inversiones estaba en papeles emitidos por Estados Unidos, Alemania y Japón, países que mantuvieron sólidas clasificaciones de riesgo (gráfico 23). No obstante, a fines de año también existían posiciones menores en papeles de corto plazo en Grecia, Portugal e Irlanda, cuyos bonos se vieron negativamente afectados por el alza de tasas producto de su frágil situación fiscal. En el caso particular de Grecia, la baja en las clasificaciones de riesgo otorgadas tanto por Fitch como por Standard & Poors causó que el 16 de diciembre dicho emisor sobrepasara el límite mínimo de riesgo definido en las directrices y dejase de ser elegible (ver sección 5.2 Riesgo Crediticio). El bcch, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, tomó las medidas necesarias para reducir la exposición a este país<sup>13</sup>.

Gráfico 23\_ Inversiones en instrumentos soberanos (porcentaje del total)



Fuente: Ministerio de Hacienda

13 A la fecha de publicación de este informe, la cartera de los fondos no incluye posiciones en instrumentos del gobierno griego.

Cuadro 14\_ Listado de bancos con depósitos vigentes FRP y FEES  
al 31 de diciembre de 2009

Bancos	País	FRP	FEES
ABN AMRO Bank NV	Holanda	X	X
Allied Irish Banks	Irlanda	X	X
Banco Santander Central Hispano SA	España	X	X
Bank of Ireland	Irlanda		X
Bank of Scotland PLC	Reino Unido	X	X
Barclays Bank PLC	Reino Unido	X	X
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	Alemania	X	X
Bayerische Landesbank	Alemania	X	X
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	España	X	X
Dexia Bank Belgium SA	Bélgica	X	X
Erste Group Bank AG	Austria	X	X
Fortis Bank NV/SA	Bélgica	X	X
ING Bank NV	Holanda	X	X
KBC Bank NV	Bélgica	X	X
Landesbank Baden-Wuerttemberg	Alemania	X	X
Lloyds TSB Bank PLC	Reino Unido	X	X
Mizuho Corporate Bank LTD	Japón	X	X
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG	Austria		X
Royal Bank of Scotland (The) PLC	Reino Unido	X	X
Société Générale	Francia		X

Fuente: Ministerio de Hacienda

---

# 5 Descripción de los Riesgos Financieros

---



M

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.

Cuadro 15\_ Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2009 (años)

Fondo	Portafolio	Benchmark
FRP	2,47	2,51
FEES	2,46	2,51

Fuente: Ministerio de Hacienda

## 5.1 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 mayor impacto tienen 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 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 2,51 años a fines de 2009. Por su parte, el FRP y el FEES tenían a esa fecha una duración de 2,47 y 2,46 años respectivamente. Las directrices establecen que la duración efectiva de los fondos no debe sobrepasar en más de 5 meses la de referencia (*cuadro 15*). Durante todo el año esta restricción fue cumplida por el BCCh y al 31 de diciembre de 2009 la diferencia entre la duración del comparador referencial y la de los fondos no excedía un mes.

Cuadro 16\_ Requisitos mínimos y límites por emisor y riesgo crediticio

Riesgo Crediticio	Clasificación de Riesgo <sup>(a)</sup> <sup>(b)</sup>						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

### 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%).

## 5.2 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 16).

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.

### 5.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

Ante necesidades de dinero en efectivo, los inversionistas se ven en la obligación de liquidar algunas de sus inversiones financieras. El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se pueden generar si es necesario vender instrumentos en forma anticipada para satisfacer dichas necesidades de caja. En situaciones de incertidumbre, las inversiones podrían estar expuestas a descuentos importantes producto de caídas bruscas en los precios por falta de demanda o profundidad de mercado y por la venta forzada de instrumentos de mediano plazo en momentos inoportunos.

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 2009 era de 29,8% para el FRP y de 29,9% para el FEES. Se consideran activos líquidos los depósitos a plazo, certificados de depósito y letras del Tesoro, ya que estos papeles se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y por poseer un mercado que permite liquidarlos rápidamente sin penalizaciones importantes.

#### 5.4 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 indicadores referenciales (*benchmarks*) con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad. Por el contrario, si toma posiciones en instrumentos distintos a los del *benchmark* —lo que se puede traducir en una distinta duración o composición de monedas, entre otros— con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste, su estrategia es considerada activa. 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), 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 2009, el TE de los fondos era cercano a los 19 pb. Este valor es bajo y evidencia una administración pasiva. Es importante mencionar que la norma de la industria recomienda al menos tres años de historia para realizar una buena estimación del TE y dado que los fondos no cumplen con ese requisito, el TE informado debe ser considerado como una aproximación.

#### 5.5 RIESGO OPERACIONAL

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

Este riesgo ha sido mitigado delegando al BCCH la administración operativa de los fondos, 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.

Cuadro 18\_ Máximos y mínimos retornos históricos FRP y FEES  
(porcentaje)

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

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 17\_ Volatilidad mensual anualizada de los Fondos Soberanos y su comparador referencial  
(porcentaje)

Volatilidad	1 año	Inicio
FRP	7,0	6,7
FEES	6,9	6,6
Benchmark	7,0	6,7

Fuente: Ministerio de Hacienda

## 5.6 VOLATILIDAD Y OTROS INDICADORES

Uno de los indicadores típicamente utilizado para medir el riesgo de un portafolio es la volatilidad de sus retornos, que se calcula a partir de su desviación estándar. Los retornos del FRP experimentaron una volatilidad anual de 7,0% en 2009, mientras que los del FEES llegaron a 6,9%. Este valor baja a 6,7% para el FRP y 6,6% para el FEES si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (*cuadro 17*). Cabe señalar que las fluctuaciones de las paridades cambiarias (7,1%) causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los fondos en el año 2009.

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 18*).

Finalmente, el *Value-at-Risk* (var) es una medida que se utiliza para cuantificar las pérdidas potenciales en un período de tiempo con una cierta probabilidad. A fines de diciembre de 2009, el var mensual obtenido a partir de la volatilidad diaria del portafolio y con un nivel de confianza del 84% era de US\$ 45 millones para el FRP y US\$ 147 millones para el FEES.

---

# 6

Balance 2006 - 2009

---



Con el perfeccionamiento de la política fiscal y las reglas de acumulación de activos, el gobierno de la Presidenta Bachelet deja un legado trascendente que acompañará a nuestro país en el tránsito al desarrollo. La creación de los Fondos Soberanos y los ahorros acumulados durante el boom de los *commodities* fueron particularmente relevantes durante la reciente crisis internacional, ya que ayudaron a sostener el gasto social del gobierno, protegiendo a las personas potencialmente más vulnerables de la crisis económica global.

La sólida institucionalidad creada para su administración asegura un manejo responsable y de largo plazo de los recursos de todos los chilenos. La importancia de este legado no sólo se refleja en los buenos resultados obtenidos en las inversiones de los fondos, sino también en el profesionalismo de los procesos de inversión y la alta transparencia de sus operaciones.

Estos logros son consecuencia del compromiso de este gobierno con exigentes estándares en la gestión de portafolios de inversión y en la administración de los Fondos Soberanos, los cuales gozan de la más alta reputación internacional.

## 6.1 CREACIÓN DE LA INSTITUCIONALIDAD

Aunque la regla de balance estructural se utiliza desde el año 2001, a comienzos del gobierno de la Presidenta Michelle Bachelet aún no existía un marco legal que estableciera formalmente las normas de acumulación y administración de los excedentes fiscales que se estaban generando a través de su aplicación. Una de las primeras iniciativas de este gobierno en materia de política fiscal fue la promulgación de la Ley de Responsabilidad Fiscal en septiembre de 2006, que dispuso la creación del FRP y sentó las bases del FEES, estableciendo reglas de acumulación de dichos excedentes y un marco institucional para el manejo de sus recursos.

Posteriormente, una serie de decretos emitidos por el Ministro de Hacienda a fines de ese mismo año materializó algunas de las disposiciones de dicha ley. Desde el punto de vista de la institucionalidad, destacan la creación del FEES a través del DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda; la delegación de la administración de ambos fondos al Banco Central de Chile, con el fin de garantizar un adecuado marco operacional, y la creación del Comité Financiero en enero de 2007 y su formalización en mayo de ese año.

De esta forma, la Ley de Responsabilidad Fiscal y los decretos mencionados constituyen la base del marco institucional sobre el cual los fondos son administrados.

Asimismo, la creación del Comité Financiero y el nombramiento de sus integrantes, todos con una vasta experiencia en el ámbito económico y financiero, aseguró el concurso de una opinión independiente y de gran calidad técnica para el proceso de diseño de la política de inversión. El funcionamiento periódico de

este Comité ha creado una práctica permanente de entrega de información pública sobre sus principales recomendaciones y deliberaciones, la que se sistematiza anualmente en un informe que es remitido al Congreso y que se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda.

En forma paralela al proceso de estructuración normativo de la institucionalidad de los fondos, se reforzó el área de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda con los objetivos de: i) perfeccionar el monitoreo y la supervisión de las inversiones de los fondos; ii) reforzar el apoyo al trabajo del Comité Financiero; iii) aumentar la disponibilidad y la calidad de información entregada al público y a organismos especializados; y iv) participar activamente del debate internacional sobre las mejores prácticas para los Fondos Soberanos y apoyar el desarrollo de directrices globales para estos instrumentos.

Como consecuencia del buen desempeño de los fondos chilenos y de la presencia del país en el debate global sobre la gestión de estas inversiones, algunos países que están planificando constituir sus propios fondos han solicitado a esta área especializada del Ministerio de Hacienda su asistencia y colaboración en el diseño de sus propios instrumentos. Entre otras, una delegación de Mongolia se interiorizó durante 2009 del proceso seguido por Chile para constituir sus Fondos Soberanos.

Parte de las tareas del Comité Financiero y del área de Finanzas Internacionales incluye la elaboración y difusión de reportes de prensa sobre los fondos, los cuales permiten mantener informada a la comunidad. A ello se suman artículos de opinión y entrevistas en medios de comunicación nacionales y extranjeros. Esto confirma que se trata de instrumentos financieros que generan interés

en la comunidad y respecto de los cuales hay voceros oficiales legitimados como fuentes confiables de información.

Como se aprecia, el compromiso de este gobierno no se limitó a la creación de los Fondos Soberanos, sino que incluyó esfuerzos consistentes para dar solidez institucional y perfeccionar en forma continua su administración, gracias a la formalización de los procedimientos de supervisión y del diseño de las políticas de inversión.

## 6.2 DEFINICIÓN POLÍTICA DE INVERSIÓN DE LARGO PLAZO

Desde la implementación de los fondos, el Ministerio de Hacienda puso énfasis en la definición de una política de inversión que fuese coherente con la naturaleza y objetivo de los mismos. A comienzos de 2007, los recursos de los fondos fueron invertidos en forma conservadora y en clases de activos similares a las reservas internacionales administradas por el Banco Central de Chile. Esta política de inversión permitió generar recursos adicionales mientras se definía una política de inversión de largo plazo.

Posteriormente, a petición del Ministro de Hacienda, el Comité Financiero tuvo la misión de analizar estudios y asesorías técnicas sobre la política de inversión de los fondos y revisar experiencias internacionales exitosas en el manejo de activos públicos y de pensiones. Después de realizar este exhaustivo análisis, el Comité Financiero propuso una nueva política de inversiones a fines de 2007.

Tomando en cuenta esta recomendación, a comienzos de 2008 el Ministro de Hacienda definió una nueva política de inversión

para los fondos, que se caracterizaba por un mayor grado de diversificación tanto en clases de activos como en monedas. El objetivo del cambio era aumentar la riqueza esperada del país, ya que en un horizonte de mediano a largo plazo dicha política debía generar un mayor retorno en comparación a la original. Esta modificación era considerada un primer paso para llegar a una asignación óptima del portafolio por clase de activos. Por razones de economías de escala, dicha composición referencial era idéntica para ambos fondos en una primera etapa, estimándose que debía diferenciarse posteriormente, debido a sus distintos objetivos. La nueva política debía implementarse hacia fines de 2008.

Como la nueva política incluía inversiones en acciones y bonos corporativos, por recomendación del Comité Financiero, el Ministro decidió encomendar dicha tarea a diversos administradores externos. El Banco Central, con la asesoría de un consultor internacional, y con la supervisión del Comité Financiero y del personal del Ministerio, diseñó y gestionó el proceso de selección los administradores durante el año 2008.

## 6.3 ADMINISTRACIÓN DE LOS FONDOS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

Aunque la crisis financiera tiene sus orígenes en 2007, año en el que se comenzaron a percibir los primeros efectos de la crisis *subprime*, los inversionistas internacionales en ese momento no anticipaban que el deterioro del sector hipotecario se expandiría al resto de la economía y que tendría consecuencias a nivel global.

A inicios de 2008 y a medida que el deterioro económico se intensificaba, el Ministerio de Hacienda incrementó el monitoreo

de las inversiones de los Fondos Soberanos y de los mercados internacionales, con el fin de minimizar riesgos y de contar con todos los elementos de juicio para evaluar la conveniencia de implementar la nueva política de diversificación. No obstante, mantuvo su plan de trabajo durante gran parte de 2008, en especial en lo referido al proceso de selección de administradores externos. En cuanto a las inversiones, durante la crisis se redujo la asignación a depósitos bancarios desde un 30% a fines de septiembre de 2008 a un 18% al cierre de año. Por otra parte, se monitoreó activamente la exposición a depósitos bancarios y se evitó invertir en cualquier institución que pudiese tener problemas en el futuro, favoreciendo a aquellas instituciones con menores riesgos relativos.

Tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la volatilidad de los mercados financieros llegó a niveles sin precedentes cercanos y los efectos en la economía real se hicieron evidentes. Producto de lo anterior y tomando en consideración las recomendaciones del Comité Financiero, el Ministro de Hacienda decidió postergar la implementación de la nueva política y dar por concluido el proceso de selección de administradores.

Este conjunto de decisiones permitió a nuestro país enfrentar la crisis con una política de inversión muy prudente, protegiendo los recursos de los fondos, especialmente en momentos de gran incertidumbre acerca de su alcance y duración.

Desde el punto de vista macroeconómico, el esfuerzo contracíclico impulsado por el gobierno para reactivar la economía y el empleo, financiado principalmente desde el FEES de acuerdo a los objetivos para el cual éste ha sido creado, permitió que Chile enfrentara las turbulencias financieras de mejor forma que muchos otros países emergentes.

El manejo de la crisis y la constatación de la conveniencia de las políticas de ahorro implementadas validaron ante los ciudadanos la existencia e importancia de los Fondos Soberanos.

#### 6.4 RENTABILIDAD

Al cierre de 2009, la política de inversión de los fondos ha permitido aumentar sus recursos en us\$ 2.797 millones desde sus inicios. Estos buenos resultados, equivalentes a una rentabilidad de 6,86% anual, se deben a una política prudente que permitió a los fondos enfrentar con éxito la crisis financiera. Los retornos positivos se vieron acentuados por los rebalances en los portafolios de muchos inversionistas que mantenían posiciones bastante arriesgadas y que buscaron activos más seguros. Esto se tradujo en una alta rentabilidad durante 2008, que posicionó a Chile con una de las mejores rentabilidades entre los Fondos Soberanos internacionales ese año, muchos de los cuales todavía no han recuperado las pérdidas que sufrieron (*recuadro 4*).

#### 6.5 TRANSPARENCIA

El gobierno de la Presidenta Bachelet ha estado comprometido con el desarrollo y perfeccionamiento de todos los aspectos involucrados en la gestión de los Fondos Soberanos, incluyendo aquellos relacionados con la transparencia de las decisiones y el acceso a la información relevante sobre su administración. Con este fin y para garantizar el acceso público y sistemático a toda la información de importancia del FEES y el FRP, el Ministerio de Hacienda ha creado un sitio web dedicado a los Fondos Soberanos ([www.hacienda.cl/fondos](http://www.hacienda.cl/fondos)). En este sitio es posible encontrar los reportes mensuales, trimestrales y anuales del estado de los

#### RECUADRO 4 Comparación internacional de fondos soberanos

Los fondos soberanos definen sus políticas de inversión de acuerdo a los objetivos para los cuales fueron creados. Muchos de ellos tienen políticas agresivas que se justifican, típicamente, por su largo horizonte de inversión. Esto les permite soportar, en la búsqueda de mayores retornos, la mayor volatilidad de instrumentos como acciones o restricciones de liquidez asociadas a las inversiones alternativas. Otros fondos definen estrategias más conservadoras, asociadas a eventuales necesidades de liquidez, a una menor tolerancia al riesgo u horizonte de inversión, un menor retorno objetivo u otras restricciones.

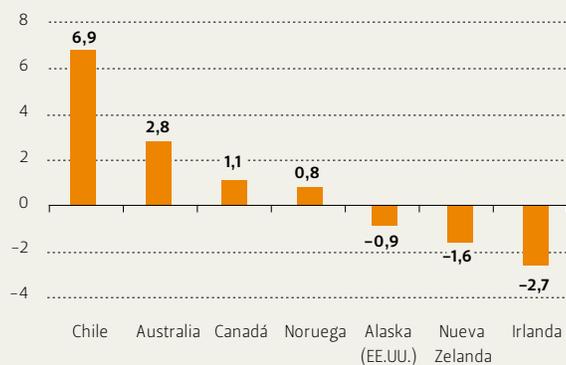
En este contexto, desde sus inicios los fondos chilenos han gozado de una política bastante conservadora en relación a otros instrumentos similares de otros países. Por ejemplo, a fines de 2009, el fondo irlandés invertía 72% en acciones, mientras que el noruego 60%, el de Alaska (EE.UU.) 54%, el neozelandés 53%, el canadiense 49% y el australiano 40%. Algunos de ellos también tenían inversiones alternativas. Por ejemplo, 29% de la cartera del fondo de Nueva Zelanda correspondía a esa clase de activo, en Canadá y Alaska el 25%, en Australia el 19% y en Irlanda el

6%. En contraste, al cierre de 2009 los fondos chilenos estaban invertidos 100% en renta fija

Esto último permitió que los fondos chilenos sobrellevaran la crisis financiera global de manera exitosa y que se destacaran a nivel mundial en términos de los retornos obtenidos en relación al resto de los fondos soberanos (*gráfico R 4.1*). Cuando se compara la rentabilidad obtenida por los distintos fondos entre el 2007 y fines de 2009, Chile destaca por tener los retornos más altos (6,9%). Por otra parte, Irlanda experimentó pérdidas de 2,7%, Nueva Zelanda de 1,6% y Alaska de 0,9%. Noruega obtuvo una rentabilidad de 0,8% para el mismo periodo, Canadá de 1,1% y Australia de 2,8%. Cabe señalar que los fondos con las políticas más agresivas sufrieron considerables pérdidas en 2008.

Los excelentes resultados de los fondos chilenos se han debido a una política de inversión prudente, que se ha beneficiado de la dedicada asesoría de un comité de expertos de primer nivel, del rol del BCCh y del personal del Ministerio de Hacienda.

Gráfico R 4.1\_ Rentabilidad promedio de fondos soberanos, 2007-2009<sup>(a)</sup>  
(porcentaje)



Fuente: Elaborado por Ministerio de Hacienda utilizando información pública de los fondos soberanos seleccionados.

(a) En los casos de Canadá, Irlanda y Noruega se considera la última información disponible (septiembre de 2009). La rentabilidad de Australia se estima con la información disponible en 2008 y 2009. Metodológicamente se utiliza el retorno publicado por 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.

Fondos Soberanos, las recomendaciones del Comité Financiero y su reporte anual, el marco legal e institucional, comunicados de prensa y otros contenidos importantes.

Como parte del compromiso de Chile con las mejores prácticas internacionales, el gobierno resolvió mantener 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), creado en mayo de 2008 al alero del Fondo Monetario Internacional. Esta instancia tuvo por finalidad acordar y promover un conjunto común de principios voluntarios para los fondos soberanos inspirado en las prácticas vigentes, con el fin de contribuir 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 un acuerdo amplio sobre una serie de principios y prácticas generalmente aceptados por los principales países que han creado fondos soberanos, acuerdo que se conoce internacionalmente como “Principios de Santiago”.

Para compartir la valiosa experiencia internacional acumulada en este ámbito y la visión de los organismos internacionales sobre el papel que estos instrumentos están cumpliendo en la economía global, el Ministerio de Hacienda organizó en 2008 el seminario internacional “Fondos Soberanos: Responsabilidad con Nuestro Futuro”, que contó con la participación de representantes de los principales fondos soberanos, de algunos gobiernos y de organismos internacionales como el FMI y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). En este diálogo de alto nivel, países de todos los continentes en distintas etapas de desarrollo, con diversas formas de gobierno y diferentes políticas económicas y sociales, compartieron sus experiencias sobre la creación, gestión y evolución futura de estos fondos de ahorro que contribuyen a la estabilidad de sus economías y brindan bienestar a sus ciudadanos.

En octubre de 2009, el Ministerio de Hacienda participó activamente en el Foro Internacional de Fondos Soberanos, instancia creada por el GITFSI (*recuadro 5*). Con el fin de mejorar la administración de este tipo de entidades y el marco en el cual se realizan sus inversiones, el gobierno apoyó los principales acuerdos acogidos en dicho foro. Entre estos figuran: fomentar un entorno de inversiones favorable para los fondos soberanos en los países que reciben estas inversiones; evaluar sistemáticamente la aplicación de los “Principios de Santiago”; mantener el énfasis en la adecuada administración de riesgos y promover el

## RECUADRO 5 Foro Internacional de Fondos Soberanos

El Foro Internacional de Fondos Soberanos fue creado en abril de 2009 por el GITFSI. Esta instancia reúne en forma voluntaria a representantes de los principales fondos soberanos del mundo con el fin de compartir e intercambiar opiniones acerca de temas de relevancia y facilitar el entendimiento de sus actividades y de los “Principios de Santiago”.

De acuerdo a sus términos de referencia, el Foro es una plataforma para:

- a. Intercambiar ideas y opiniones entre fondos soberanos y otras partes interesadas. Los temas que cubre incluyen, entre otros, las tendencias y nuevos desarrollos referidos a sus actividades, la administración del riesgo, los regímenes de inversión, las condiciones de mercado e institucionales que afectan las operaciones de las inversiones y sus interacciones con el entorno financiero y económico;
- b. Compartir opiniones sobre la aplicación de los “Principios de Santiago”, incluyendo temas operacionales y técnicos; y
- c. Apoyar la cooperación con los países receptores de inversiones, organismos internacionales y agentes de mercado para identificar riesgos potenciales que puedan afectar las inversiones entre los distintos países y alentar un entorno de inversiones sin discriminaciones, constructivo y de beneficio mutuo.

La reunión inaugural del Foro se realizó en Bakú, Azerbaiyán, en octubre de 2009. A esta reunión asistieron representantes de veinte fondos soberanos, de diversos países receptores de inversión, de la Comisión Europea, del Fondo Monetario Internacional, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, del Banco Mundial y del sector privado. Esta primera sesión se enfocó en la discusión sobre las implicancias de las políticas macroeconómicas en las decisiones de inversión y en el contexto de la crisis internacional, en los cambios y expectativas del entorno regulatorio en los países receptores y en el rol de los fondos en la políticas domésticas durante la crisis, entre otros temas. En relación a los Principios de Santiago, se constató que varios miembros habían iniciado el proceso de implementación y que estos principios están siendo utilizados internamente por muchos países como una pauta para monitorear el uso y las inversiones de los recursos fiscales. Finalmente, en la declaración de Bakú, los miembros reiteraron su compromiso de contribuir a la estabilidad del sistema financiero global y con mantener un flujo libre de capital e inversiones.

La próxima reunión tendrá lugar en Sydney, Australia, en mayo de 2010.

perfeccionamiento de las capacidades técnicas de las entidades encargadas de gestionar los fondos.

Todos los esfuerzos del gobierno de Chile por administrar los fondos de la forma más transparente posible se vieron reflejados en la clasificación hecha por el Sovereign Wealth Fund Institute que, en el tercer trimestre de 2009, otorgó a Chile el máximo puntaje en

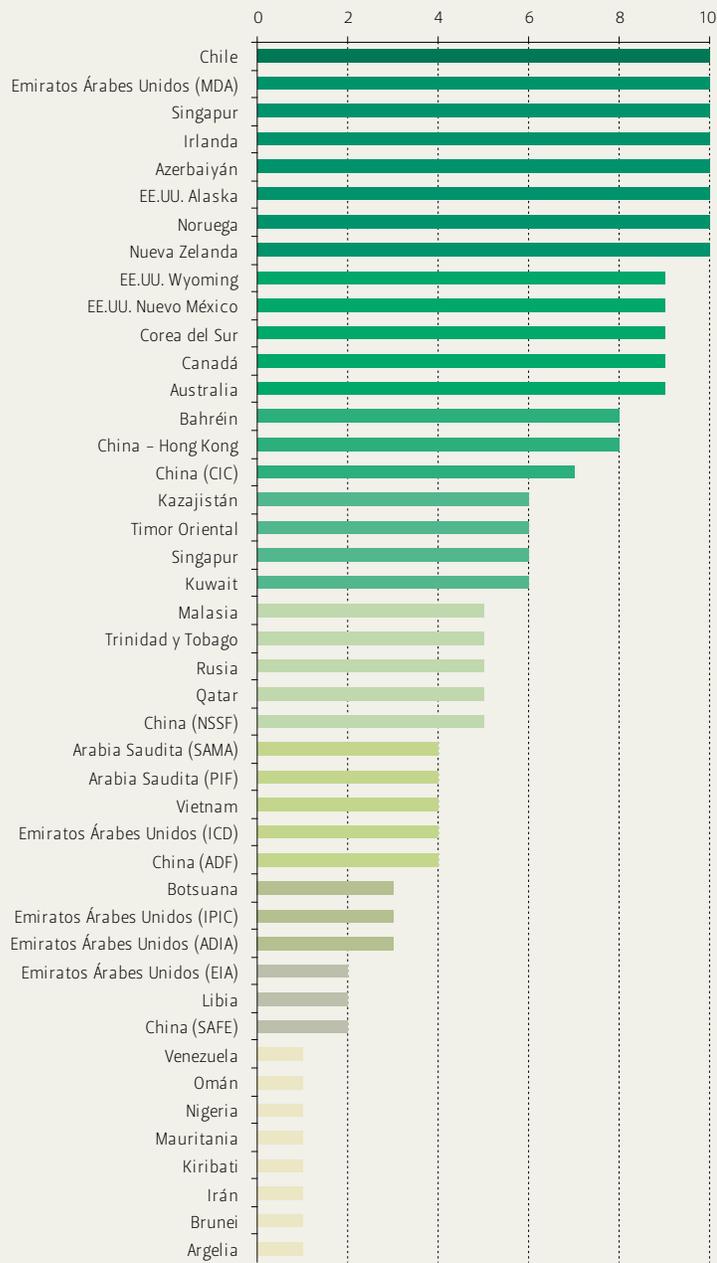
el índice “Linaburg-Maduell”, que mide la transparencia de los principales fondos soberanos del mundo (*recuadro 6*). Esto reforzó la clasificación del Peterson Institute for International Economics que, en abril de 2008, otorgó al FEES 82 puntos sobre un total de 100, ubicándolo en el sexto lugar entre 34 fondos soberanos en el ítem de transparencia y responsabilidad.

Muchos gobiernos acumularon grandes reservas durante la bonanza de precio de los *commodities* y crearon fondos soberanos para administrarlas. Con anterioridad a la crisis internacional, este tipo de inversionistas comenzó a jugar un rol cada vez más importante en los mercados financieros. Por estos motivos varias iniciativas internacionales buscaron incentivar la transparencia de los fondos soberanos y propiciar su rol estabilizador de los mercados al constituir inversiones de largo plazo.

En el caso de Chile, los esfuerzos en pos de una mayor transparencia han estado presentes desde la implementación de los dos fondos y, en consecuencia, han llegado a situarse entre los más transparentes del mundo. Debido al carácter público de estos recursos, este objetivo deriva de la necesidad de mantener informados a los dueños de las inversiones. Esta labor ha sido reconocida a nivel internacional por el Sovereign Wealth Fund Institute, de EE.UU., entidad que a partir del tercer trimestre de 2009 otorgó a los fondos chilenos el máximo puntaje en el índice de transparencia “Linaburg-Maduell” (*gráfico R 6.1*). Chile mejoró su posición desde el sexto lugar en el segundo trimestre del año al puntaje máximo, compartiendo el primer lugar con los fondos soberanos de Alaska, Azerbaiyán, Emiratos Árabes Unidos, Irlanda, Noruega, Nueva Zelanda y Singapur.

Este índice mide la calidad y entrega de la información acerca de la institucionalidad, historia, política de inversión, situación financiera y composición de la cartera, entre otros indicadores.

Gráfico R 6.1\_ Índice de transparencia Linaburg-Maduell al tercer trimestre de 2009

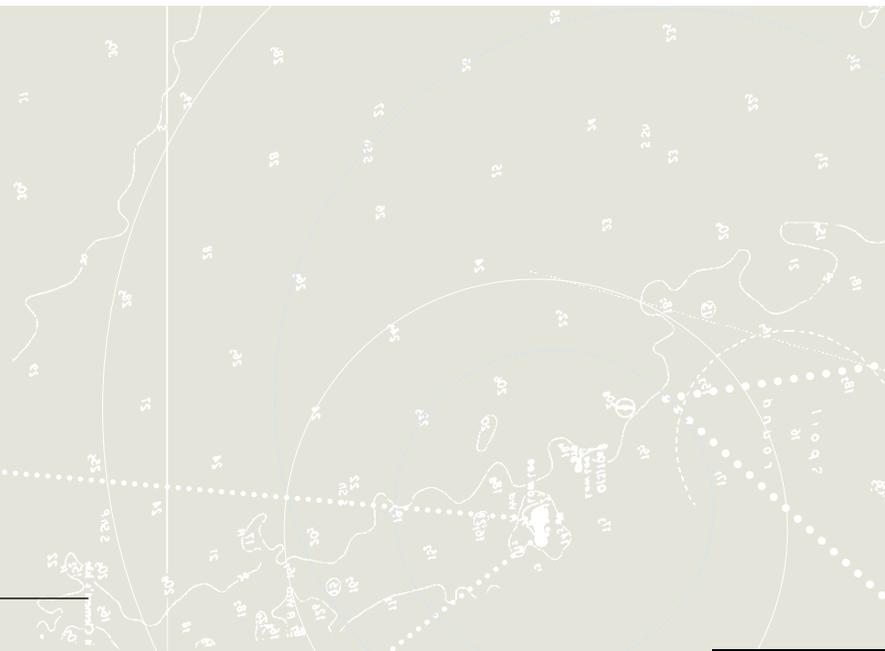


Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute.



# ANEXOS

- Índice de cuadros, gráficos y recuadros
- Glosario de términos
- Abreviaturas



## ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y RECUADROS

### CUADROS

N°	pág
1	25
2	32
3	33
4	33
5	33
6	35
7	36
8	36
9	38
10	38
11	39
12	41
13	44
14	45
15	47
16	48
17	51
18	51

### RECUADROS

N°	pág
1	15
2	34
3	40
4	57
5	59
6	60

## GRÁFICOS

Nº	pág		pág
1	10	Valor de mercado de los Fondos Soberanos	
2	10	Ganancia financiera neta de los Fondos Soberanos	
3	11	Rentabilidad neta de los Fondos Soberanos	
4	11	Composición del riesgo crediticio de los Fondos Soberanos al 31 de diciembre de 2009	
5	14	Superávit estructural y efectivo	
R1.1	15	Descomposición de los retiros del FEES en 2009	
6	16	Regla de acumulación de los recursos fiscales	
7	26	Tasas de inflación, 2007-2009	
8	27	Índice de precios de <i>commodities</i> , 2003-2009	
9	27	Paridades cambiarias, 2009	
10	28	Tasas de política monetaria, 2008-2009	
11	28	Evolución del <i>spread</i> Libor-Overnight Index Swap, 2007-2009	
12	29	Tasas de interés soberanas a 6 meses, 2 años y 10 años, 2007-2009	
13	31	Comparación de la política actual de inversiones y la recomendación del Comité Financiero	
14	35	Valor del FRP: aportes y ganancias financieras en 2009	
15	37	Índice que representa la rentabilidad del FRP	
16	37	Retorno en exceso del FRP con respecto al <i>benchmark</i>	
17	38	Valor del FEES: aportes y ganancias financieras en 2009	
18	39	Índice que representa la rentabilidad del FEES	
19	39	Retorno en exceso del FEES con respecto al <i>benchmark</i>	
R3.1	40	Evolución de las clases de activos en moneda de origen y del tipo de cambio	
20	42	Composición por clase de activo FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009	
21	43	Composición de monedas FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009	
22	43	Composición por tipo de riesgo crediticio FRP y FEES al 31 de diciembre de 2009	
23	44	Inversiones en instrumentos soberanos	
R4.1	57	Rentabilidad promedio de fondos soberanos, 2007-2009	
R6.1	61	Índice de transparencia Linaburg-Maduell al tercer trimestre de 2009	

## 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).

**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 N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda con el fin de apoyar y asesorar al Ministro de Hacienda en el análisis y diseño de la 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.

#### **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%.

**Renta fija corporativa**\_instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas.

**Rentabilidad moneda de origen**\_corresponde al retorno generado por un instrumento financiero en su moneda de denominación.

**Rentabilidad tipo de cambio**\_es el retorno de un activo financiero asociado al movimiento de las paridades cambiarias. Esta rentabilidad sólo existe cuando la valorización del portafolio se realiza en una moneda distinta a la de denominación.

**Retorno**\_sinónimo de rentabilidad o rendimiento. Es el nivel de beneficios que reporta una inversión, generalmente medido como porcentaje.

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

**Supranational**\_ver *Multilateral*.

**Tasa interna de retorno (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>	<i>Value at Risk</i>

