



INFORME ANUAL **COMITÉ FINANCIERO**

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

2022

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del
Ministerio de Hacienda para el año 2022.

La versión electrónica de este documento se encuentra
disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:
[https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/
fondos-soberanos/comite-financiero](https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/comite-financiero)

Abril de 2023, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados



INFORME ANUAL COMITÉ FINANCIERO

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

2022

Contenido

Prefacio	6
Resumen ejecutivo	7
Integrantes del Comité Financiero	8
Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos	10
A. Política fiscal	11
B. Objetivos y reglas de uso de los fondos	11
C. Institucionalidad	14
D. Política de inversión	17
Capítulo 2 Estado de los fondos soberanos	24
A. Análisis de la economía internacional	25
B. Valor de mercado de los fondos soberanos	35
C. Rentabilidad	36
Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero	40
A. Análisis realizados para definir la política de inversión del FEES	41
B. Análisis de bonos indexados a inflación	47
C. Monitoreo de los administradores externos	48
Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero	50
Anexo 2: Resumen de reuniones en 2022	51
Referencias bibliográficas	54
Glosario	55

Prefacio

Por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, el Comité Financiero fue creado en el año 2007 con el fin de asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los dos fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. Este Comité, de carácter externo e independiente, es integrado por profesionales con experiencia en ámbitos económico y financiero, y se reúne periódicamente para analizar aspectos de relevancia para la inversión de los fondos. El presente informe anual, el décimo sexto preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2022.

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

El Comité

Resumen ejecutivo

Al cierre de 2022 el valor de mercado de los fondos alcanzó US\$ 13.989 millones, correspondiendo US\$ 7.514 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y US\$ 6.475 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). En base a las directrices y pautas establecidas en las respectivas estrategias de inversión y el inusual comportamiento de los mercados financieros internacionales, la rentabilidad neta en dólares en el año fue de -12,37% para el FEES y de -16,88% para el FRP¹, mientras que en pesos fue de -11,41% y -15,97%, respectivamente. Esto está en línea con lo ocurrido en los mercados de renta variable y fija internacionales que experimentaron caídas en sus retornos cercanas a -18%, la peor para renta variable desde la crisis financiera global de 2008 y para renta fija soberana de EE.UU. desde 1928. La composición estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 96,3% en letras y bonos soberanos y 3,7% en bonos soberanos indexados a inflación. Con respecto al FRP, la composición estratégica de activos era de 34,0% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 8,0% en bonos soberanos indexados a la inflación, 6,0% en MBS de agencias de EE.UU., 13,0% en bonos corporativos, 8,0% en bonos de alto rendimiento y 31,0% en acciones.

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

Integrantes del Comité Financiero



Presidente Juan Andrés Fontaine

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y Máster en Economía de la Universidad de Chicago con estudios de Doctorado en la misma universidad. Fue Ministro de Economía, Ministro de Obras Públicas, Director de Estudios del Banco Central de Chile y director de varias empresas. Ha sido Profesor en la Pontificia Universidad Católica de Chile y de la Universidad de Chile, y Profesor Visitante en la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA). Actualmente efectúa labores de consultoría económica y financiera. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Vicepresidenta Macarena Pérez Ojeda

Ingeniera Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es socia de Econsult donde se desempeña como Asesor de Inversiones de familias, personas e instituciones. También es miembro del directorio de Bbosch, Fundación Mujer Impacta, Fundación la Fuente, miembro del consejo de desarrollo de la Universidad Finnis Terrae y mentora en Women in Finance. Ha sido Gerente General de IM Trust AGF, Gerente Distribución en Institucional IM Trust, Socia y Directora de Finanzas en Credicorp Capital, y miembro del directorio de Empresas Volcán SA y Credicorp Capital. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Consejero Pablo Castañeda Navarrete

Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Doctor en Economía de la Universidad de Boston. Fue Vicedecano de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez, Economista Senior de la Superintendencia de Pensiones, y Asesor del Ministerio de Hacienda. Ha sido Profesor de la Universidad de Chile. Actualmente es profesor de Finanzas de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez y efectúa labores de consultoría económica y financiera. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.



Consejero Nicolás Eyzaguirre Guzmán

Ingeniero Comercial y Máster en Ciencias Económicas en la Universidad de Chile, y Máster en Economía de la Universidad de Harvard con estudios de Doctorado en la misma universidad. Ha sido Ministro de Hacienda, Ministro Secretario General de la Presidencia, Ministro de Educación, Gerente y Director de Estudios en el Banco Central de Chile, Director Ejecutivo y Director del Departamento del Hemisferio Occidental en el Fondo Monetario Internacional, Presidente del Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad, Presidente Ejecutivo del grupo de empresas Canal 13 y Profesor en la Universidad de Chile, Universidad de Santiago de Chile, Universidad de Harvard, entre otras universidades. Actualmente efectúa labores de consultoría. Se incorporó al Comité en agosto de 2021.



Consejera Jennifer Soto Urrea

Ingeniera Comercial y Máster en Finanzas de la Universidad de Chile. Actualmente se desempeña como Directora de distintas empresas, entre ellas Banco Bice, Bicecorp, Bicevida, Paz Corp, y la Fundación Camino. Es profesora del Máster de Finanzas de la Universidad de Chile y del Executive Máster en Finanzas e Inversiones del ESE Business School. Además, es miembro del Círculo de Directores y de Women Corporate Directors. Anteriormente fue Gerenta de Renta Fija en Bice Vida Compañía de Seguros. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.



Consejera Marcela Valenzuela Bravo

Ingeniera Civil Industrial y Máster en Ciencias de la Ingeniería de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Doctora en Finanzas en la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres. Actualmente es profesora de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Investigadora Asociada del Centro de Riesgo Sistémico de la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres e Investigadora Asociada del Instituto Milenio Imperfecciones de Mercado y Políticas Públicas. Además, fue profesora del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile e investigadora del Instituto de Infraestructura y ambiente de la Escuela de Ingeniería de la Universidad de Edimburgo. Se incorporó al Comité en agosto de 2022.

CAPÍTULO 1

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

A. Política fiscal

Desde el año 2001, la política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado², que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre sobre el gasto público. Ello implica ahorrar en tiempos de bonanza y tener la posibilidad de utilizar esos ahorros en períodos de menor actividad económica. Por otra parte, a partir de 2022³, la política fiscal está anclada a un nivel de deuda de mediano plazo con el fin de que otorgue predictibilidad a la dinámica de la deuda en dicho plazo⁴. A partir de lo anterior, se pretende conseguir la sostenibilidad fiscal. Como consecuencia, la regla fiscal a su vez tiene un efecto estabilizador de las finanzas públicas y el ciclo económico, y mejora el acceso al financiamiento del sector público y privado.

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos

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

Objetivos

Los fondos creados por la Ley de Responsabilidad Fiscal (en adelante, Fondos Soberanos) tienen objetivos definidos. Para el caso del FEES, su objetivo es acumular recursos para financiar eventuales déficits fiscales y amortizar deuda pública, contribuyendo así a que el gasto fiscal no se vea mayormente afectado por los vaivenes de la economía mundial y la volatilidad de los ingresos que provienen de los impuestos y de los ingresos del cobre. Adicionalmente, los recursos del FEES pueden ser utilizados para financiar al FRP si fuese necesario. En el caso del FRP, el objetivo es complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la Pensión Garantizada Universal, la pensión básica solidaria de invalidez y el aporte previsional solidario de invalidez⁵. De este modo, se complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

Reglas de acumulación

Las reglas de constitución y acumulación de los fondos, ilustradas en la *Figura 1*, están establecidas por ley⁶.

El FRP se incrementa cada año en un monto mínimo equivalente a 0,2% del PIB del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5%

2 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); García, García y Piedrabuena (2005); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011); Schmidt-Hebbel (2012); Velasco y Parrado (2012); y Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021).

3 Decreto 755, de 2022, que establece las bases de la política fiscal de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1° de la ley N° 20.128 de responsabilidad fiscal.

4 La actual administración estableció que la regla de balance estructural esté anclada a un nivel de deuda bruta de 45% del Producto Interno Bruto (PIB).

5 La Ley N° 21.419, que creó la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 el objetivo del FRP en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el objetivo del fondo era apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la Reforma Previsional de 2008, específicamente, las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez así como los aportes previsionales solidarios de vejez y de invalidez.

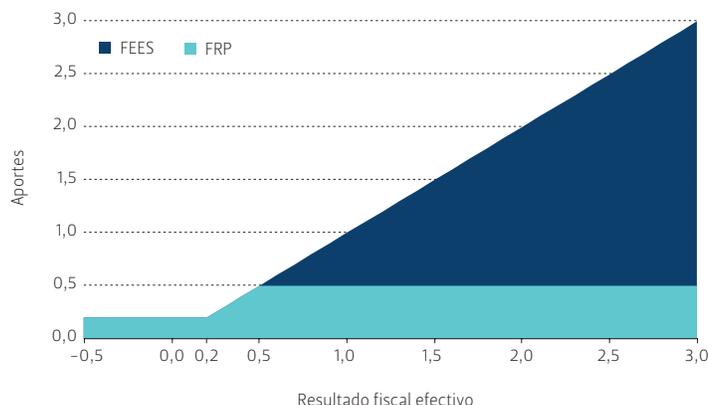
6 Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF)⁷.

El FEES se incrementa cada año por el saldo (sólo en caso de ser positivo) que resulte de restar al superávit fiscal efectivo el aporte al FRP, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados a dicho fondo⁸. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

FIGURA 1

Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Reglas de uso

A partir de 2022 el monto de los recursos del FRP que puede ser utilizado anualmente no debe ser superior a un 0,1% del Producto Interno Bruto del año anterior⁹.

El FRP se extinguirá de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superen el cinco por ciento de la suma del gasto en Pensión Garantizada Universal, pensión básica solidaria de invalidez y aporte previsional solidario de invalidez de la Ley de Presupuestos de cada año¹⁰. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

7 En el marco de la emergencia sanitaria, la Ley N° 21.225, que estableció medidas para apoyar a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas por el impacto de la enfermedad COVID-19, en su artículo cuarto suspendió los aportes al FRP en los años 2020 y 2021.

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

9 La Ley N° 21.419, que creó la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 la regla de retiro del FRP que se establece en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el monto de los recursos del FRP que podía ser utilizado anualmente no debía ser superior a un tercio de la diferencia entre el gasto del año respectivo en obligaciones previsionales del Fisco y el gasto previsional en 2008 ajustado por inflación. Sin perjuicio de lo anterior, en el marco de la pandemia, la Ley N° 21.227, estableció en su artículo 19 que el monto de los recursos que se retirarían del FRP durante los años 2020 y 2021 corresponderían a la totalidad de la diferencia producida entre el gasto total de cada año por concepto del pago de las obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto en el año 2008, ajustado por inflación.

10 La Ley N° 21.419, que crea la Pensión Garantizada Universal, modificó en enero de 2022 la regla de término del FRP que se establece en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Antes de dicha reforma, el FRP se extinguía de pleno derecho si, a contar de 2021, los giros a efectuarse en un año calendario no superaban el cinco por ciento de la suma del gasto en pensión básica solidaria de vejez, pensión básica solidaria de invalidez, aporte previsional solidario de vejez y aporte previsional solidario de invalidez de la Ley de Presupuestos de cada año.

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

Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (en adelante, Ministerio o MdH).

Cabe señalar que la actual administración ha presentado en el Congreso algunas indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que podrían impactar al FEES y FRP (véase *Recuadro 1*).

RECUADRO 1: Modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que podrían impactar en las reglas de aportes, retiro y término en los fondos soberanos

A continuación se presentan algunas indicaciones enviadas al Congreso en agosto de 2022 que podrían impactar a los fondos:

FRP

- Regla de aporte: Se elimina la obligación de enterar siempre un aporte anual de 0,2% del PIB del año anterior.
- Regla de término del FRP: Si la indicación presentada fuera aprobada el fondo se extinguiría de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar del año de entrada en vigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal¹, el valor total de los activos del FRP valorizados a julio del año respectivo no supere el 0,5% del Producto Interno Bruto del año anterior².

FEES

- Objetivo del fondo: Se establece que el fondo tendrá como principal objeto la estabilidad de las finanzas públicas y la provisión de bienes y servicios públicos a través del tiempo, ante cambios abruptos en el ciclo económico y eventos extraordinarios.
- Regla de aporte: El Fondo de Desastres Naturales (en adelante, Foden), creado a partir de las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal, recibirá un aporte equivalente al superávit efectivo luego de descontados los aportes que corresponda realizar al FRP, con un tope del 0,1% del Producto Interno Bruto del año anterior. Si el valor de mercado del Foden al cierre del primer trimestre de cada año es igual o mayor al equivalente a 0,5% del PIB del año anterior, no deberá realizarse este aporte. Es decir, el FEES recibirá el saldo del superávit efectivo después de aportar al FRP y al Foden. Además, se agrega la indicación que si el superávit efectivo es menor al balance estructural, el aporte al FEES será facultativo.
- Retiros: Las indicaciones establecen que el mayor gasto fiscal asociado al Ingreso Familiar de Emergencia Automático en Caso de Confinamiento³ podrá financiarse con cargo al FEES, sin perjuicio de los demás recursos que se destinen para estos fines.

1 A partir de 2021.

2 Actualmente la regla de término del FRP, modificada por la Ley N° 21.419, que crea la Pensión Garantizada Universal, establece que el fondo se extinguirá de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar del año de entrada en vigencia de la Ley de Responsabilidad Fiscal, los giros a efectuarse en un año calendario no superen el cinco por ciento de la suma del gasto en Pensión Garantizada Universal, pensión básica solidaria de invalidez y aporte previsional solidario de invalidez de la Ley de Presupuestos de dicho año.

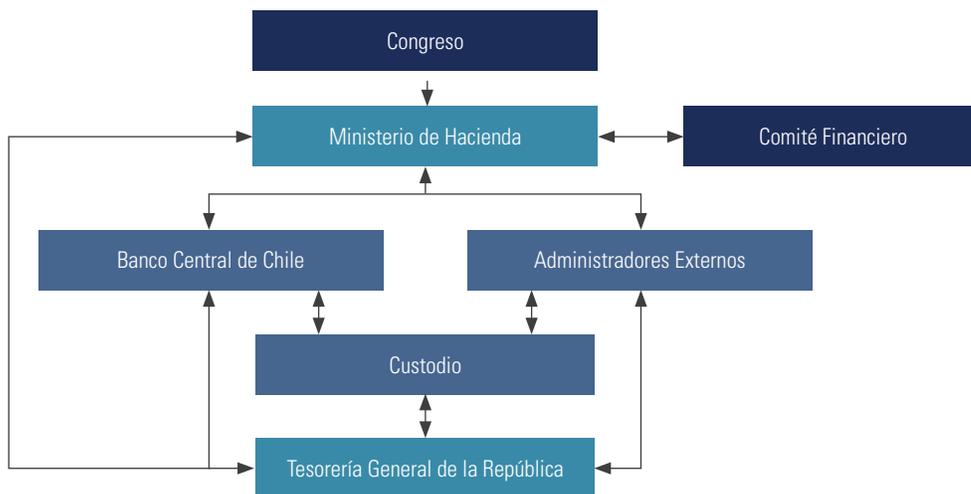
3 En las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal se crea el Ingreso Familiar de Emergencia Automático en Caso de Confinamiento que corresponde a un beneficio monetario y extraordinario en caso de que la totalidad o parte del territorio nacional se encuentre amenazado por una emergencia (incluyendo pandemias) que signifique grave riesgo para la salud de los habitantes, que cause una disminución significativa de los ingresos de los hogares, y que existan restricciones de movilidad.

C. Institucionalidad

El marco legal establece una división clara de funciones y responsabilidades que facilita la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión de los fondos. A continuación, se describen brevemente las principales funciones de cada una de las entidades involucradas en la administración de los fondos (véase *Figura 2*).

FIGURA 2

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Ministerio de Hacienda y organismos dependientes

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

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

Banco Central de Chile

El Ministerio, a través del Decreto N° 1.383 de 2006 (en adelante, Decreto de Agencia), modificado por el Decreto N° 1.618 de 2012, designó al Banco Central de Chile (en adelante, BCCh) como agente fiscal para: i) administrar los por-

tafolios que estén constituidos por instrumentos elegibles para las Reservas Internacionales; ii) delegar la gestión de dichos portafolios a administradores externos; iii) seleccionar administradores externos; y iv) gestionar al custodio; entre otras responsabilidades. Al realizar estas labores, el BCCh debe ceñirse a las directrices impartidas por el Ministro de Hacienda.

Administradores Externos

Los administradores externos son empresas internacionales que han sido contratadas para gestionar parte de las inversiones de los fondos soberanos. Estas firmas son elegidas a partir de procesos de selección realizados por el BCCh, con el apoyo de consultores internacionales y del personal del Ministerio.

En la mayoría de los casos la supervisión de los administradores externos recae en el Ministerio, con el apoyo de la TGR; sin embargo, el BCCh supervisa aquellos administradores que invierten en instrumentos elegibles para sus Reservas Internacionales.

En el *Cuadro 1* se presentan los administradores externos que se tenían contratados al cierre de 2022.

CUADRO 1

Administradores externos de los fondos soberanos al 31 de diciembre de 2022

Administrador Externo	Supervisión	FRP
BlackRock Institutional Trust Company, N.A. (BlackRock)	MdH/TGR	Bonos de alto rendimiento
BNP Paribas Asset Management (BNP Paribas)	BCCh	MBS de agencias de EE.UU.
Mellon Investments Corporation (Mellon)	MdH/TGR	Acciones
Nomura Asset Management (Nomura)	MdH/TGR	Bonos de alto rendimiento
UBS Asset Management (Americas) Inc. (UBS)	MdH/TGR	Acciones
		Bonos corporativos
Western Asset Management Company (Western Asset)	BCCh	MBS de agencias de EE.UU.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Cabe señalar que a partir de las recomendaciones del Comité Financiero en diciembre de 2022 se terminó el contrato con Credit Suisse y los recursos administrados por dicha empresa fueron traspasados a UBS el 13 de diciembre de 2022.

Comité Financiero

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que el Ministro de Hacienda debe contar con la asesoría de un comité asesor para la administración de los Fondos de Responsabilidad Fiscal (en adelante, el Comité Financiero). Este Comité monitorea la inversión de los recursos de los fondos y asesora al Ministro con el propósito de establecer pautas de inversión coherentes con los objetivos de los fondos. En cumplimiento de tal disposición, con fecha 23 de diciembre de 2006, junto con anunciar la constitución de los fondos, el Ministro de Hacienda comunicó el establecimiento del Comité Financiero. Dicho Comité se creó oficialmente mediante el Decreto N° 621, de 2007, del Ministerio. Según dicho decreto, el Comité Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la adminis-

tración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2022.

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

- Asesorar sobre los aspectos de la política de inversión que le sean consultados por el Ministro de Hacienda. Estos aspectos incorporan, por ejemplo, la distribución de las inversiones por clases de activo (*asset allocation*), la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los comparadores referenciales (*benchmarks*) del portafolio de los fondos (véase *Recuadro 2*), la definición de límites de desviación permitidos a las participaciones de los activos en el portafolio de los fondos y la delimitación de las posibilidades de inversión de los fondos.
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones de inversión y custodia que le sean consultadas por éste y efectuar propuestas respecto de los procesos de licitación y selección que deban llevarse a cabo para la administración de la cartera de los fondos.
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes anuales de la gestión del portafolio de los fondos que son presentados al Ministerio por la o las entidades encargadas de su administración o custodia y, en base a dichos informes, expresar opinión sobre la gestión de los fondos, en particular sobre su coherencia con las políticas de inversión establecidas.
- Opinar sobre la estructura y los contenidos que deberían incluir los informes sobre el estado de los fondos que prepara trimestralmente el Ministerio.
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos que éste le encomiende.
- Expresar sus puntos de vista y recomendaciones sobre otras materias relacionadas con la política de inversión de los fondos, que deben considerar los principios, objetivos y reglas que los rigen.

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias¹¹.

11 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos>.

RECUADRO 2: Comparador referencial o *benchmark*

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

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

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

D. Política de inversión

Fondo de Estabilización Económica y Social

A continuación, se presentan los principales elementos de la política de inversión del FEES.

Objetivos de inversión: En concordancia con los objetivos del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo manteniendo un grado de liquidez que permita cubrir las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo¹².

Composición estratégica de activos: La política de inversión considera una composición estratégica de activos de 96,3% en letras y bonos soberanos y 3,7% en bonos soberanos indexados a inflación. El portafolio de renta fija tiene una composición de monedas de 43,1% en USD, 27,1% en EUR, 21,6% en JPY y 8,2% en CHF, expresado como porcentaje del portafolio total.

Comparadores referenciales (*benchmarks*): Para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 2).

12 Este objetivo es coherente con la política de inversión vigente a la fecha de publicación de este informe. Sin embargo, el Ministro de Hacienda proporcionó al Comité Financiero nuevos lineamientos acerca del propósito del FEES que podrían modificar este objetivo de inversión. Para más información acerca del objetivo del FEES ver Recuadro 1 y Capítulo 3, Sección A.

CUADRO 2

Comparadores referenciales FEES
(porcentaje del portafolio)

Clases de activo		Porcentaje del portafolio	Comparadores referenciales
1. Letras del tesoro y bonos soberanos	1.1. Letras del tesoro	11,9	ICE BofA US Treasury Bill Index
		14,2	ICE BofA Germany Treasury Bill Index
		10,8	ICE BofA Japan Treasury Bill Index
		36,9	Subtotal letras del tesoro
	1.2. Bonos soberanos	28,6	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: U.S. 7-10 Yrs
		11,8	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Germany 7-10 Yrs
		10,8	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Japan 7-10 Yrs
		8,2	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries: Switzerland 5-10 Yrs
		59,4	Subtotal bonos soberanos
		96,3	Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos
2. Bonos soberanos indexados a inflación	2,6	Bloomberg Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs	
	1,1	Bloomberg Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs	
	3,7	Subtotal bonos soberanos indexados a inflación	

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: El FEES es administrado en su totalidad por el BCCh.

Límite de tracking error ex ante¹³: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de renta fija.

Monedas y emisores elegibles: Solamente son elegibles las monedas de los comparadores referenciales correspondientes. En el caso de las letras del tesoro, los emisores elegibles son los EE.UU., Alemania y Japón, para los bonos soberanos, EE.UU., Alemania, Japón y Suiza, y, para los bonos indexados a inflación, EE.UU. y Alemania. Además, se consideran como emisores elegibles las entidades supranacionales, agencias y entidades con garantía estatal explícita de acuerdo a los criterios de elegibilidad que utiliza el BCCh para la inversión de sus Reservas Internacionales y de acuerdo a los límites que se establecen en las pautas de inversión

Apalancamiento y uso de derivados: En el fondo no se permite el apalancamiento¹⁴. Respecto al uso de derivados, se permite el uso de *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio.

Política de rebalanceo: Actualmente no existe una política de rebalanceo definida ya que el fondo es administrado en su totalidad por el BCCh y se sigue un mandato pasivo.

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

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

Pautas de inversión: En las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio¹⁵, se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, las restricciones especiales para inversión en determinados países, otros límites relevantes y otros aspectos asociados a su gestión.

Fondo de Reserva de Pensiones

El Ministro de Hacienda, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, dividió el FRP en dos portafolios de inversión en 2020: el Portafolio de Inversión de Corto Plazo (PICP) y el Portafolio de Inversión de Largo Plazo (PILP)¹⁶. En el primero, el PICP, fue creado en octubre de ese año y ahí se mantuvieron la mayor parte de los recursos que fueron desembolsados desde el fondo hasta junio de 2021. Desde entonces dicho portafolio se mantiene sin recursos. En el otro, el PILP, se invierten los recursos que tienen un horizonte de inversión de mediano a largo plazo¹⁷. A continuación solamente se describe la política de inversión del PILP¹⁸:

Portafolio de Inversión de Largo Plazo

Objetivo de inversión: Obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de 10 años, con una probabilidad de al menos 60%. Asimismo, la tolerancia al riesgo establece que no exista una probabilidad mayor al 5% de que el retorno real del fondo, expresado en pesos y en cualquier año, sea menor a -12%¹⁹.

Composición estratégica de activos: La composición de cartera es de 31% en acciones, 34% en bonos soberanos y otros activos relacionados, 13% en bonos corporativos, 8% en bonos de alto rendimiento, 6% en MBS de agencias de EE.UU., y 8% en bonos soberanos indexados a inflación²⁰. Cabe señalar que a diferencia del FEES, en que existe una asignación fija a las monedas en que se invierte, en el caso del FRP la composición de monedas es el resultado de la participación de cada una en los comparadores referenciales (véase *Recuadro 3*).

15 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y-social/politica-de-inversion>.

16 El Comité Financiero recomendó en 2020 separar el portafolio del FRP en dos sub-portafolios. En el primero, el PICP, se mantendrían los desembolsos esperados en el 2020 y 2021, y en el otro, el PILP, se mantendrían los recursos que no serían retirados en el corto plazo con el fin de invertirlos con un horizonte de inversión de mediano a largo plazo. Para más información acerca de esta modificación ver Sección B, Capítulo 3, del Informe Comité Financiero 2020.

17 Para más información acerca de esta modificación ver Sección B, Capítulo 3, del Informe Comité Financiero 2020.

18 Para más información acerca de la política de inversión del PICP ver Sección D, Capítulo 1, del Informe Comité Financiero 2021.

19 Este objetivo corresponde al definido en la política de inversión que fue aprobada por el Ministro de Hacienda a fines de 2017 pero debe ser revisado teniendo en cuenta la decisión del Ministro de Hacienda en 2020 de parar la convergencia a la composición estratégica de activos de dicha política (para más información ver Sección B, Capítulo 3, Informe Anual Comité Financiero 2020).

20 Esta composición estratégica de activos era la que tenía el fondo en enero de 2020 y que el Ministro de Hacienda decidió mantener cuando decidió parar la convergencia a la política de inversiones que había sido definida a fines de 2017.

RECUADRO 3: Composición de monedas en el FEES y FRP

En el FEES se ha definido una composición de monedas para el portafolio de renta fija que se ha mantenido estable desde agosto de 2013, oportunidad en que se modificó la política de inversión a partir de las recomendaciones del Comité Financiero. Cabe señalar que, a partir de octubre de 2021, el fondo se invierte solamente en renta fija¹. En el *Cuadro R3.1* es posible observar que el FEES se invierte principalmente en monedas que son consideradas de reserva que tienden a apreciarse cuando existe una crisis internacional que podría gatillar un retiro desde el fondo. También es posible notar que la composición de monedas del FEES es similar a la de su comparador referencial, lo que es coherente con una administración pasiva.

CUADRO R3.1

Composición de monedas en el FEES al 31 de diciembre de 2022
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FEES	Comparador Referencial
USD	43,1	43,1
EUR	27,0	27,1
JPY	21,6	21,6
CHF	8,2	8,2
Total	100,0	100,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Por su parte, el FRP tiene una composición de monedas que resulta de la importancia relativa de cada una de ellas en los distintos comparadores referenciales que se utilizan en el fondo. En el *Cuadro R3.2* se presenta la composición al cierre del año 2022. Es posible observar que el número de monedas es mucho mayor que en el FEES debido al uso de índices globales en casi todas las clases de activo². Además, el portafolio del FRP se encuentra bastante alineado con la composición de monedas del comparador referencial³, lo que también es coherente con el énfasis pasivo que se tiene en casi todas las clases de activo.

- 1 Entre agosto de 2013 y septiembre de 2021 una pequeña parte del FEES se invertía en acciones globales cuya composición de monedas dependía de la importancia relativa de cada acción que era parte de dicho portafolio. Específicamente, desde mediados de agosto de 2013 se invirtió 7,5% del FEES en acciones, posteriormente, a partir de abril de 2020, 5% y, a partir del 1 de octubre de 2021, 0%.
- 2 Los MBS de agencias de EE.UU. es la única clase de activo en el FRP en que se invierte solamente en dólares.
- 3 La diferencia que se aprecia entre el FRP y el comparador referencial en USD se debe a que en acciones se utilizan ETFs para algunos mercados restringidos en que se ha decidido no invertir localmente debido a su costo operativo o mayor complejidad (por ejemplo, Taiwán, India, entre otros). Debido a que esos ETFs se transan en EE.UU., éstos se consideran invertidos en USD, sin embargo, desde el punto de vista del comparador referencial, dichos mercados restringidos se reportan en la categoría "otras" monedas.

CUADRO R3.2

Composición de monedas en el FRP al 31 de diciembre de 2022
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FRP	Comparador Referencial
USD	55,1	54,0
EUR	16,7	16,4
JPY	8,3	8,3
GBP	5,5	5,5
CNY	4,5	4,5
CAD	2,6	2,6
AUD	1,4	1,4
HKD	1,1	1,1
KRW	1,0	1,0
CHF	0,9	0,9
SEK	0,4	0,4
Otras	2,6	3,8
Total	100,0	100,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Comparadores referenciales (o benchmarks): Para cada componente de la composición estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase Cuadro 3).

CUADRO 3

Comparadores referenciales - PILP
(porcentaje del PILP)

Clase de activo	Porcentaje del PILP	Comparadores referenciales
Bonos soberanos y otros activos relacionados ^(a)	34	Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged)
		Bloomberg Global Aggregate: Government-Related (unhedged)
Bonos soberanos indexados a inflación	8	Bloomberg Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos corporativos	13	Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (unhedged)
MBS de agencias de EE.UU.	6	Bloomberg US Mortgage-Backed Securities (MBS) Index
Bonos de alto rendimiento	8	Bloomberg Global High Yield Index (unhedged)
Acciones	31	MSCI All Country World Index ex Chile (unhedged con dividendos reinvertidos)

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: Los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados e indexados a inflación son gestionados directamente por el BCCh. Los portafolios de acciones, bonos corporativos, bonos de alto rendimiento y MBS de agencias de EE.UU. son gestionados por administradores externos, todos ellos seleccionados por el BCCh, con apoyo del Ministerio y la firma consultora RVK Inc. (RVK).

Límite de *tracking error ex ante*: Se ha definido un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos indexados a inflación, 60 puntos base para el de acciones, 50 puntos base para el de bonos corporativos, y 150 puntos base para el de bonos de alto rendimiento. Para el portafolio de MBS de agencias de EE.UU. el promedio mensual no podrá superar 20 puntos base, siempre y cuando, el valor máximo diario no supere 30 puntos base.

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

- MBS de agencias de EE.UU.: Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno de EE.UU. o por agencias emisoras de MBS, futuros de tasas de interés y TBAs²¹.
- Bonos corporativos: Futuros transados en bolsa y reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial.
- Bonos de alto rendimiento: Se permite la inversión en futuros, reaperturas de emisiones homologables con instrumentos incluidos en el comparador referencial, instrumentos soberanos, y bonos con grados de inversión que salen del comparador referencial.
- Acciones: ETFs, fondos mutuos, American Depositary Receipts (ADRs), Global Depositary Receipts (GDRs), y futuros.

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

- Portafolio agregado de bonos soberanos y otros activos relacionados y bonos soberanos indexados a inflación: Se permite el uso de *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* contratados con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 1% del valor de mercado del portafolio si tiene una clasificación de riesgo de al menos AA- y el 0,5% si su clasificación de riesgo está entre A- y A+. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio.
- MBS de agencias de EE.UU.: La exposición a TBAs no debe sobrepasar el 30% del portafolio. Los montos nominales de futuros de tasas de interés en EE.UU. valorizados a precio de mercado y expresados en valor absoluto, no deben exceder el 10% de valor de mercado del portafolio.

²¹ TBA o *To Be Announced*: Corresponde a *forwards* de MBS. El término TBA se deriva del hecho de que el MBS que se entregará en el futuro para cumplir con la operación no está designado en el momento en que se realiza la transacción. Si no que se anuncia 48 horas antes de la fecha de liquidación establecida.

- Portafolio accionario, bonos corporativos y bonos de alto rendimiento: Cada administrador podrá contratar *forwards* o *swaps* sólo para cobertura cambiaria, así como también futuros –accionarios o de renta fija según corresponda– con fines de cobertura o que permitan obtener exposición a parte del comparador referencial. El valor nominal de los *forwards* o *swaps* que cada administrador externo contrate con una contraparte elegible en particular no podrá exceder el 3% del valor de mercado del portafolio gestionado por cada uno de ellos. Los montos nominales agregados de futuros, *forwards* y *swaps* no podrán superar el 10% del portafolio que cada uno administre.

Las pautas de inversión tanto del PICP y PILP, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio²², proporcionan información adicional acerca de la política de inversión del FRP, incluyendo, por ejemplo, el detalle de los instrumentos admisibles y otros límites relevantes, más otros aspectos asociados a su gestión.

22 <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/politica-de-inversion>.

CAPÍTULO 2

Estado de los
Fondos Soberanos

A. Análisis de la economía internacional

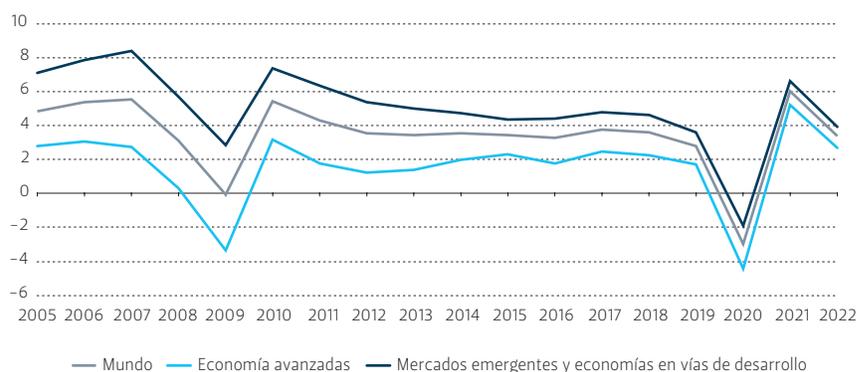
Para un mejor entendimiento del desempeño reciente de los fondos soberanos, en esta sección se resumen los principales acontecimientos de la economía internacional durante el año 2022.

El transcurso del año estuvo marcado por el aumento de la inflación, el endurecimiento de las condiciones monetarias, la ralentización de la economía China producto de su política de “Cero Covid”, la invasión rusa a Ucrania y sus implicancias en los precios de los combustibles y alimentos. En este escenario, según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)²³, la economía mundial creció 3,4% durante el año 2022, frente a un crecimiento de 6,0% en 2021.

En el agregado y bajo este contexto económico, las economías avanzadas experimentaron un crecimiento de 2,7% en 2022 después de una expansión de 5,2% en el año anterior. Asimismo, las economías emergentes y en vías de desarrollo crecieron 3,9% en 2022, tras una expansión de 6,6% en 2021 (véase *Figura 3*). En las economías avanzadas destaca el crecimiento de Reino Unido y la Zona Euro que fue de 4,1% y 3,5%, respectivamente (véase *Figura 4*). Por su parte, en las economías emergentes y en vías de desarrollo, destaca el crecimiento de 6,8% experimentado en India (véase *Figura 5*).

FIGURA 3

Evolución crecimiento PIB Real, 2005 – 2022
(en porcentaje)

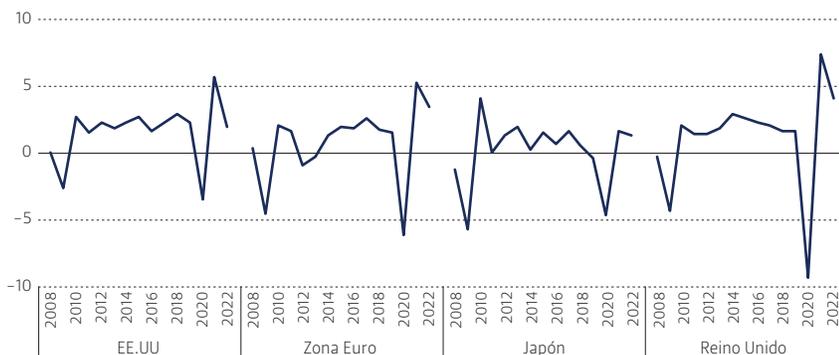


FUENTE: Fondo Monetario Internacional

23 Las cifras de crecimiento que se presentan en esta sección son extraídas de la base de datos World Economic Outlook de octubre de 2022 del FMI, adicionando su correspondiente actualización de enero 2023.

FIGURA 4

Crecimiento del PIB Real de algunas economías avanzadas, 2008 - 2022
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 5

Crecimiento del PIB Real de algunas economías emergentes, 2008 - 2022
(variación año a año, en porcentaje)



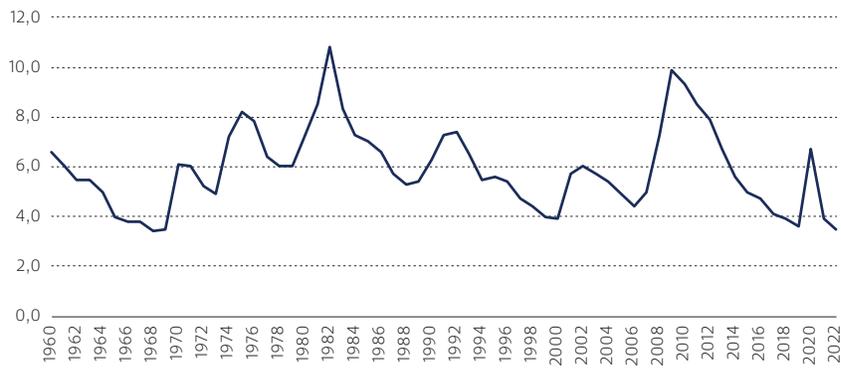
FUENTE: Fondo Monetario Internacional

Respecto a EE.UU., a diciembre de 2022 se observó una tasa de desempleo de 3,5%, lo que representa una disminución respecto a la del año anterior de 3,9%. Con esto, el nivel de desempleo terminó el año similar al nivel de prepandemia (véase *Figura 6*). En cuanto al salario nominal por hora, al cierre del año, aumentó 4,6% en relación con el año anterior (véase *Figura 7*)²⁴. En el caso de la inflación, el índice general de precios terminó el año con una variación de 6,5% respecto a 2021, ubicándose sobre el objetivo de 2% anual de la Reserva Federal (FED); mientras que la inflación subyacente, indicador que no considera el precio de los alimentos ni de la energía, tuvo una variación de 5,7% en el año (véase *Figura 8*). En 2022 y tras un año de políticas monetarias y fiscales acomodaticias para recuperarse de la recesión provocada por la pandemia del Covid, la FED comenzó a endurecer las condiciones financieras. En el transcurso del año aumentó la tasa de política monetaria (*Federal Funds Rate*) en 425 puntos base hasta alcanzar el rango de 4,25% a 4,5%. Por otro lado, en marzo suspendió las compras netas de activos y en junio empezó a reducir el tamaño de su hoja de balance.

24 El bajo crecimiento anual de los salarios en el mes de abril de 2021 se debió principalmente al alto nivel salarial de abril del año anterior. Por su parte, el aumento de los salarios en abril de 2020 se debió a una fuerte caída en el empleo de trabajadores de bajos salarios producto de la pandemia.

FIGURA 6

Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1960 - 2022
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

FIGURA 7

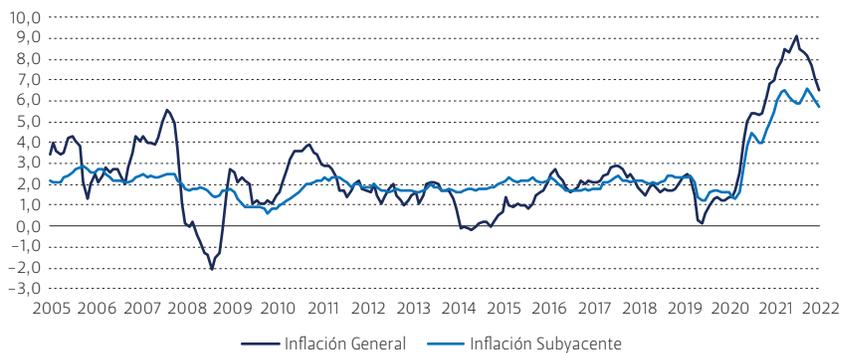
Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2022
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 8

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU., 2005 - 2022
(variación año a año, en porcentaje)

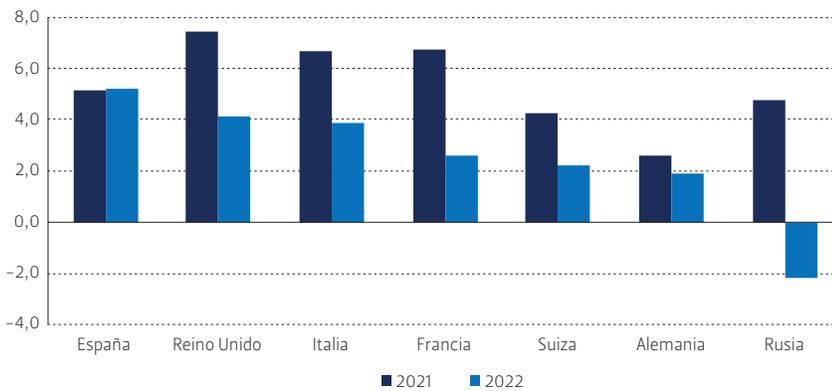


FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro pasó de una expansión anual de 5,2% en 2021 a un crecimiento estimado de 3,5% en 2022, lo que refleja una desaceleración del crecimiento económico en los países que integran el bloque. Entre ellos, destacan España e Italia cuyo aumento en el PIB fue de 5,2% y 3,9%, respectivamente (véase *Figura 9*). Por su parte, la inflación en la Zona Euro terminó el año en 9,2% (véase *Figura 10*). En relación con el nivel de desempleo, éste disminuyó a lo largo del año, terminando diciembre en 6,6% (véase *Figura 11*). En este escenario y para enfrentar el aumento sostenido de la inflación, el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) incrementó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 250 puntos básicos a lo largo del año, hasta alcanzar el 2,5%. Por otro lado, el BCE concluyó en marzo el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (en adelante, PEPP)²⁵ iniciado en marzo de 2020 y anunció en diciembre una reducción de \$15.000 millones de euros al mes su programa de compra de activos (en adelante, APP)²⁶.

FIGURA 9

Crecimiento PIB Real de economías seleccionadas de Europa en 2022
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

FIGURA 10

Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2005 - 2022²⁷
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

25 Pandemic Emergency Purchase Programme o PEPP es un programa de compra temporal de activos de valores del sector público y privado.

26 Asset Purchase Programme o APP es un programa de compra de activos de valores que utiliza el BCE como instrumento de política monetaria.

27 Dato correspondiente al índice armonizado de precios al consumidor (HICP, por su sigla en inglés).

FIGURA 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2005 - 2022
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

Japón experimentó una leve recuperación en su crecimiento alcanzando 1,4% en 2022. Por su parte, el Banco Central de Japón mantuvo su objetivo de tasa de interés de corto plazo en -0,1% y también su programa de compra de bonos de diez años, con el fin de que las tasas a dicho plazo se mantengan en torno al 0%. Sin embargo, en diciembre amplió el rango de cotización de los rendimientos de estos bonos a 50 puntos básicos.

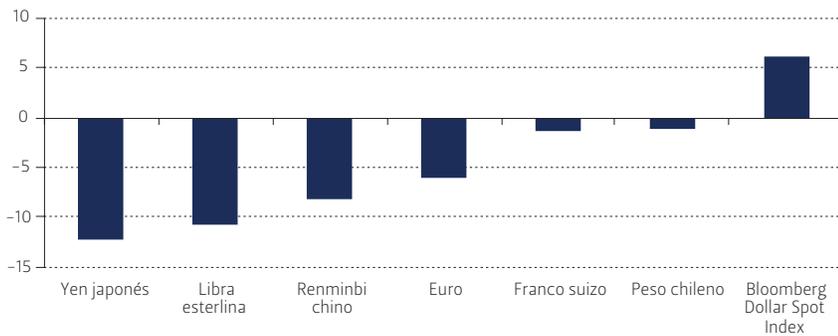
Por su parte, China creció 3,0% durante el año 2022, inferior al crecimiento alcanzado en 2021 de 8,1%. En el año la economía china estuvo afectada por los frecuentes confinamientos a causa de su política de cero tolerancia al Covid y los problemas en el sector inmobiliario. En este escenario, el Banco Popular de China (PBOC) bajó la tasa de interés preferencial para préstamos a un año a 3,65% y la tasa preferencial para préstamos a cinco años, usada para definir hipotecas, a 4,3%. Por otro lado, el PBOC redujo el índice de requisitos de reserva para los bancos, inyectando liquidez en el sistema financiero.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se fortaleció respecto de las principales monedas del mundo en 6,2% (véase *Figura 12*)²⁸. Entre las principales divisas en que se invierten los fondos soberanos, el yen japonés y la libra esterlina fueron las monedas que más se depreciaron (12,2% y 10,7%, respectivamente). Cabe señalar que el peso chileno terminó el año con una leve depreciación de -1,1%.

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

FIGURA 12

Desempeño de monedas seleccionadas en relación con el dólar durante el año 2022²⁹
(variación año a año, en porcentaje)

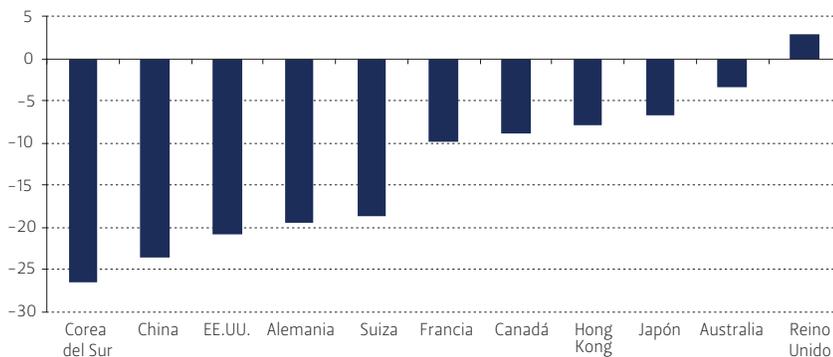


FUENTE: Bloomberg

Durante 2022 se observaron importantes caídas en los precios de las acciones. Para la muestra seleccionada (véase *Figura 13*), los índices que tuvieron los peores rendimientos en términos relativos, en moneda de origen, fueron los de Corea del Sur, China y EE.UU., con retornos de -26,4%, -23,5% y -20,8%, respectivamente. La bolsa con mejor desempeño fue la de Reino Unido, cuyo retorno, medido en moneda de origen, fue de 3,0%.

FIGURA 13

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2022
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



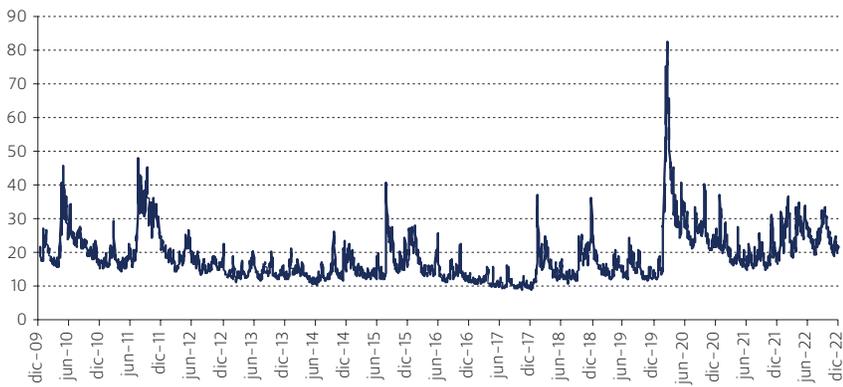
FUENTE: Bloomberg

Por su parte, la volatilidad del mercado accionario (S&P 500), medida a través del índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX Index), presentó en 2022 un nivel promedio mayor que el año anterior, experimentando su máximo en marzo con un valor de 36,2. Cabe señalar que el valor promedio del índice en el año 2022 estuvo sobre el valor promedio de los últimos 10 años (véase *Figura 14*).

29 Un rendimiento negativo significa depreciación y rendimiento positivo significa apreciación de la moneda.

FIGURA 14

Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2009 - 2022
(en nivel)

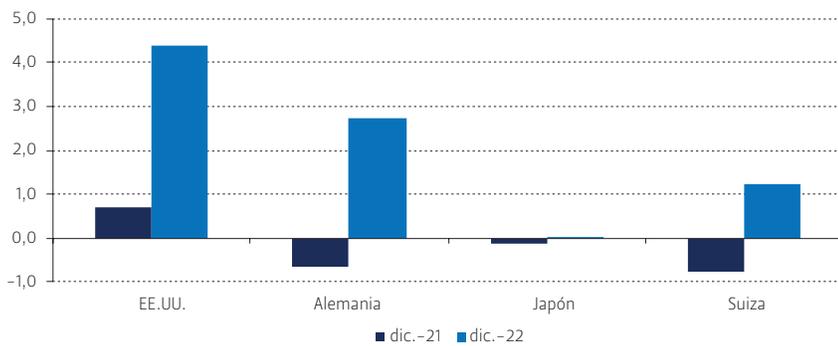


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de año, las tasas de interés soberanas nominales a 2 y a 10 años habían aumentado en relación con los niveles observados a finales del año anterior en EE.UU., Alemania, Suiza y Japón (véase *Figura 15 y 16*).

FIGURA 15

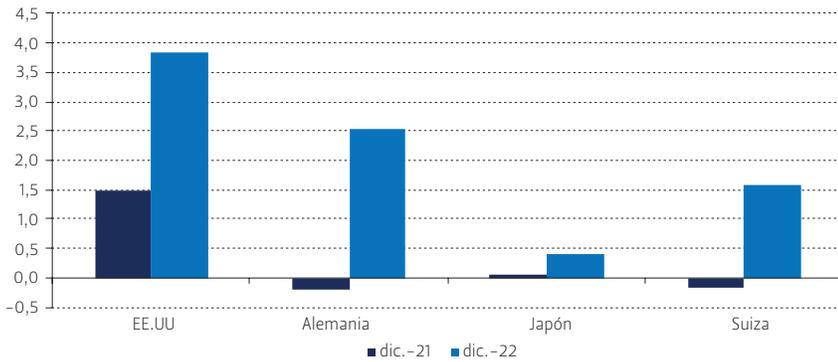
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2021 - 2022
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 16

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2021 - 2022 (en porcentaje)

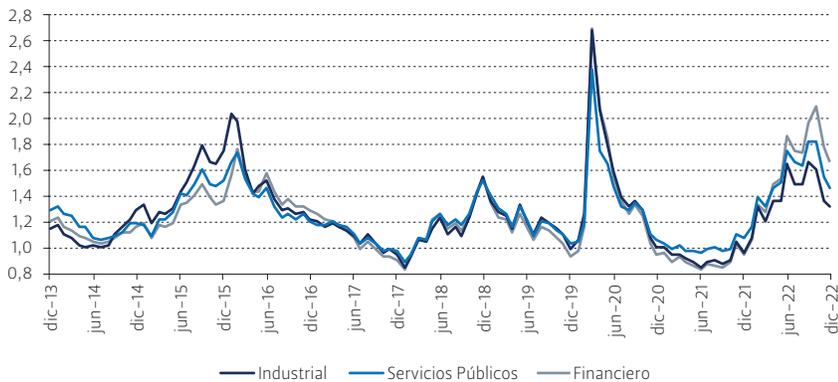


FUENTE: Bloomberg

Con relación al mercado corporativo, los *spreads* de los sectores industrial, servicios públicos y financiero del índice “Bloomberg Global Aggregate Corporate” aumentaron durante 2022, alcanzando máximos anuales en octubre de 1,7%, 1,8% y 2,1%, respectivamente (véase *Figura 17*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento también experimentaron un aumento en sus *spreads* con respecto al año 2021. Esto se puede constatar al observar los *spreads* del índice “Bloomberg Global High Yield” que alcanzó un máximo de 6,7% en junio y finalizó el año en 5,4%, mayor al 3,8% del cierre de 2021 (véase *Figura 18*).

FIGURA 17

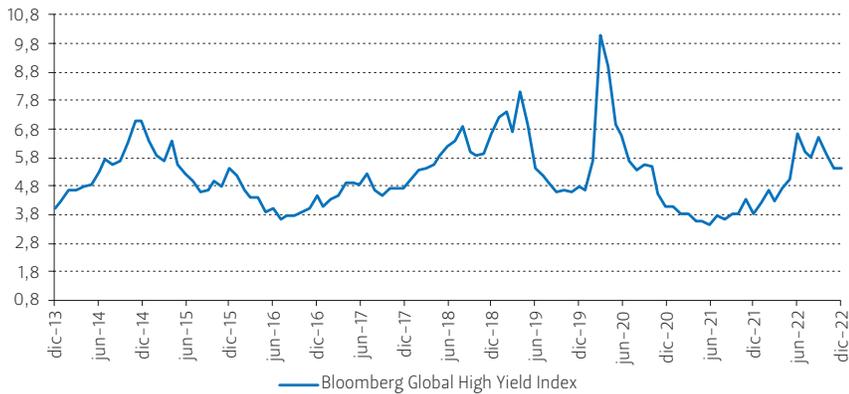
Spreads bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013 - 2022 (en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 18

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013 - 2022
(en porcentaje)

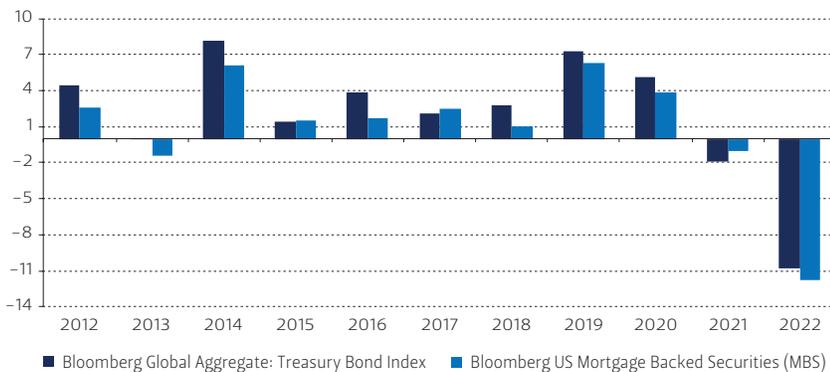


FUENTE: Bloomberg

Durante 2022, los rendimientos de los bonos soberanos con grado de inversión y los MBS de agencias de EE.UU. experimentaron retornos negativos. Así, el "Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)" y el "Bloomberg US Mortgage Backed Securities (MBS)", cerraron el año con rentabilidades de -10,8% y -11,8%, respectivamente (véase *Figura 19*). Asimismo, los bonos corporativos, con grado de inversión, representados por el índice "Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (hedged)", cerraron el año con una rentabilidad de -14,1%, mientras que, los bonos de alto rendimiento (soberano y corporativo), representados por el "Bloomberg Global High Yield Index (hedged)", cerraron el año con una rentabilidad de -11,0% (véase *Figura 20*).

FIGURA 19

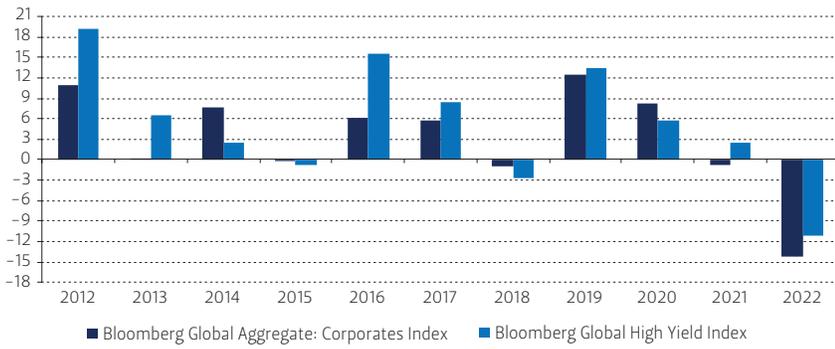
Retornos índices Bloomberg: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (hedged), 2012 - 2022
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 20

Retornos índices Bloomberg Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2012 – 2022
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

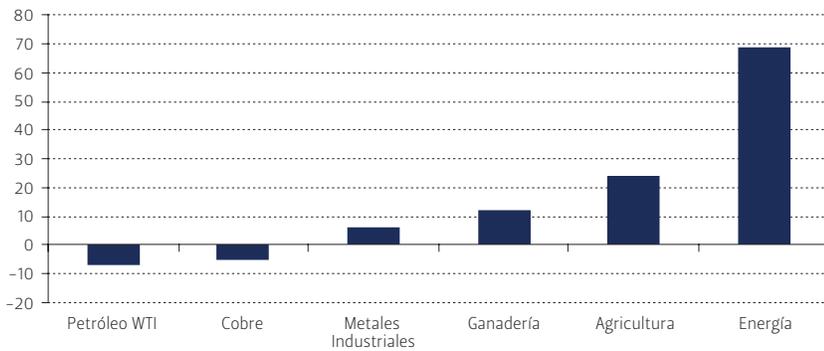


FUENTE: Bloomberg

Al comparar los precios promedios de los *commodities* de 2022 versus los de 2021, se observan variaciones positivas en el sector de metales industriales, ganadería, agricultura y energía. Por su parte, los precios promedio del petróleo y cobre disminuyeron en 7,5% y 5,7%, respectivamente (véase *Figura 21*).

FIGURA 21

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2022
(variación año a año, en porcentaje)



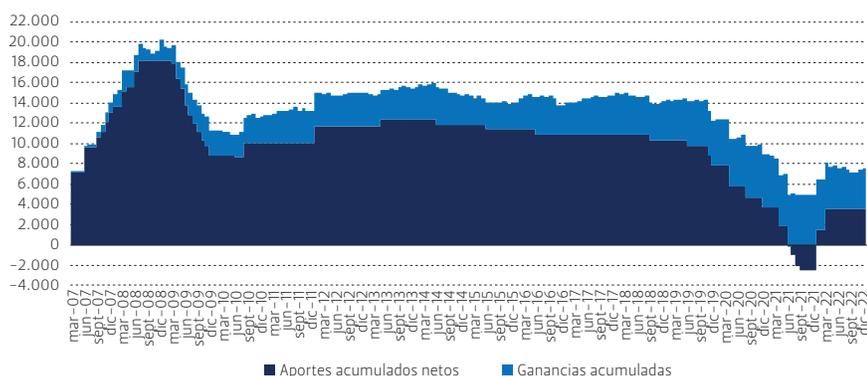
FUENTE: Bloomberg

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2022 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US\$ 7.514 millones y US\$ 6.475 millones, respectivamente, comparado con los US\$ 2.457 millones y US\$ 7.473 millones respectivos al término de 2021. La variación positiva en el valor del FEES se debió principalmente a aportes por US\$ 5.998 millones, compensado en parte por pérdidas netas de las inversiones por US\$ 941 millones (véase *Figura 22*)³⁰. Por su parte, la variación negativa en el FRP se debió principalmente a pérdidas netas en las inversiones por US\$ 1.260 millones, retiros por US\$ 269 millones, compensados en parte por un aporte de US\$ 532 millones³¹ (véase *Figura 23*).

FIGURA 22

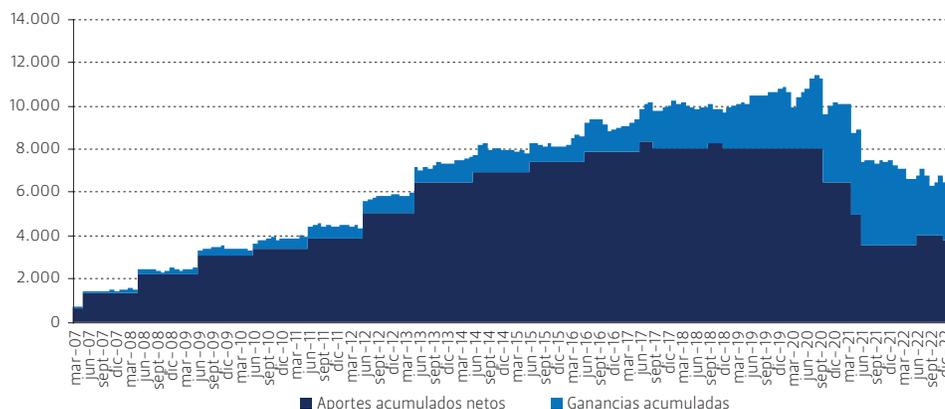
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2022 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 23

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2022 (en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

30 Cabe señalar que durante 2022 se realizó un retiro por US\$ 0,1 millones correspondiente a un saldo del portafolio de acciones que tuvo el FEES hasta fines de septiembre de 2021. Este saldo fue traspasado al FRP durante el mes de junio de 2022.

31 Ver Capítulo 1, Sección B.

C. Rentabilidad

En el año 2022, la rentabilidad neta en dólares de los fondos fue de -12,37% en el FEES y de -16,88% para el FRP (véase Cuadro 4).

El retorno del FEES se debe principalmente a la rentabilidad obtenida en el portafolio de mercado monetario y bonos soberanos de -12,36%³². Éste a su vez se descompone en el rendimiento de los instrumentos en sus monedas de origen, de -8,20%, y el rendimiento de las monedas, con relación al dólar, en que se encuentran denominados dichos instrumentos, de -4,54% (véase Recuadro 4).

El FRP tuvo un retorno negativo de -16,88% en el año. Este retorno se descompone en rentabilidades de -16,41% para bonos soberanos y otros relacionados, -22,48% para bonos indexados a inflación, -11,75% para MBS de agencias de EE.UU., -16,63% para bonos corporativos, -12,45% para bonos de alto rendimiento y -18,13% para acciones.

La rentabilidad de los fondos expresada en pesos chilenos depende además de la evolución de la paridad peso-dólar. De esta forma, el valor del portafolio expresado en moneda nacional aumenta (disminuye) en períodos de depreciación (apreciación) del peso. Durante 2022, el peso chileno se depreció 1,09% respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de -11,41% en el FEES y -15,97% en el FRP. Por su parte, la rentabilidad real de los fondos, la cual está calculada a partir de la rentabilidad nominal en pesos descontando la variación en la Unidad de Fomento (UF) del período respectivo, fue de -21,81% para el FEES y de -25,83% para el FRP.

CUADRO 4³³

Factores determinantes del retorno en dólares de los fondos soberanos en 2022
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2022
		I	II	III	IV	
FEES	Renta fija ^(a)	-4,95	-6,59	-5,71	4,68	-12,36
	<i>Moneda de origen</i>	-3,24	-2,45	-2,53	-0,34	-8,20
	<i>Cambio en paridades cambiarias</i>	-1,78	-4,25	-3,26	5,04	-4,54
	Retorno total (USD)	-4,96	-6,59	-5,71	4,68	-12,37
	Retorno total (CLP)	-12,01	9,17	-0,99	-6,86	-11,41
	Retorno total (Real en UF)	-14,05	4,69	-4,38	-9,12	-21,81

32 El retorno del portafolio del mercado monetario y bonos soberanos (-12,36%) es levemente distinto al del FEES (-12,37%) debido a un pequeño remanente del portafolio de acciones que se mantuvo en el fondo hasta junio de 2022.

33 Las rentabilidades para períodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta, mientras que para períodos menores a un año el retorno corresponde a la variación experimentada durante el período indicado.

FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	-5,60	-8,71	-7,16	4,49	-16,41
	Bonos indexados a inflación	-4,32	-13,70	-9,52	3,77	-22,48
	MBS de agencias de EE.UU.	-5,03	-3,90	-5,31	2,12	-11,75
	Bonos corporativos	-7,23	-8,83	-6,49	5,41	-16,63
	Bonos de alto rendimiento	-5,27	-12,08	-2,50	7,82	-12,45
	Acciones	-5,22	-15,51	-6,82	9,72	-18,13
	Retorno PILP (USD)	-5,52	-11,35	-6,67	6,34	-16,88
	Retorno total (USD)	-5,52	-11,35	-6,67	6,34	-16,88
	Retorno total (CLP)	-12,53	3,60	-2,00	-5,38	-15,97
	Retorno total (Real en UF)	-14,56	-0,65	-5,35	-7,68	-25,83

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

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

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

Para los portafolios de renta fija los factores son principalmente los niveles de las tasas de interés, la calidad crediticia de los emisores en que se invierte, el prepago, y los movimientos de las paridades cambiarias. El nivel de las tasas de interés en el mercado influye directamente en el interés ofrecido por los depósitos a plazo en las instituciones financieras y por los instrumentos de deuda soberana cuando son emitidos. Por su parte, los movimientos en el nivel de las tasas de interés afectan el precio de los instrumentos de renta fija que se transan en el mercado, sobre todo el de aquellos de mediano y largo plazo, teniendo un efecto negativo en caso de que se muevan al alza, y positivo en caso contrario. Adicionalmente, la calidad crediticia del emisor de un instrumento de renta fija también afecta el precio al que se transa dicho instrumento en el mercado. Así, un deterioro de la calidad conllevaría a una disminución en su precio y una mejora, a un aumento¹. Por otro lado, en todos los instrumentos de renta fija existe la probabilidad del incumplimiento crediticio, es decir, que el emisor no pague el interés o el principal. En instrumentos con grado de inversión esta probabilidad es muy baja, pero aumenta en los bonos de alto rendimiento². Por otra parte, el prepago afecta principalmente a MBS de agencias de EE.UU. ya que son instrumentos cuyos subyacentes son créditos hipotecarios que pueden ser refinanciados cuando bajan las tasas de interés. Al realizarse el prepago, el individuo que refinancia su crédito hipotecario retorna al inversionista del MBS el valor par de lo que debe³. Finalmente, puesto que el desempeño de los fondos se mide en dólares y que gran parte de sus carteras está invertida en instrumentos denominados en otras monedas, los movimientos de dichas paridades en relación con el dólar tendrán un efecto en sus rentabilidades.

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

2 Para mitigar este riesgo en bonos de alto rendimiento se han elegido administradores externos que realizan un análisis exhaustivo de cada emisor con el fin de evitar gran parte de estos incumplimientos.

3 Si el valor par es mayor (menor) que el valor presente de los pagos futuros el inversionista experimenta una ganancia (pérdida) con el prepago. Por otra parte, el riesgo de prepago también afecta a algunos bonos corporativos que otorgan al emisor la opcionalidad de prepagar la deuda que ha emitido.

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

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2022 fue de 1,41% para el FEES y 2,71% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,46% para el FEES y 5,80% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 0,25% para el FEES y 1,54% para el FRP.

Cabe destacar que en 2022 la rentabilidad de los fondos soberanos se vio fuertemente afectada por las alzas de las tasas de interés asociadas a la mayor inflación causada por la pandemia, la que fue exacerbada por la guerra entre Rusia y Ucrania que provocó un aumento de los precios del gas, petróleo y alimentos. De esta manera, las rentabilidades experimentadas en el año por los fondos soberanos se alejan bastante de los comportamientos históricos de sus políticas de inversión (véase *Figura 24 y 25*)³⁴. Es preciso señalar que, a nivel internacional, tanto la renta fija como variable mostraron retornos cercanos a -18% durante 2022. Además, la renta variable experimentó su peor retorno desde la crisis financiera global de 2008 y la renta fija soberana de EE.UU. tuvo su peor desempeño anual desde el año 1928.

FIGURA 24

Rentabilidad histórica de la política de inversión vigente del Fondo de Estabilización Económica y Social (en porcentajes, medido en dólares)

					2020
					2017
					2011
		2015	2019		2010
		2014	2018		2007
		2013	2016		2004
		2009	2012		2003
2022	2021	2005	2006	2002	2008
]-15,-10]	]-10,-5]	]-5,0]	]0,-5]	]5,10]	]10,15]

Rentabilidad

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

34 Las Figuras 24 y 25 fueron preparadas utilizando los retornos históricos de los comparadores referenciales de las políticas de inversión vigentes de cada fondo y no necesariamente reflejan el retorno experimentado por el FEES y FRP en el pasado ya que sus políticas de inversión se han modificado en diversas oportunidades desde que fueron creados.

FIGURA 25

Rentabilidad histórica de la política de inversión vigente del Fondo de Reserva de Pensiones
(en porcentajes, medido en dólares)

				2021	2016	2020		
				2014	2013	2019		
				2011	2012	2017		
			2018	2005	2010	2006		2009
2022	2008		2015	2002	2007	2004		2003
] -20,-15]	] -15,-10]	] -10,-5]	] -5,0]	] 0,-5]	] 5,10]	] 10,15]	] 15,20]	] 20,25]

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

En 2022, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 17 puntos base menor que la de su comparador referencial y la del FRP fue 12 puntos base menor. Desde el 31 de marzo de 2007, la diferencia entre los retornos promedio anualizados del FEES y FRP y sus comparadores referenciales fue de -4 puntos base y -24 puntos base, respectivamente³⁵.

La *Figura 26* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 24,7% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2022, mientras que para el FRP el aumento fue de 52,5% durante el mismo período. En la figura es posible observar cómo la evolución del retorno en ambos fondos comienza a diferenciarse a partir de 2012, cuando se modificó la política de inversión del FRP³⁶.

Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad en 2022 fue de -12,06% para el FEES y de -16,26% para el FRP.

FIGURA 26

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



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

35 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007 – 2022.

36 Las políticas de inversión de ambos fondos eran idénticas antes de 2012.

CAPÍTULO 3

Actividades y
recomendaciones del
Comité Financiero

A. Análisis realizados para definir la política de inversión del FEES

El trabajo del Comité Financiero en 2022 estuvo enfocado principalmente en revisar distintos antecedentes relativos a la política de inversión del FEES, que era necesario analizar antes de realizar una recomendación al Ministro de Hacienda respecto a una eventual modificación de dicha política. Entre los aspectos analizados se destaca una revisión de la liquidez de los distintos instrumentos de renta fija en períodos de estrés, la revisión del objetivo del fondo y su tamaño, y de los instrumentos que podrían ser considerados en su portafolio de inversión. A continuación, se describen los principales elementos analizados y las principales conclusiones alcanzadas.

Análisis de liquidez de renta fija en momentos de estrés

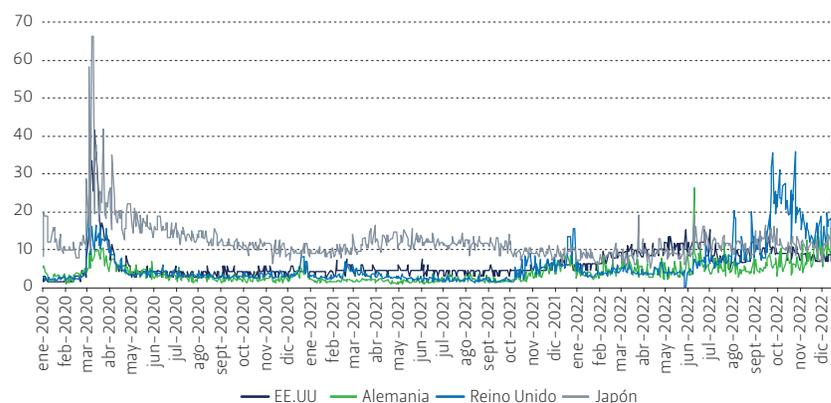
El Comité Financiero analizó la liquidez de diversas clases de activos en momentos de estrés con el fin de evaluar si sus costos de transacción aumentan en dichas circunstancias. Para lo anterior, examinó el comportamiento de sus Bid/Ask Spreads, indicador ampliamente utilizado para evaluar la liquidez de los instrumentos financieros (véase *Recuadro 5*). Cabe señalar que en la medida que este indicador es más pequeño se entiende que el instrumento es más líquido.

En la *Figura 27* se presentan los Bid/Ask Spreads de bonos soberanos emitidos por algunos países desde comienzos de 2020 hasta fines de 2022. Se observa que la liquidez es distinta para cada país y que empeora en momentos en que aumenta la aversión al riesgo, como en marzo de 2020, cuando la pandemia afectó los mercados financieros. Por otra parte, este indicador es usualmente mayor para bonos de empresas y de alto rendimiento, lo que refleja que son menos líquidos que los bonos soberanos y su aumento, en momentos de estrés, puede ser mucho mayor, observando como ejemplo lo ocurrido en la crisis financiera de 2008/2009 y la pandemia (véase *Figura 28*).

El Comité Financiero tomará en cuenta estas consideraciones para recomendar el tipo de instrumentos que serán considerados en la definición de la política de inversión del FEES.

FIGURA 27

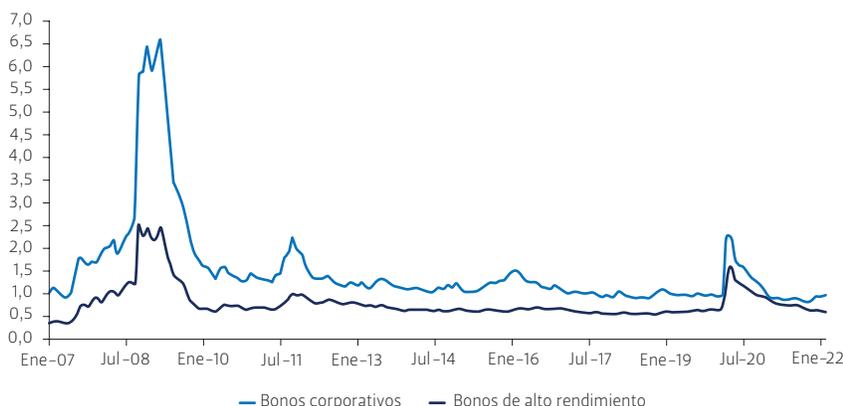
Bid-Ask spread bonos soberanos nominales
(en puntos base)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 28

Bid-Ask Spread de bonos corporativos con grado de inversión y de alto rendimiento en EE.UU.³⁷
(en porcentaje)



FUENTE: Barclays

RECUADRO 5: Bid/Ask Spread y costo de transacción

El Bid/Ask Spread representa el diferencial que existe entre el precio de compra (Ask) y venta (Bid) de un instrumento financiero.

El Bid/Ask Spread se calcula de la siguiente forma y, por lo general, se expresa en puntos base:

$$\text{Bid/Ask Spread}_t = \frac{\text{Ask}_t - \text{Bid}_t}{\text{mid - point}_t} \times 10.000, \text{ donde } \text{mid - point}_t = \frac{\text{Ask}_t + \text{Bid}_t}{2}$$

En la medida que este diferencial es menor se entiende que el instrumento es más líquido.

Por otra parte, para instrumentos de renta fija no existen costos explícitos de transacción (por ejemplo, comisiones). La convención de mercado es que el costo de transacción se calcula a partir del Bid/Ask Spread. Se asume que el precio justo del instrumento se encuentra entre el precio Ask y Bid. Así, un inversionista que compra el instrumento al precio Ask está pagando un poco más del precio justo, y el que lo vende al precio Bid, está recibiendo un poco menos. Desde este punto de vista, el costo de transacción usualmente se calcula en relación al promedio del Bid/Ask Spread (mid-point).

Objetivo del Fondo de Estabilización Económica y Social

El punto de partida de la definición de la política de inversión es tener claridad acerca del objetivo del fondo, ya que elementos fundamentales tales como el objetivo de retorno, tolerancia al riesgo, horizonte de inversión, incluso las restricciones, dependen directamente de su definición.

37 "Market Liquidity Snapshot February 2022", Quantitative Portfolio Strategy, Barclays. El gráfico corresponde a la serie de tiempo del Liquidity Cost Score (LCS) que representa el costo de comprar y vender un instrumento inmediatamente y se calcula como % del precio del bono.

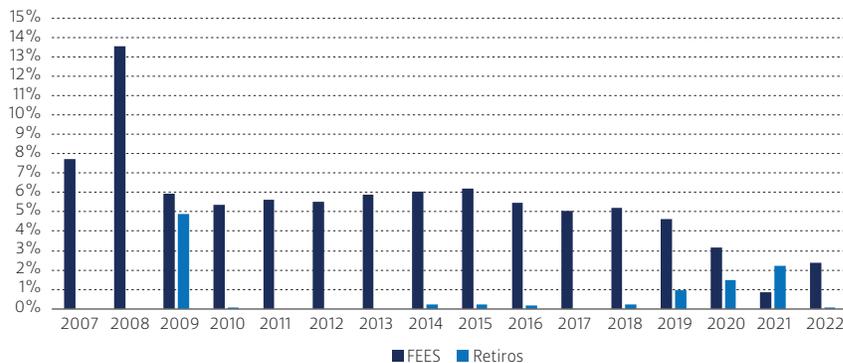
Durante el 2022 el Comité Financiero analizó dos alternativas de objetivos para el FEES que son coherentes con el marco legal aplicable a él. En la primera, los recursos del fondo se utilizan para acumular los ingresos fiscales cíclicos extraordinarios que se generan al aplicar la regla del balance estructural y sus recursos son usados por el Fisco cuando existen déficits fiscales cíclicos³⁸. En la segunda, el objetivo del fondo es apoyar las necesidades del Fisco cuando la economía chilena enfrenta eventos macroeconómicos o financieros poco frecuentes que pueden producir déficits significativos e inesperados.

En este contexto, el Ministro de Hacienda, Mario Marcel, se reunió con el Comité Financiero en octubre de 2022 y entregó sus lineamientos respecto al objetivo del FEES. El Ministro estableció que el fondo se debe utilizar principalmente cuando ocurran riesgos de cola “macro” que produzcan déficits fiscales significativos e infrecuentes comparados con el ciclo regular. Lo anterior es coherente con la segunda alternativa señalada en el párrafo anterior y con el comportamiento histórico de los retiros.

La *Figura 29* presenta la evolución del tamaño del fondo al final de cada año junto con los retiros incurridos en el período respectivo, ambos expresados como porcentaje del PIB. Se puede observar que los retiros más relevantes del fondo ocurrieron en crisis que han tenido un impacto significativo en las finanzas públicas y en que ha sido necesario implementar medidas contra cíclicas para hacer frente a ellas. Se destaca la crisis financiera global de 2008/2009 en que se retiraron US\$ 9.278 millones³⁹, la pandemia de 2020 y 2021 en que se retiraron US\$ 10.287 millones entre los dos años, y en menor medida la crisis social en que se retiraron US\$ 2.564 millones en 2019^{40, 41}.

FIGURA 29

Tamaño del Fondo de Estabilización Económica y Social al cierre de cada año y retiros (porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

38 Si no se desea utilizar los recursos del FEES, los déficits fiscales cíclicos pueden ser financiados con endeudamiento, manteniendo la deuda neta del Estado constante.

39 De estos US\$ 837 millones fueron utilizados para financiar la totalidad del aporte al FRP y US\$ 441 millones para amortizar deuda.

40 De estos US\$ 564 millones fueron para financiar el aporte al FRP.

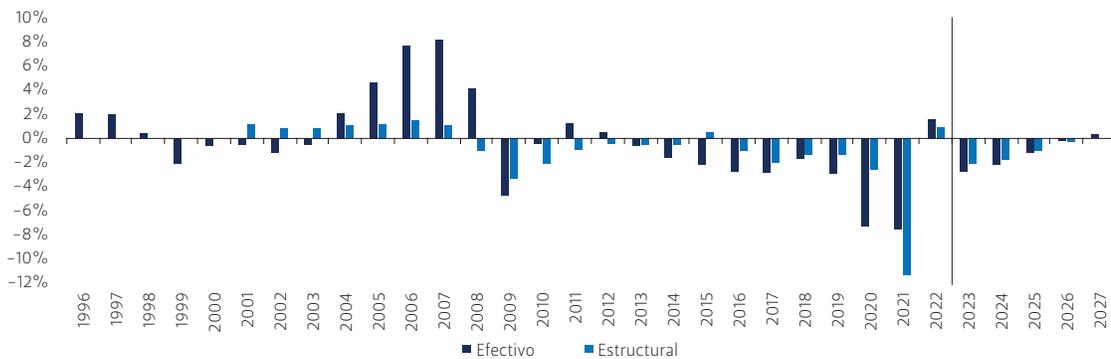
41 En la Figura 29 también se observan otros retiros menores que están asociados al financiamiento de los aportes anuales al FRP.

Tamaño del Fondo de Estabilización Económica y Social

En la figura anterior se observa que antes de 2009, el FEES alcanzó un tamaño cercano a 14% del PIB, que es coherente con la meta de superávit estructural de 1% del PIB que se tenía en los primeros años del uso de la regla del balance estructural (véase *Figura 30*) y con el alto precio del cobre experimentado en dicho período. Sin embargo, desde la crisis financiera global de 2008/2009, los distintos gobiernos han establecido metas de déficits estructurales sin poder converger a un balance estructural y Chile ha experimentado principalmente déficits fiscales efectivos. En ese escenario, entre 2010 y 2018, se prefirió emitir deuda para financiar las necesidades del Fisco y el fondo se utilizó únicamente para financiar los aportes al FRP. En consecuencia, el fondo se mantuvo relativamente estable en un rango entre 5%-6% del PIB entre esos años. A partir de la crisis social, pero sobre todo debido a la pandemia del Covid, recursos significativos fueron retirados desde el FEES, lo que resultó en que su tamaño al cierre de 2021 fuese equivalente a 0,9% del PIB, el menor desde su creación. Cabe señalar que a comienzos de 2022 se aportó al fondo cerca de US\$ 6.000 millones, recursos provenientes de emisiones de deuda, con el fin de reestablecer en parte su tamaño para disponer fácilmente de financiamiento en caso de que otra crisis pudiese afectar las finanzas públicas. Al cierre de 2022 el FEES tenía un tamaño equivalente cercano a 2,4% del PIB.

FIGURA 30

Balance efectivo y estructural
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

En este escenario, el Comité Financiero debatió si el tamaño del fondo es adecuado para separarlo en dos sub-portafolios. El primero, sería un portafolio defensivo, que estaría principalmente orientado a cubrir déficits significativos y poco frecuentes, y que debería maximizar o al menos proteger el valor de sus activos en los momentos en que es más probable utilizar los recursos del fondo. El segundo, sería un portafolio con un horizonte de inversión de mediano plazo, cuyo principal objetivo sería mejorar el retorno esperado del FEES.

Al cierre de diciembre, el Comité Financiero no había llegado a una conclusión respecto a lo anterior, sin embargo, el Ministerio de Hacienda le informó que encargaría una asesoría al Fondo Monetario Internacional con el fin de estimar el tamaño mínimo requerido para mantener un portafolio defensivo.

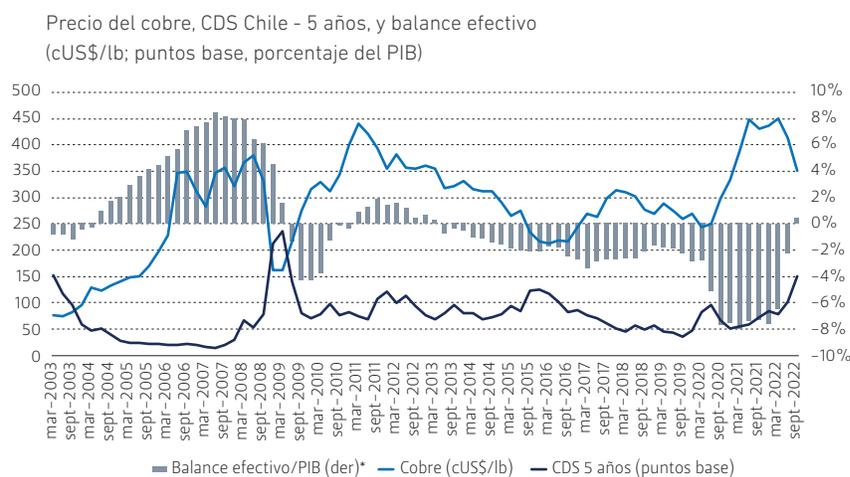
Por su parte, el Comité Financiero recomendó enfocarse en la definición de la política de inversión de dicho portafolio teniendo en cuenta que el tamaño del fondo actual y el tamaño de los retiros históricos en momentos de crisis, hacen menos factible hoy que parte del fondo pueda ser invertido en forma más agresiva.

Portafolio defensivo

Según lo descrito arriba, el portafolio defensivo debe tener por objetivo maximizar o al menos proteger el valor de sus activos en los momentos en que es más probable utilizar los recursos del fondo. Lo anterior debe ser acompañado con la exigencia de que sus activos deben ser suficientemente líquidos para disponer rápidamente de ellos cuando sea necesario, sin incurrir en altos costos de transacción.

El Comité Financiero recomendó utilizar los Credit Default Swaps (en adelante, CDS)⁴² a 5 años de los bonos soberanos de Chile como un indicador de mercado que podría estar asociado al momento en que sería más probable utilizar los recursos desde el FEES (véase *Figura 31*). Esto debido a que el incremento de los CDS está relacionado al aumento de aversión al riesgo hacia Chile, lo que se traduce en que para el país es más caro endeudarse cuando ello ocurre y, en ese escenario, se hace más probable el uso del FEES. En el caso extremo, de que los CDS se incrementaran en forma exacerbada, se podría experimentar el evento poco probable de que los mercados financieros se cierren para Chile, lo que obligaría a usar el fondo⁴³. Por otra parte, los CDS de los bonos chilenos han tenido una correlación negativa de 0,43 con el precio del cobre. Es decir, caídas significativas y repentinas del precio del cobre (por ejemplo en 2008), que afectan los ingresos fiscales asociados a la minería, podrían ocasionar déficits fiscales, que también podrían gatillar el uso del FEES, lo que tiende a coincidir con el aumento de los CDS de los bonos nacionales.

FIGURA 31



* Promedio móvil de los 4 últimos trimestres.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

El Comité Financiero ha analizado la correlación de los retornos de distintas monedas e instrumentos en pesos en relación con los CDS de los bonos soberanos chilenos para seleccionar las que podrían ser incorporadas en el portafolio defensivo. El objetivo del análisis es elegir aquellas monedas e instrumentos cuyos valores de mercado se ven favorecidos cuando se deteriora la percepción del riesgo soberano de Chile, expresado en el aumento de los CDS (véanse *Figura 32* y *33*). En relación con las monedas, se observa que el USD, JPY, y CNY son las que han tenido las correlaciones más altas seguidas en menor medida por el CHF, GBP y EUR. Otras monedas como el CAD y el KRW

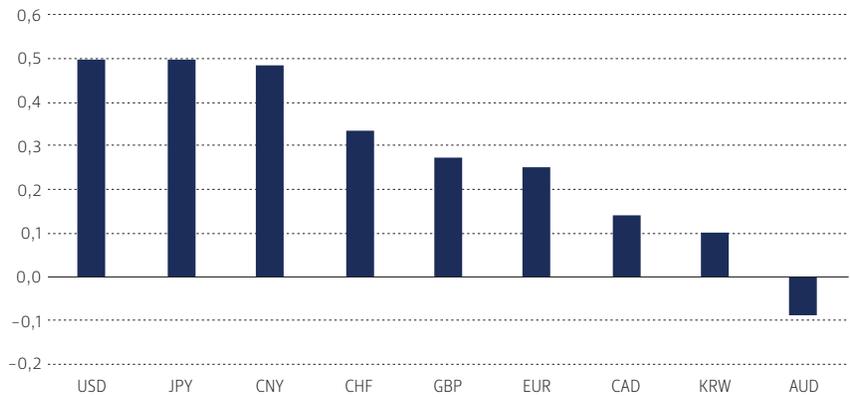
42 Un CDS es un contrato entre dos partes en que una compra protección en el evento que un emisor de renta fija experimente un default y, la otra, ofrece la protección. El precio del CDS por lo general se expresa en un *spread* (en puntos base) y representa el pago que recibe la parte que ofrece la protección. Es decir, si aumenta, significa que es más caro protegerse de un default.

43 Cabe señalar que esto no ha sucedido en las crisis experimentadas en las últimas décadas que se encuentran entre las peores del último siglo.

han experimentado correlaciones más bajas, incluso negativa para el AUD. El comportamiento de los instrumentos es similar al antes descrito para las monedas, ya que su desempeño medido en pesos depende principalmente del comportamiento de las paridades cambiarias. Por ejemplo, los instrumentos de renta fija denominados en USD, JPY y CNY son los que experimentan las correlaciones más altas, y los peores son los de Corea del Sur y Australia. Vale la pena destacar que las acciones globales tienen una correlación negativa, ya que sus caídas coinciden con los aumentos de la aversión al riesgo y de los CDS de Chile.

FIGURA 32

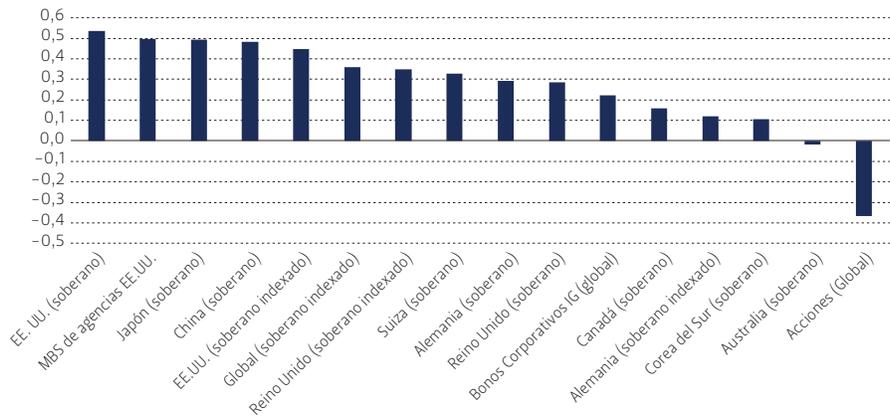
Correlaciones de retorno de monedas seleccionadas en relación a los CDS Chile – 5 yrs⁴⁴
(entre -1 y 1)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 33

Correlaciones de retorno de distintos instrumentos en relación con los CDS Chile – 5 yrs
(entre -1 y 1)



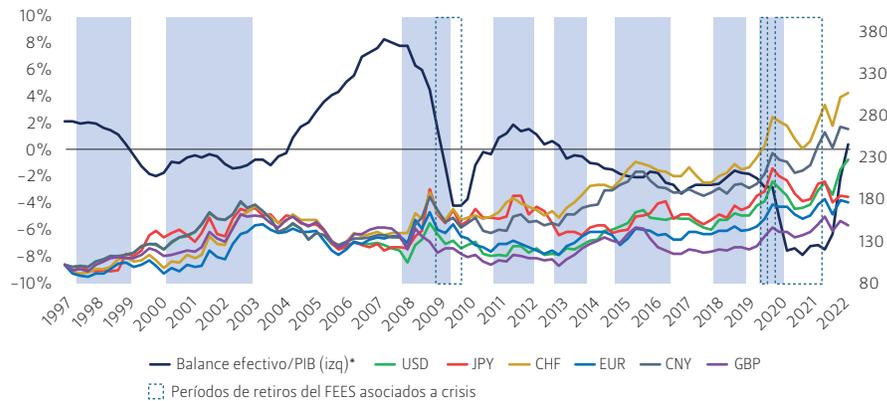
FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

44 Corresponde a las correlaciones entre la variación mensual de las paridades en relación al CLP y la variación de los CDS mensuales (febrero de 2003 y diciembre de 2022). Una correlación positiva significa que el dólar se apreció en relación con el peso cuando aumentaron los CDS.

Al analizar el comportamiento histórico de las monedas que tienen una mayor correlación con los CDS (véase *Figura 34*) se puede observar que tienden a apreciarse en los períodos de crisis (áreas presentadas con un fondo gris)⁴⁵. También se puede advertir que en general el balance fiscal tiende a empeorar después de ellas, con déficits fiscales muy repentinos y pronunciados en los momentos en que fue necesario utilizar el FEES (2009 y entre 2019 y 2021).

FIGURA 34

Evolución balance efectivo trimestral e índices de rentabilidad de monedas de refugio⁴⁶
(porcentaje del PIB - eje izquierdo y 100 = 31 de diciembre de 1996 - eje derecho)



* Promedio móvil de los 4 últimos trimestres.

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile

El Comité Financiero espera hacer una recomendación al Ministro de Hacienda con modificaciones a la política vigente de inversión del FEES durante el primer semestre de 2023. Su recomendación se enfocará en un portafolio que estará compuesto de los instrumentos que ofrecen una mayor protección en los momentos en que sea más probable usar el FEES y será optimizado teniendo en cuenta sus retornos esperados, volatilidades, covarianzas, liquidez, y su importancia relativa en los índices globales de renta fija.

B. Análisis de bonos indexados a inflación

El Comité Financiero en su sesión de junio analizó en profundidad la clase de activo bonos soberanos indexados a inflación (en adelante, ILB por sus siglas en inglés)⁴⁷. Los miembros del Comité Financiero revisaron las principales características del mercado de esta clase de activos (tamaño, principales emisores, montos transados, etc.). También, estudiaron el marco teórico aplicable a los ILB, en particular el modelo canadiense que es el más utilizado en los distintos países (véase *Recuadro 6*). Además, analizaron el concepto del *breakeven*, que representa las expectativas de inflación del mercado, y cómo se ve influenciado por el premio por riesgo de la inflación y el premio por liquidez asociado a este tipo de instrumentos. Adicionalmente, examinaron el grado en que los ILB protegen efectivamente contra la inflación, enfocándose en el mercado de los Treasury Inflation Protected Securities (en adelante, TIPS) de EE.UU., y cómo se comparan con otras clases de activos que también poseen esta propiedad, examinando su com-

45 Para este gráfico las crisis están asociadas principalmente a caídas de las bolsas accionarias.

46 Las áreas del gráfico en rosado corresponden a períodos de crisis.

47 *Inflation linked bonds*.

portamiento bajo distintos escenarios.

A continuación, se presentan algunas de las conclusiones a las que llegó el Comité Financiero:

- A nivel agregado, los ILB representan cerca de 10% del tamaño de los bonos soberanos convencionales en los países desarrollados, aunque en unos pocos países, como el Reino Unido, tienen una importancia más significativa. Sin embargo, sus montos transados diariamente están muy por debajo de los convencionales, lo que afecta su liquidez.
- Se debe ser indiferente entre invertir en un ILB y un bono convencional si los mercados son eficientes y el *breakeven* realmente refleja las expectativas de inflación.
- El inversionista debe utilizar ILB si tiene una opinión distinta respecto a las expectativas de inflación del mercado o si desea protegerse frente a sorpresas en la inflación en el largo plazo.
- Para un inversionista “buy and hold”⁴⁸ el ILB garantiza el rendimiento real. Sin embargo, su precio de mercado antes de la madurez va a ir incorporando los movimientos de las tasas de interés reales, la nueva información de inflación, y el premio por liquidez. Además, hay otros elementos que hacen que la cobertura de los ILB no sea perfecta como el desfase asociado al índice de referencia de inflación y si este último refleja de buena forma la inflación que se desea proteger.
- Los ILB cortos son una buena alternativa si el objetivo es la protección de la inflación y si se quiere invertir en instrumentos más líquidos y menos expuestos al riesgo de tasas de interés; sin embargo, pueden ofrecer rentabilidades más bajas en el largo plazo que instrumentos de duración más larga.
- Según información recopilada con administradores externos, no es usual que se mantenga una asignación estratégica de activos en ILB. Además, se puede cubrir la inflación en el largo plazo invirtiendo en un portafolio más riesgoso que incluya acciones e inversiones alternativas.

C. Monitoreo de los administradores externos

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCCh, BlackRock, BNP Paribas, Credit Suisse, Mellon, Nomura, UBS, y Western Asset, quienes deben presentar anualmente a los miembros del Comité Financiero y del Ministerio de Hacienda sobre la gestión de sus portafolios. En estas presentaciones cada administrador detalla los resultados de su gestión, explicando las razones que explican su desempeño, sus metodologías de inversión y principales posicionamientos, así como también acerca de cambios organizacionales o en sus equipos que podrían afectar su gestión. También se analizó la situación de los mercados que estuvieron muy afectados por el aumento de la inflación a nivel global. Todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

⁴⁸ Inversionista “buy and hold” se refiere a aquellos que compran un instrumento y lo mantienen hasta su madurez.

RECUADRO 6: Modelo canadiense en bonos indexados a inflación

En la mayoría de los países el modelo aceptado como estándar para los bonos indexados a inflación es el canadiense¹, en el que el cupón es fijo en términos porcentuales (este representa al cupón real, por ejemplo, 3%) y se aplica sobre un capital que se va ajustando según la variación de un índice de precios que se ha definido previamente para el bono. Por otra parte, a su madurez, el inversionista recibirá el principal ajustado por la variación del índice de precios desde su emisión.

Para ajustar el principal, al momento de pagar un cupón o a la madurez del bono, se utiliza el Index Ratio. Este se calcula dividiendo el índice de precios de referencia al momento del pago, por el nivel del índice al momento en que el bono fue emitido (ecuación i). Las ecuaciones ii y iii presentan cómo se ajusta el cupón y el capital, respectivamente, según la variación del índice de precios asociado al bono indexado a inflación. Es importante señalar que el monto que recibe el inversionista asociado al pago del cupón es variable pues depende de la variación del índice de precios que se utiliza para ajustar el principal del bono.

$$i) \text{ Index Ratio}_t = \frac{I_t}{I_0}$$

$$ii) \text{ Pago del Cupón}_t = 100 * \text{Cupón ILB} * \text{Index Ratio}_t$$

$$iii) \text{ Pago de principal}_m = 100 * \text{Index Ratio}_m$$

Donde I_t corresponde al valor del índice de precios utilizado en el ILB en t , I_0 corresponde al valor del índice de precios al momento de la emisión, Cupón ILB corresponde al cupón real asociado al ILB, y m corresponde a la madurez.

1 Salvo por Australia, Brasil, México, Argentina e Israel.

ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

Miembros	Cargo	Fecha Incorporación	Fecha Salida
Juan Andrés Fontaine Talavera	Presidente	agosto 2021	-
Macarena Pérez Ojeda	VicePresidenta	agosto 2021	-
Pablo Castañeda Navarrete	Consejero	agosto 2022	-
Nicolás Eyzaguirre Guzmán	Consejero	agosto 2021	-
Jennifer Soto Urrea	Consejera	agosto 2022	-
Marcela Valenzuela Bravo	Consejera	agosto 2022	-
Mauricio Villena Chamorro	Consejero	agosto 2021	agosto 2022
Ricardo Budinich Diez	Consejero	agosto 2016	agosto 2022
Martín Costabal Llona	Consejero	agosto 2007	agosto 2022
José De Gregorio Rebeco	Presidente	septiembre 2014	agosto 2021
Cristián Eyzaguirre Johnston	Consejero VicePresidente	marzo 2010 septiembre 2011	agosto 2021
Jaime Casassus Vargas	Consejero	septiembre 2014	agosto 2021
Paulina Yazigi Salamanca	Consejera	septiembre 2018	agosto 2021
Igal Magendzo Weinberger	Consejero	septiembre 2014	septiembre 2018
Eduardo Walker Hitschfeld	Consejero	agosto 2007	agosto 2016
Arturo Cifuentes Ovalle	Presidente Consejero	enero 2014 agosto 2011	agosto 2014
Rodrigo Valdés Pulido	Consejero	febrero 2014	abril 2014
Eric Parrado Herrera	Consejero	agosto 2011	marzo 2014
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Presidente Consejero	agosto 2011 septiembre 2009	enero 2014
Andrés Bianchi Larre	Presidente	agosto 2007	agosto 2011
Ana María Jul Lagomarsino	Vicepresidenta	agosto 2007	agosto 2011
Andrés Sanfuentes Vergara	Consejero	agosto 2007	marzo 2010
Oscar Landerretche Moreno	Consejero	agosto 2007	junio 2009

ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2022⁴⁹

REUNIÓN 1 | 28 DE ENERO DE 2022

En la primera sesión del año, el Comité Financiero se reunió con el Ministro de Hacienda, Rodrigo Cerda. En la ocasión, el ministro informó acerca del aporte que se realizaría el FEES el 31 de enero de 2022 por US\$ 4.000 millones, gracias a la mayor recaudación tributaria recibida producto del mayor crecimiento de la economía en 2021, y señaló que no descartaba nuevos aportes en el año. El Comité también se reunió con una delegación de BNP Paribas, administrador externo responsable de gestionar el portafolio de bonos con respaldo de hipotecas de EE.UU. En esta oportunidad la firma presentó los resultados obtenidos durante el año 2021 e informó acerca de su estrategia de inversión, organización, y su visión del mercado. Finalmente, se solicitó a la Secretaría Técnica analizar los costos de transacción y liquidez de las distintas clases de activo en momentos de crisis.

REUNIÓN 2 | 21 DE MARZO DE 2022

En su segunda sesión, el Comité Financiero se reunió con la nueva Coordinadora de Finanzas y Asuntos Internacionales, Carola Moreno Valenzuela, quien asumió sus labores el 11 de marzo de 2022. Además, se reunió con una delegación del BCCh, encabezada por el Gerente de la División de Mercados Financieros, que expuso acerca de los resultados de su gestión en ambos fondos soberanos durante 2021, junto con otros temas relacionados a cuestiones legales concernientes a los contratos que dicha entidad celebra en representación del Fisco, y a sus procedimientos y estándares. El Comité también discutió acerca de los objetivos de los fondos y se recomendó que el Presidente del Comité se reuniera con el Ministro de Hacienda para precisarlos de mejor forma, tener más información acerca de su evolución esperada y de sus expectativas para incorporar la inversión responsable en los fondos. Además, se acordaron las siguientes etapas asociadas a la confección del informe anual 2021 del Comité Financiero. Finalmente, se reunió con RVK, consultor externo del Ministerio de Hacienda, para analizar las mejores prácticas en el uso de permisos especiales otorgados a los administradores, especialmente en los inicios de los nuevos mandatos, y sobre el uso de índices de acciones que incorporan inversión responsable.

REUNIÓN 3 | 25 DE ABRIL DE 2022

En la tercera reunión, se contó con la participación de UBS que presentó acerca de su gestión en acciones y bonos corporativos en el FRP. La empresa expuso acerca de su organización, procesos de inversión y los principales resultados obtenidos durante el año 2021 y hasta marzo de 2022, así como de la situación de los mercados. Por otra parte, en esta oportunidad el Presidente del Comité expuso sobre la reunión que sostuvo con el Ministro de Hacienda, Mario Marcel, en que entregó algunos lineamientos generales relativos a los objetivos de los fondos. Específicamente, señaló que el FEES debe ser administrado en el marco de la regla del balance estructural y sus recursos utilizados para financiar déficits cíclicos, aunque teniendo en cuenta el uso de cláusulas de escape. También comentó que el FRP debe tener un horizonte de inversión de largo plazo y ser utilizado para apoyar las obligaciones del Fisco en el área de pensiones. Finalmente, manifestó que el ministro solicitó que el Comité evalúe la incorporación de inversión responsable en los fondos. Por otra parte, se solicitó a la Secretaría Técnica que prepare una minuta acerca de los bonos indexados a inflación para entender en mayor profundidad esta clase de activo. Finalmente, la Secretaría Técnica presentó su análisis acerca de la liquidez de los activos en períodos de crisis.

35 Debido a la pandemia a partir de abril de 2020 todas las reuniones del Comité Financiero se ha realizado por vía telemática.

REUNIÓN 4 | 6 DE JUNIO DE 2022

El Comité, en su cuarta sesión, se reunió con el equipo de Mellon, responsable de invertir parte del portafolio de acciones del FRP. En esta oportunidad la firma expuso sobre su compañía, equipo y estrategia de inversión, y luego se refirió a su gestión durante 2022. Además, presentó acerca de la situación de los mercados internacionales. Por otra parte, la Coordinadora de Finanzas y Asuntos Internacionales, informó al Comité acerca de la situación que afectó al BCCh relacionado con la suplantación en el pago de RVK. Posteriormente, la Secretaría Técnica realizó una exposición sobre los bonos indexados a inflación describiendo sus principales mercados, el marco conceptual que se les aplica, un análisis acerca de su cobertura frente a la inflación, y cómo se comparan con otras clases de activos. El Comité solicitó que la Secretaría Técnica le manifestara a RVK, consultora que realizó un estudio de la política de inversión en 2021, su petición de actualizar los supuestos de su estudio y de informar si las conclusiones fueran distintas. Además, requirió proyecciones actualizadas de aportes y retiros en el FEES y FRP y que se le consultara al BCCh acerca del proceso que sigue para definir la política de inversión de sus Reservas Internacionales.

REUNIÓN 5 | 18 DE JULIO DE 2022

En su quinta sesión del año, el Comité se reunió con una delegación de BlackRock quien expuso sobre su gestión de parte de la cartera de bonos de alto rendimiento en el FRP y proporcionó un análisis de la situación actual de los mercados internacionales. Además, una delegación del BCCh, encabezada por el Gerente de la División de Mercados Financieros, presentó sobre el proceso que utilizan para definir y revisar la política de inversión de sus Reservas Internacionales. El Comité Financiero agradeció a la delegación del BCCh por la presentación efectuada y posteriormente debatió acerca de cómo dicha experiencia podría ser aplicable a los fondos. A continuación, los miembros del Comité fueron informados que RVK señaló que existía un costo asociado para actualizar los supuestos del estudio, sin embargo, no recomendaba hacerlo debido a que las recomendaciones serían muy parecidas. Posteriormente, el Comité recomendó solicitarle al BCCh que realice un estudio para definir la política de inversión del FEES y, si este no puede, que la Secretaría Técnica realice una propuesta. Finalmente, el Comité Financiero discutió y estableció las etapas a seguir en relación con posibles modificaciones a la política de inversión del Fondo de Contingencia Estratégico (FCE) establecido en la Ley N° 21.174.

REUNIÓN 6 | 3 DE OCTUBRE DE 2022

En su sexta sesión del año, el Comité Financiero retomó sus reuniones después de la renovación de varios de sus miembros. El Presidente, Juan Andrés Fontaine, dio la bienvenida a los nuevos consejeros: Pablo Castañeda, Jennifer Soto y Marcela Valenzuela. En esta sesión la Secretaría Técnica del Comité Financiero realizó una presentación sobre su estudio realizado para modificar la política de inversión del FEES, lo que dio lugar a un intercambio de opiniones entre los consejeros sobre la metodología, los objetivos del fondo y los siguientes pasos requeridos para recomendar al Ministro de Hacienda posibles modificaciones. A continuación, el Gerente General del BCCh, expuso sobre la situación ocurrida con la empresa consultora RVK. Finalmente, el Comité recibió al Ministro de Hacienda, Mario Marcel, quien además de dar la bienvenida a los nuevos integrantes, proporcionó nuevos lineamientos generales basados en los objetivos del FEES y el FRP.

REUNIÓN 7 | 18 DE NOVIEMBRE DE 2022

En su séptima sesión, la Secretaría Técnica expuso al Comité Financiero su análisis acerca del estudio de la política de inversión del FEES que incorporó los comentarios proporcionados por el Comité en la sesión anterior. En particular, se analizaron distintas alternativas de carteras de inversión teniendo en cuenta las monedas que han tenido un mejor comportamiento en momentos de crisis. Tras un intercambio de opiniones, se solicitó que las restricciones que se impongan en la optimización tengan como referencia la composición de los índices globales de renta fija. A continuación, el Comité se reunió con un equipo de Nomura que expuso sobre su compañía, equipo y estrategia de inversión, y posteriormente sobre los bonos de alto rendimiento que gestionan en el FRP. Finalmente, un representante del Ministerio de Hacienda expuso al Comité sobre la decisión de terminar los contratos con el Administrador Externo Credit Suisse y con la empresa asesora RVK, indicando las razones y argumentos para la toma de dicha decisión.

REUNIÓN 8 | 16 DE DICIEMBRE DE 2022

En la última reunión del año, los miembros del Comité Financiero intercambiaron opiniones acerca del objetivo del FEES y cómo impactaría en las decisiones de inversión. A partir de esto, se solicitó a la Secretaría Técnica una estimación de los recursos que eventualmente deberían mantenerse en un portafolio defensivo para financiar situaciones fiscales inesperadas y significativas. Adicionalmente, se sugirió profundizar en el análisis que permitiera seleccionar las monedas en que se podría invertir teniendo en cuenta su comportamiento en momentos en que existiese más probabilidad de utilizar el fondo. Luego, el Comité se reunió con Western, quienes expusieron inicialmente sobre su compañía, equipo y estrategia de inversión, y posteriormente sobre los MBS que se gestionan en el FRP.

Referencias bibliográficas

- > Castañeda P., Castro R., Fajnzylber E., Medina J. y Medina J. (2020). "Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones", Publicación de Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011). "Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final", Documento preparado a petición del Ministerio de Hacienda, Chile.
- > García M., García P. y Piedrabuena B. (2005). "Fiscal and Monetary Policy Rules: The Recent Chilean Experience", Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- > González L., J. Rivera (2020). "Nota de Investigación: Proyección de la Sostenibilidad Fiscal del Fondo de Reserva de Pensiones 2020-2050, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Larraín F., R. Costa, R. Cerda., M. Villena y A. Tomaselli (2011). "Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile", Estudios de Finanzas Públicas, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021). "Indicador del Balance Cíclicamente Ajustado Metodología y Resultados", Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Marcel M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001). "Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile; 1987-2000", Serie de Estudios de Finanzas Públicas N°1, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Rodríguez J., C. Tokman y A. Vega (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras seis años de Aplicación en Chile", Estudios de Finanzas Públicas, N° 7, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Schmidt-Hebbel K. (2012). "Fiscal Institutions in Resource-Rich Economies: Lessons from Chile and Norway ", documento preparado para la conferencia "Understanding and Avoiding the Oil Curse in the Arab World", Kuwait.
- > Velasco A., A. Arenas, J. Rodríguez, M. Jorratt y C. Gamboni (2010). "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, Metodología y Aplicación al Período 2006-2009", Estudios de Finanzas Públicas N°15, Dipres, Ministerio de Hacienda, Chile.
- > Velasco A. y E. Parrado (2012). "The Political Economy of Fiscal Policy: The Experience of Chile (95-133)", Oxford Handbook of Latin American Political Economy, Oxford University Press.
- > Walker E. (2011). "Un asset allocation para el FEES", Estudio realizado a petición del Ministerio de Hacienda.

Glosario

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

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

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

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

Apalancamiento (*leverage*) — compra de activos mediante deuda.

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

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

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

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

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

Bonos indexados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

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

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

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

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

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

Efectivo — caja y depósitos bancarios a la vista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Renta variable — acciones.

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

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

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

Swift — Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

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

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

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

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

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

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

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

VIX (Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index)

— índice de volatilidad que refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad en los próximos 30 días. Se mide en base a un índice de opciones del S&P500.

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

Autores

Juan Andrés Fontaine

Macarena Pérez Ojeda

Pablo Castañeda Navarrete

Nicolás Eyzaguirre Guzmán

Jennifer Soto Urra

Marcela Valenzuela Bravo

