INFORME ANUAL
COMITÉ FINANCIERO

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

2024

Esta publicación corresponde al Informe Anual del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2024.

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

Abril de 2025, Santiago, Chile
Todos los derechos reservados

INFORME ANUAL
COMITÉ FINANCIERO

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

2024

Contenido

Prefacio 6

Resumen ejecutivo 7

Integrantes del Comité Financiero 8

Capítulo 1 Política fiscal, objetivos, institucionalidad y política de inversión de los fondos 10

A. Política fiscal 11

B. Objetivos y reglas de uso de los fondos 11

C. Institucionalidad 13

D. Política de inversión 16

Capítulo 2 Estado de los Fondos Soberanos 23

A. Análisis de la economía internacional 24

B. Valor de mercado de los fondos soberanos 34

C. Rentabilidad 35

Capítulo 3 Actividades y recomendaciones del Comité Financiero 38

A. Mandato de acciones de bajo carbono 39

B. Contratación administradores externos 40

C. Modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal 41

D. Análisis *endowments* y reglas de retiro del FRP 42

E. Contratación consultor para estudio de asignación estratégica de activos del FRP 43

F. Política de concentración de administradores externos 44

G. Monitoreo de los administradores externos 44

Anexo 1: Integrantes actuales y pasados del Comité Financiero 45

Anexo 2: Resumen de reuniones en 2024 46

Referencias bibliográficas 48

Glosario 49

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 octavo preparado por el Comité, da a conocer sus labores y actividades realizadas durante 2024.

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 2024 el valor de mercado de los fondos alcanzó US$ 12.996 millones, correspondiendo US$ 3.618 millones al Fondo de Estabilización Económica y Social (en adelante, FEES) y US$ 9.378 millones al Fondo de Reserva de Pensiones (en adelante, FRP). La rentabilidad neta en dólares en el año fue de -0,13% para el FEES y de 4,97% para el FRP[1], mientras que en pesos fue de 12,01% y 17,73%, respectivamente. La asignación estratégica de activos para el FEES a esa fecha era de 81% en letras del tesoro y bonos soberanos, 4% en bonos soberanos indexados a inflación y 15,0% en MBS de agencias de EE.UU. Con respecto al FRP, la asignación 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 (en adelante, TWR por su sigla en inglés), a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (en adelante, 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 Talavera

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 Jennifer Soto Urra

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.

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.

Consejero Pablo García Silva

Ingeniero Comercial y Máster en Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, con Doctorado en Economía en el Massachusetts Institute of Technology. Fue Consejero y Vicepresidente del Banco Central de Chile, ocupando con anterioridad los cargos de Gerente de División de Estudios y Economista Jefe, Gerente de División de Política Financiera, Gerente de Análisis Macroeconómico y Gerente de Estabilidad Financiera. Fue Director Ejecutivo y Alterno de la Silla del Cono Sur del FMI, donde además presidió el Comité de Ética del Directorio. Actualmente es Profesor en la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez. Se incorporó al Comité en septiembre de 2024.

Consejero Marco Morales Sepúlveda

Ingeniero Comercial de la Universidad de Santiago, y Máster y Doctorado en Economía de la Universidad de Boston. Se ha desempeñado como Consejero Titular del Consejo Técnico de Inversiones de la Superintendencia de Pensiones, Jefe de la División de Estudios y Desarrollo de Mercados de la Superintendencia de Valores y Seguros y Asesor del Ministerio de Hacienda. Fue Profesor de la Pontificia Universidad Católica de Chile y de la Universidad de Chile y actualmente es Profesor del Departamento de Economía de la Universidad Diego Portales. Se incorporó al Comité en septiembre de 2024.

Consejera Marcela Valenzuela Bravo[2]

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.

2 Marcela Valenzuela presentó su renuncia al Comité Financiero el 26 de diciembre de 2024.

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 ajustado[3], que busca atenuar el efecto de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de los ingresos por litio 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 2022[4], 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 plazo[5]. 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 sostenibilidad 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 déficits fiscales. La nueva administración reforzó este objetivo a través de las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobadas por el Congreso Nacional en julio de 2024 (véase Capítulo 3, Sección C), que establecen como objetivo principal del fondo estabilizar las finanzas públicas en el tiempo, ante cambios abruptos en el ciclo económico y eventos extraordinarios. En el caso del FRP, su objetivo es complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la Pensión Garantizada Universal (en adelante, PGU), la pensión básica solidaria de invalidez y el aporte previsional solidario de invalidez (en adelante, Pilar Solidario de Invalidez o PSI)[6]. 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 ley[7].

Antes de agosto de 2024, el FRP recibía todos los años un aporte equivalente al 0,2% del PIB del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo era superior a 0,2% del PIB, recibía un aporte equivalente a dicho superávit hasta un máximo de

3 La regla de balance estructural o de balance cíclicamente ajustado se ha modificado desde sus inicios en algunas dimensiones. Para una discusión detallada de su diseño, modificaciones, aplicación, resultados y de la política fiscal chilena en general véase Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001); García, García y Piedrabuena (2005); Rodríguez, Tokman, Vega (2006); Velasco, Arenas, Rodríguez, Jorratt y Gamboni (2010); Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile (2011); Larraín, Costa, Cerda, Villena y Tomaselli (2011); Schmidt-Hebbel (2012); Velasco y Parrado (2012); y Dirección de Presupuestos (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023).

4 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.

5 La Ley N° 21.683, cuyo objetivo es fomentar la responsabilidad y transparencia en la gestión del estado, aprobada por el Congreso Nacional en julio de 2024, establece que cada administración deberá establecer las bases de la política fiscal, su impacto en el balance estructural y un ancla de la deuda bruta. Cabe señalar que esta administración estableció en 2022 que la regla de balance estructural esté anclada a un nivel de deuda bruta de 45% del Producto Interno Bruto (en adelante, PIB).

6 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.

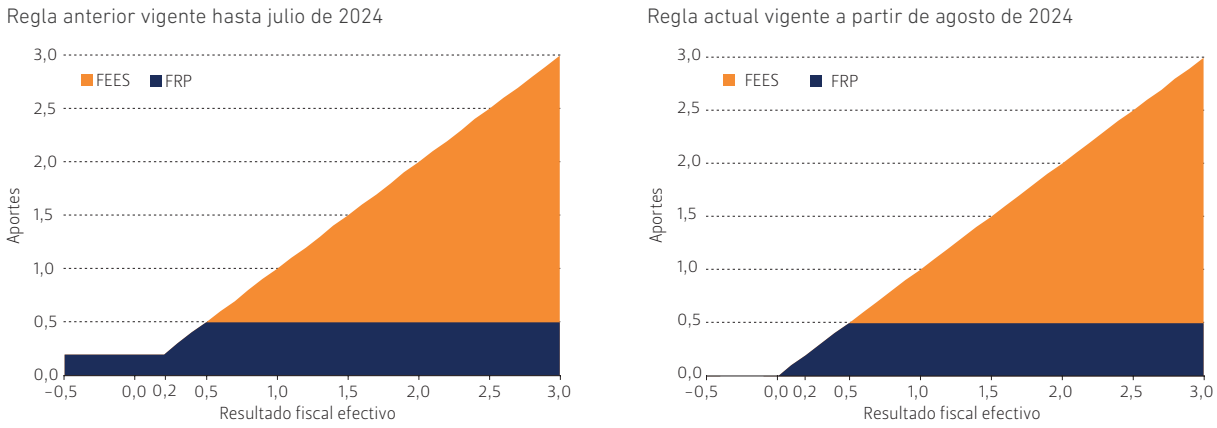
7 Ley de Responsabilidad Fiscal para el FRP y DFL N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda, para el FEES.

0,5% del PIB. Sin embargo, a partir de agosto de 2024, considerando las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobadas por el Congreso Nacional en 2024, el FRP recibirá un aporte anual solamente si se experimenta un superávit efectivo el año anterior, hasta un máximo de 0,5% del PIB. Los aportes al FRP deberán efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en él alcancen un monto equivalente a 900 millones de Unidades de Fomento (UF)[8].

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 fondo[9,10]. Adicionalmente, puede recibir aportes extraordinarios provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda.

FIGURA 1

Regla anterior y actual de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Reglas de uso

Entre 2022 y 2024 el monto de los recursos del FRP que podía ser utilizado anualmente no debía ser superior a un 0,1% del Producto Interno Bruto del año anterior[11]. Sin embargo, en el marco las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobadas por el Congreso Nacional en julio de 2024, el Ministro de Hacienda deberá definir una regla de retiro que tiene por objetivo mantener el valor real del capital del fondo y dar estabilidad y continuidad al monto que podrá ser retirado cada año[12].

8 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.

9 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.

10 Las indicaciones a la Ley sobre Responsabilidad Fiscal aprobadas en julio de 2024 establecen el carácter facultativo de realizar aportes al fondo en el caso que el superávit efectivo sea menor al balance estructural.

11 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.

12 Sin embargo, la Ley de Presupuestos aprobada para 2025 establece que si dicha regla no está definida al 31 de marzo de 2025, se podrá retirar desde el FRP hasta el 0,1% del PIB del año anterior.

A partir de las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobadas por el Congreso Nacional en julio de 2024, el FRP se extinguirá si el valor total de sus activos valorizados a julio del año respectivo no supera el 0,5% del PIB del año anterior. Si se extinguiera el FRP, su saldo deberá transferirse al FEES.

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

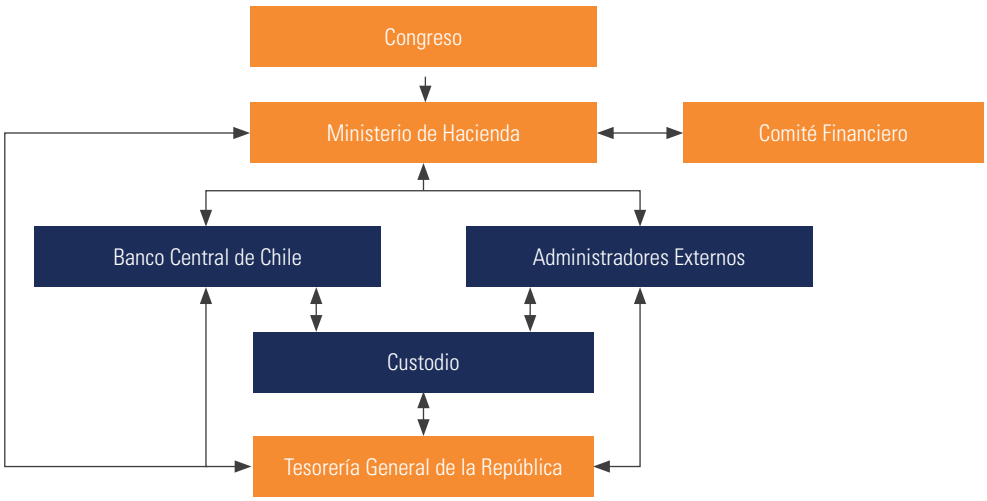
Los retiros del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda (en adelante, Ministerio o MdH).

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 portafolios 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 2024.

CUADRO 1

Administradores externos de los fondos soberanos al 31 de diciembre de 2024

Administrador externo	Supervisión	FRP	FEES
BlackRock Institutional Trust Company, N.A. (BlackRock)	MdH/TGR	Bonos alto rendimiento	
BlackRock Investment Management (UK) Limited (BlackRock)	MdH/TGR	Bonos corporativos	
BNP Paribas Asset Management (BNP Paribas)	BCCh	MBS de agencias de EE.UU.	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	

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Cabe señalar que en septiembre de 2024 se terminó el contrato Western Asset Management Company (en adelante, Western), administrador de MBS de agencias de EE.UU. en el FEES y el FRP. Sus carteras de inversión fueron traspasadas a BNP Paribas quien desde entonces gestiona la totalidad de dicha clase de activo en ambos fondos. Por otra parte, desde abril de 2024, BlackRock gestiona parte del portafolio de bonos corporativos. Dicha empresa fue contratada a partir de un proceso de selección realizado por el BCCh.

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 Nº 621, de 2007, del Ministerio. Según dicho decreto, el Comité Financiero debe estar conformado por seis miembros que posean experiencia en la administración de carteras de inversión, hayan ejercido el cargo de gerente en entidades financieras o se desempeñen o se hayan desempeñado como académicos. Los seis miembros del Comité son nombrados por dos años y éste renueva la mitad de sus integrantes cada año. En el Anexo 1 se presenta el detalle de los integrantes actuales y pasados del Comité Financiero. La remuneración del presidente es 25,5 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 127,5 UTM. La remuneración de los otros consejeros es 17 UTM por sesión, con un pago máximo anual de 85 UTM. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre, pero en la práctica se ha reunido al menos 5 veces al año. En el Anexo 2 se presenta un resumen de las reuniones del Comité durante 2024.

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

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

A fin de promover la transparencia de las decisiones relacionadas con los fondos, el Comité Financiero decidió que el decreto que norma sus actividades, las minutas de sus reuniones y los comunicados de prensa correspondientes sean divulgados al público. Para ello, se creó una sección destinada a los fondos en la página web del Ministerio, en la cual está disponible toda la información relacionada con estas materias[13].

RECUADRO 1: 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[1].

1 Los administradores pasivos van a comprar todos los instrumentos del comparador referencial en la medida que sean líquidos y tengan un bajo costo de transacción. Si lo anterior no es factible, van a realizar un muestreo con el fin de que la cartera de inversión se comporte de la misma forma que el comparador referencial frente a los distintos factores de riesgo que pueden afectar su rentabilidad.

D. Política de inversión

Fondo de Estabilización Económica y Social

A continuación, se presentan los principales elementos de la política de inversión del FEES que entró en vigor en noviembre de 2023.

Objetivos de inversión: Mientras el tamaño del fondo sea de hasta 5,0% del PIB, se recomienda invertir en un portafolio defensivo cuyo objetivo principal sea maximizar su valor de mercado en pesos en momentos de estrés financiero, circunstancias en que se pudiera hacer inconveniente financiar necesidades fiscales recurriendo a endeudamiento vía bonos, tanto por su encarecimiento, como por un eventual efecto adverso de tal acción en los *spreads* soberanos. Así, se prevé que bajo estrés financiero la autoridad económica preferiría usar el FEES, por lo que debe buscarse un portafolio que presente alto valor en tales circunstancias. Se entiende, por lo anterior, que tales activos deben presentar elevada liquidez cuando el Fisco lo requiera en dichas situaciones. Si el tamaño del fondo sobrepasa el 5,0% del PIB, se sugiere revisar nuevamente la asignación estratégica de activos con el objetivo de obtener mayores retornos en el largo plazo, fundamentalmente en lo que se refiere a los recursos que excedan ese límite.

13 https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/fondos-soberanos.

Asignación estratégica de activos: La política de inversión considera una asignación estratégica de activos de 81% en letras del tesoro y bonos soberanos, 4% en bonos soberanos indexados a inflación y 15% en MBS de agencias de EE.UU. El portafolio tiene una composición de monedas de 69% en USD, 19% en EUR, 9% en JPY y 3% en CNY, expresado como porcentaje del portafolio total.

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

CUADRO 2

Comparadores referenciales FEES
(porcentaje del portafolio)

Clase de activo	Comparadores referenciales	Porcentaje del portafolio
Letras del tesoro de EE.UU.	ICE BofaAML US Treasury Bills Index	10,0
Soberano de EE.UU. (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: U.S. 1-10 Yrs	40,0
Soberano de Europa AAA/AA- (1-10 años)	Bloomberg Euro Aggregate - Treasury: Aaa 1-10 Yrs[1] Bloomberg Euro Aggregate - Treasury: Aa 1-10 Yrs[2]	19,0[3]
Soberano Japón (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: Japan 1-10 Yrs	9,0
Soberano China (1-10 años)	Bloomberg Global Aggregate - Treasury: China 1-10 Yrs	3,0
Subtotal letras del tesoro y bonos soberanos		**81,0**
Soberano indexado a inflación de EE.UU. (1-10 años)	Bloomberg Global Inflation-Linked: U.S. TIPS 1-10 Yrs	4,0
Subtotal bonos soberanos indexados a inflación		**4,0**
MBS de agencias de EE.UU.	Bloomberg US Mortgage-Backed Securities Index	15,0
Subtotal MBS de agencias de EE.UU.		**15,0**
Total		**100,0**

[1] Se excluye Luxemburgo.

[2] Se excluye Estonia e Irlanda.

[3] Cada subíndice se agrega de acuerdo con su capitalización de mercado relativa.

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Administración: El portafolio de letras del tesoro y bonos soberanos y el de bonos soberanos indexados a inflación es administrado por el BCCh. El portafolio de MBS de agencias de EE.UU. es gestionado por administradores externos.

Límite de *tracking error ex ante*[14]: Se ha definido un límite de 25 puntos base para el portafolio de renta fija. 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

14 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.

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 TBAs[15].

Apalancamiento y uso de derivados: En el fondo no se permite el apalancamiento[16]. 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: Se debe converger a la asignación estratégica de activos en caso de aporte/retiro al fondo o si una clase de activo sobrepasa el rango de ± 2% permitido para ella durante treinta días consecutivos.

CUADRO 3

Política de rebalanceo del FEES
(porcentaje del portafolio)

Clase de activo	Asignación estratégica de activos	Rango de desviación permitido
Renta fija soberana	85	83 – 87
MBS de agencias de EE.UU.	15	13 – 17

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

Pautas de inversión: En las pautas de inversión, que se encuentran publicadas en el sitio web del Ministerio[17], se proporciona información adicional acerca de la política de inversión del FEES, incluyendo, por ejemplo, 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 (en adelante, PICP) y el Portafolio de Inversión de Largo Plazo (en adelante, PILP)[18]. En el primero, el PICP, creado en octubre de ese año, se mantuvieron la mayor parte de los recursos que fueron desembolsados desde el fondo hasta junio de 2021. Desde entonces dicho portafolio se man-

15 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.

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

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

18 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 serán 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.

tiene sin recursos. En el otro, el PILP, se mantienen invertidos los recursos que tienen un horizonte de inversión de mediano a largo plazo[19]. A continuación solamente se describe la política de inversión del PILP[20]:

Portafolio de Inversión de Largo Plazo

Objetivos 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%[21].

Asignación 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 inflación[22]. Cabe señalar que la composición de monedas del FRP es el resultado de la participación de cada una en los comparadores referenciales (véase *Recuadro 2*).

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

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

21 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 asignación estratégica de activos de dicha política (para más información ver Sección B, Capítulo 3, Informe Anual Comité Financiero 2020).

22 Esta asignación 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 2: Composición de monedas en el FEES y FRP

En el FEES la composición de monedas es la que resulta de la asignación a cada país de la asignación estratégica de activos. En el *Cuadro R2.1* es posible observar que el fondo 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 él. 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 R2.1

Composición de monedas en el FEES al 31 de diciembre de 2024
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FEES	Comparador referencial
USD	69,2	69,0
EUR	18,8	19,0
JPY	9,0	9,0
CNY	3,0	3,0
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 R2.2* se presenta la composición al cierre del año 2024. En este caso el número de monedas es mucho mayor que en el FEES debido al uso de índices globales en casi todas las clases de activo[1]. Además, el portafolio del FRP se encuentra bastante alineado con la composición de monedas del comparador referencial[2], lo que también es coherente con el énfasis pasivo que se tiene en casi todas las clases de activo.

CUADRO R2.2

Composición de monedas en el FRP al 31 de diciembre de 2024
(porcentaje del portafolio)

Moneda	FRP	Comparador referencial
USD	58,7	56,9
EUR	16,2	16,4
JPY	6,3	6,4
GBP	4,9	5,0
CNY	4,9	5,1
CAD	2,5	2,4
AUD	1,3	1,2
KRW	0,9	0,8
HKD	0,8	0,8
CHF	0,8	0,8
SEK	0,3	0,3
Otras	2,3	3,7
Total	**100,0**	**100,0**

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile[1,2]

1 Los MBS de agencias de EE.UU. es la única clase de activo en el FRP en que se invierte solamente en dólares.

2 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.

Comparadores referenciales *(benchmarks)*: Para cada componente de la asignación estratégica de activos se ha definido un comparador referencial, que corresponde a un índice representativo del mercado respectivo (véase *Cuadro* 4).

CUADRO 4

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.

Límite de *tracking error ex ante*: Se ha definido un límite 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 puede 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 *benchmark*. 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 TBAs.
- 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.
- 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 Ministerio[23], 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.

23 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 2024.

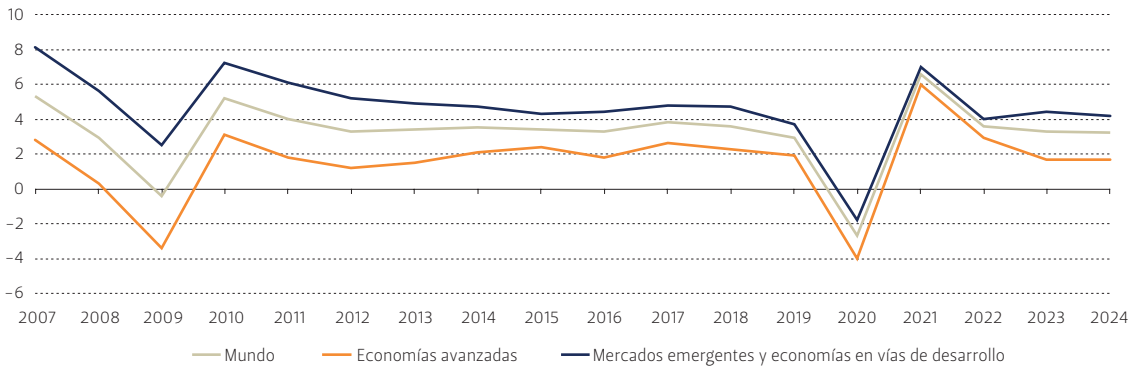
En 2024, la economía mundial enfrentó un período de transición con desafíos significativos. La inflación, aunque en descenso, continuó siendo una preocupación clave, llevando a varias autoridades monetarias a mantener políticas restrictivas. La baja de los precios de la energía y los alimentos ayudó a mitigar la inflación, pero las presiones inflacionarias subyacentes aún se sintieron en algunas áreas.

Las tensiones geopolíticas, incluyendo el conflicto en Ucrania, la inestabilidad en el Oriente Medio y las relaciones comerciales entre EE.UU. y China, siguieron afectando el comercio internacional y los mercados globales. El Fondo Monetario Internacional (en adelante, FMI) estimó que la economía mundial creció un 3,2% en 2024, mostrando un leve caída respecto al 3,3% del año 2023, pero aún por debajo de los niveles de crecimiento previos a la pandemia. Este crecimiento refleja una recuperación gradual en medio de políticas monetarias y fiscales que buscaron estabilizar la economía global.

En el agregado y en este contexto económico, las economías avanzadas experimentaron un crecimiento de 1,8% en 2024, en comparación con una expansión de 1,7% en el año anterior. Por otro lado, las economías emergentes y en desarrollo registraron un crecimiento del 4,2% en 2024, levemente menor al 4,4% de 2023 (véase *Figura 3*). Dentro de las economías avanzadas, EE.UU. y Reino Unido mostraron un mayor crecimiento relativo de 2,8% y 1,1%, respectivamente (véase *Figura 4*). En las economías emergentes y en desarrollo, India destacó con un crecimiento del producto de 7,0% (véase *Figura 5*).

FIGURA 3

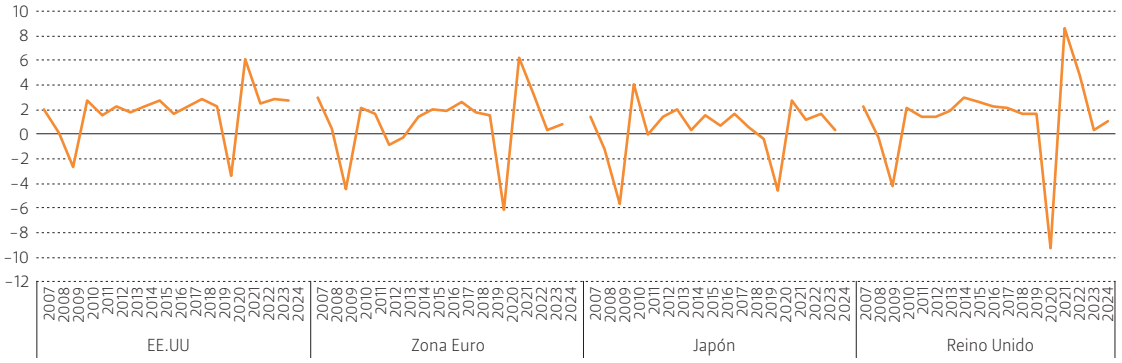
Evolución crecimiento PIB Real, 2007 – 2024
(en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 4

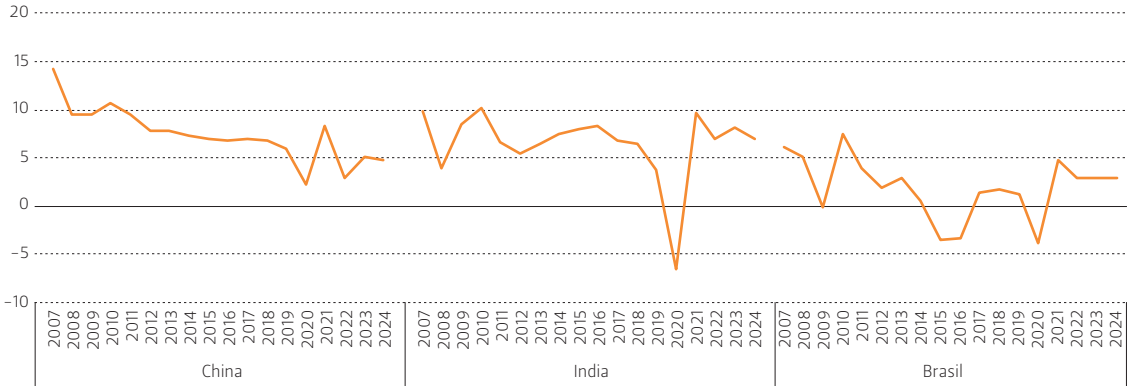
Crecimiento del PIB real de algunas economías avanzadas, 2007 - 2024
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

FIGURA 5

Crecimiento del PIB real de algunas economías emergentes, 2007 – 2024
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

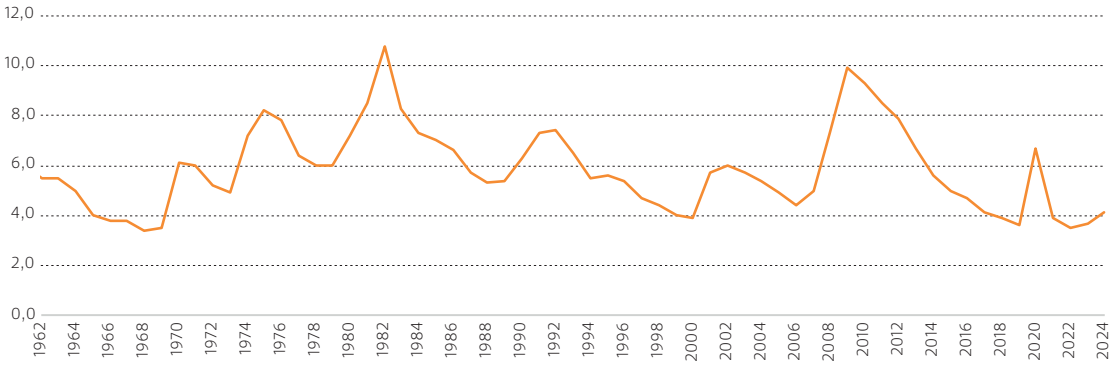
Respecto a EE.UU., la tasa de desempleo a diciembre de 2024 fue de 4,1%, lo que representa un incremento respecto a la del año anterior de 3,7%, y que es similar al nivel de prepandemia (véase *Figura 6*). En cuanto al salario nominal por hora, al cierre del año, aumentó 3,9% (véase *Figura 7*)[24]. En términos de inflación, el índice general de precios cerró el año con un incremento del 2,9%, representando una disminución frente al 3,4% registrado en diciembre de 2023. Sin embargo, este nivel sigue por encima del objetivo anual del 2% establecido por la Reserva Federal (en adelante, la FED). Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, registró una variación anual de 3,2% (véase *Figura 8*).

En este contexto, la FED ajustó gradualmente su postura de política monetaria restrictiva, reduciendo la tasa de política monetaria (Federal Funds Rate) durante 2024, alcanzando un rango de 4,25% a 4,50% en diciembre de ese año.

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

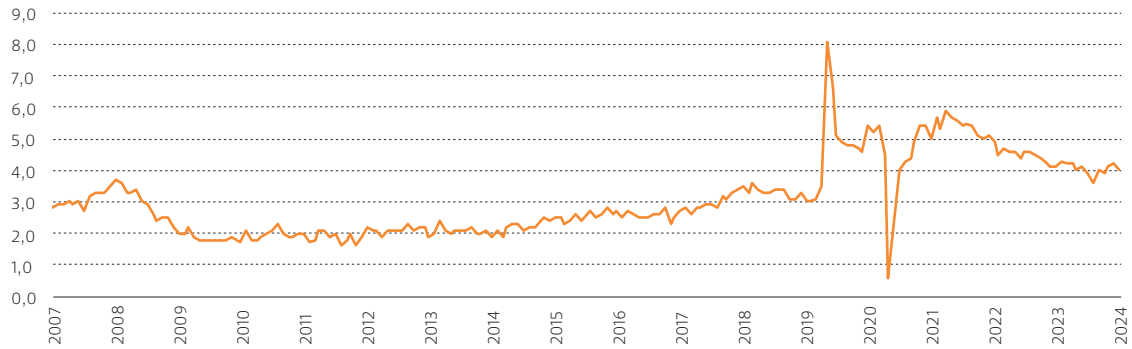
Evolución de la tasa de desempleo de EE.UU., 1962 – 2024
(en porcentaje)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

FIGURA 7

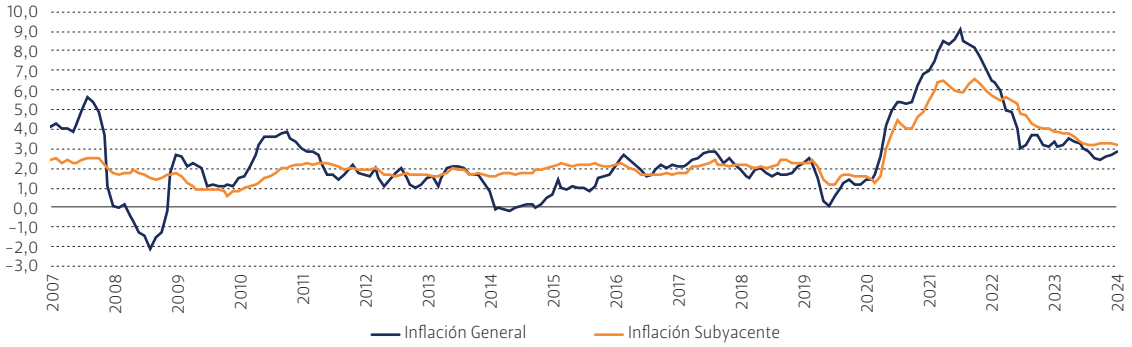
Crecimiento de salarios nominales de EE.UU., 2007 - 2024
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 8

Evolución del índice de precios al consumidor de EE.UU., 2007 - 2024
(variación año a año, en porcentaje)

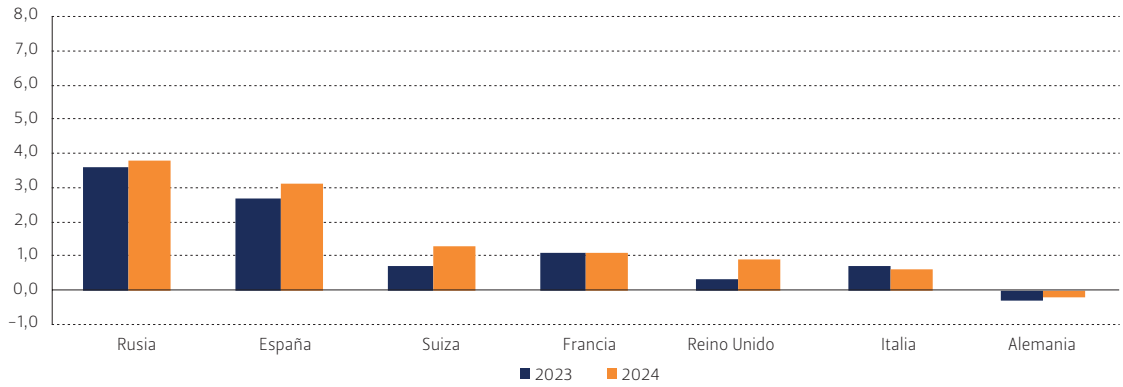


FUENTE: Bloomberg

La Zona Euro experimentó un ligero aumento en su crecimiento económico, pasando de una expansión anual de 0,4% en 2023 a 0,8% en 2024. De algunos países europeos seleccionados (véase *Figura 9*), los mejores desempeños relativos los presentaron Rusia y España, con aumentos en el PIB de 3,8% y 3,1%, respectivamente. Por otro lado, la tasa de inflación en la Zona Euro cerró el año en 2,4%, en contraste con el 2,9% registrado a finales de 2023 (véase *Figura 10*). En relación con el nivel de desempleo, éste disminuyo a lo largo del año, terminando diciembre en 6,3% (véase *Figura 11*). En este escenario, y respondiendo a una inflación en descenso, el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) disminuyó las principales tasas de interés que usa como parte de su política monetaria. Así, las tasas de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito, y de la facilidad de depósito terminaron el año en 3,15%, 3,40% y 3,00%, respectivamente.

FIGURA 9

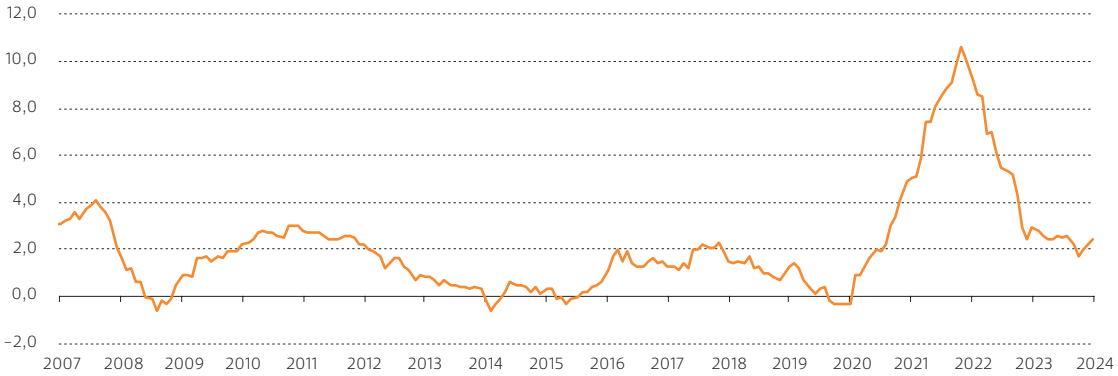
Crecimiento PIB real de economías seleccionadas de Europa en 2024
(variación año a año, en porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones

FIGURA 10

Evolución inflación anual de la Zona Euro, 2007 - 2024[25]
(en porcentaje)

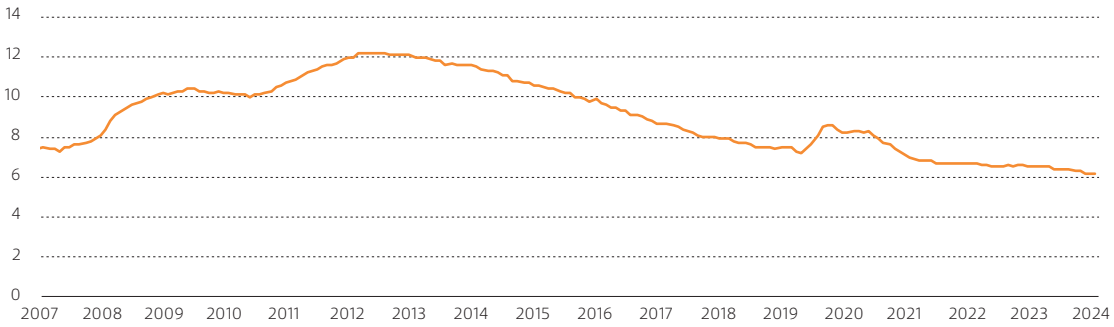


FUENTE: Bloomberg

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

FIGURA 11

Evolución tasa de desempleo de la Zona Euro, 2007 – 2024
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

En 2024, Japón experimentó un crecimiento del PIB de tan solo 0,3%. A este panorama se sumaron el debilitamiento del yen y una caída en las exportaciones. Además, el país alcanzó niveles de inflación no observados desde principios de la década de 1980, superando incluso el objetivo del 2% establecido por el Banco de Japón (en adelante, BoJ), cerrando el año con una inflación del 3%.

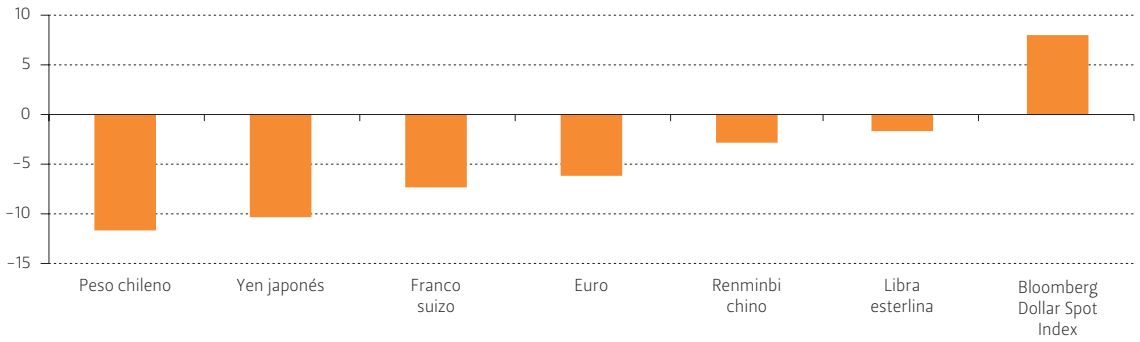
Por su parte, China experimentó un crecimiento de 4,8% en el año, cifra inferior al 5,2% registrado en 2023. En este contexto, el Banco Popular de China (en adelante, PBOC) implementó varias reducciones en las tasas de interés de referencia con el fin de estimular la economía, que mostraba signos de desaceleración. Asimismo, el PBOC disminuyó los requisitos de reservas para los bancos con el objetivo de impulsar el sector financiero local. A pesar de estas medidas, el sector inmobiliario continuó su deterioro, lo que llevó a las autoridades a restablecer los canales de financiamiento para las desarrolladoras inmobiliarias y a flexibilizar algunas de las restricciones previas en relación con la compra de viviendas.

En este contexto global, el dólar de EE.UU. se apreció respecto de las principales monedas del mundo en 8,0%, en contraste a la depreciación de 2,7% que había experimentado durante 2023 (véase *Figura 12*)[26]. Entre las divisas seleccionadas, el peso chileno fue la moneda que experimentó la mayor depreciación (11,7%).

26 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 2024[27]
(variación año a año, en porcentaje)

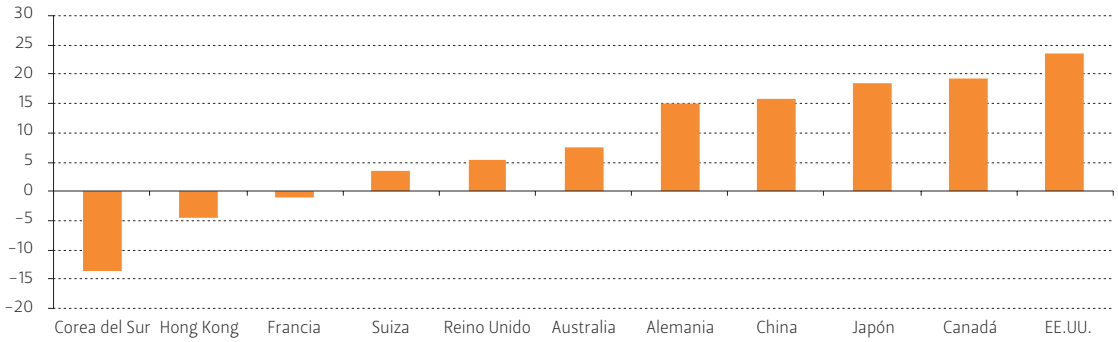


FUENTE: Bloomberg

Durante 2024 las acciones de los principales mercados mundiales tuvieron resultados muy positivos. Para la muestra seleccionada (véase *Figura 13*), los índices que tuvieron los mejores desempeños en términos relativos fueron los de EE.UU., Canadá y Japón, cuyos retornos, medidos en moneda de origen, fueron de 23,4%, 19,2% y 18,5%, respectivamente. Las bolsas con peores rendimientos fueron los de Corea del Sur y Hong Kong, con retornos de -13,7% y -4,69%, respectivamente.

FIGURA 13

Rendimiento de índices accionarios del MSCI en 2024
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



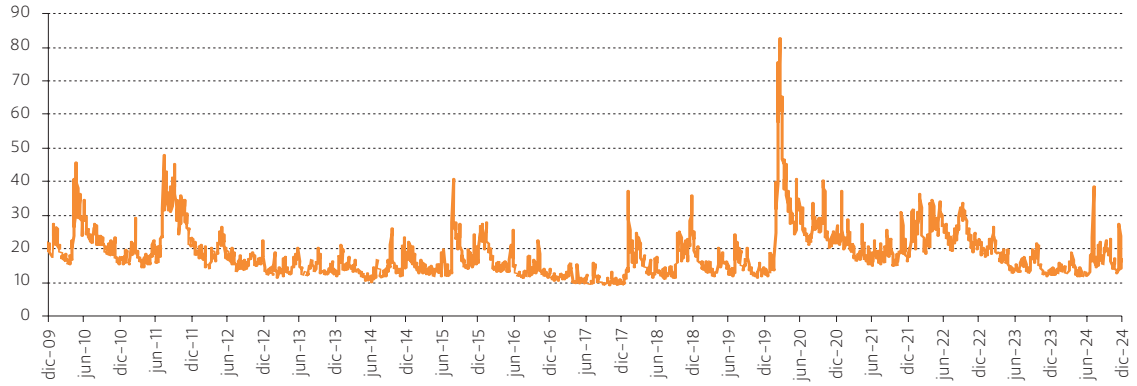
FUENTE: Bloomberg

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 2024 un nivel promedio de 15,6 puntos, 1 punto menor que el año anterior. El índice alcanzó su máximo del año en agosto, con un valor de 38,6. Cabe señalar que el valor promedio del índice en el año 2024 estuvo por debajo del valor promedio de los últimos 10 años (véase *Figura 14*).

27 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 - 2024
(en nivel)

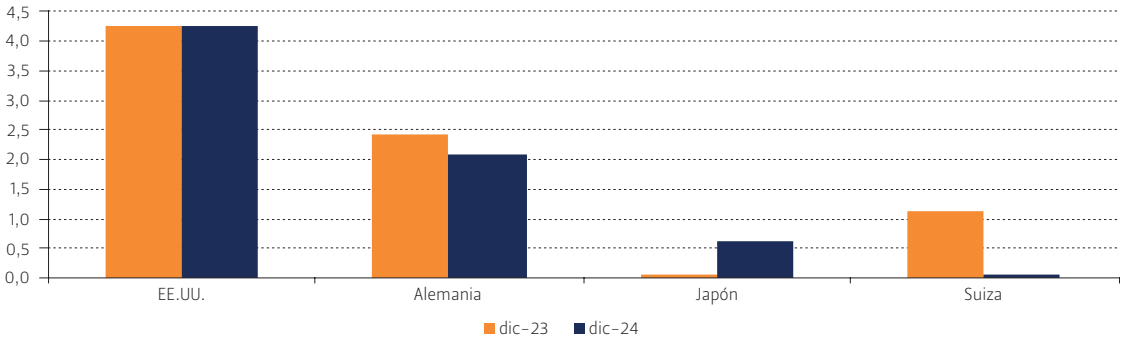


FUENTE: Bloomberg

Al cierre de 2024, las tasas de interés soberanas nominales a 2 años disminuyeron en relación con los niveles observados a finales del año anterior en Alemania y Suiza. Por su parte, en EE.UU. se mantuvieron y en Japón aumentaron (véase *Figura 15*). Por otro lado, las tasas de interés soberanas nominales a 10 años aumentaron en comparación con los niveles observados a finales del año anterior en Estados Unidos, Alemania y Japón. Sin embargo, en Suiza, disminuyeron (véase *Figura 16*).

FIGURA 15

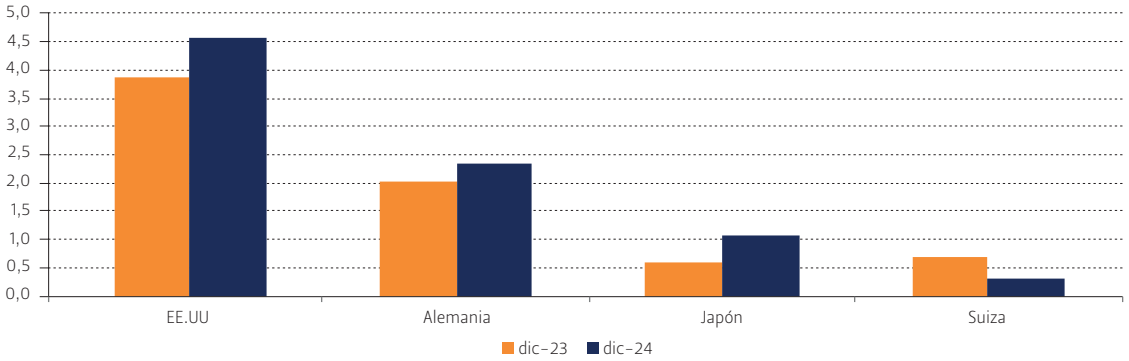
Tasa interna de retorno (TIR) a 2 años de bonos de países seleccionados, 2023-2024
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 16

Tasa interna de retorno (TIR) a 10 años de bonos de países seleccionados, 2023-2024
(en porcentaje)

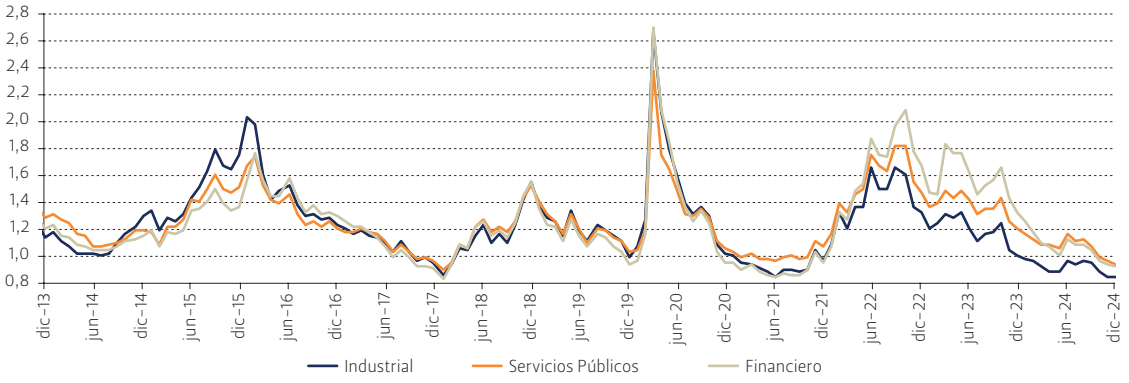


FUENTE: Bloomberg

En relación al mercado corporativo con grado de inversión, los *spreads* de los sectores industrial, servicios públicos y financiero del índice "Bloomberg Global Aggregate Corporate" disminuyeron durante 2024 (véase *Figura 17*). Por su parte, los bonos de alto rendimiento también experimentaron una disminución en sus *spreads* con respecto al año 2023. Esto se puede constatar al observar el *spread* del índice "Bloomberg Global High Yield" que finalizó el año en 3,3%, lo cual representa una disminución de 94 puntos base con respecto al cierre de 2023 (véase *Figura 18*).

FIGURA 17

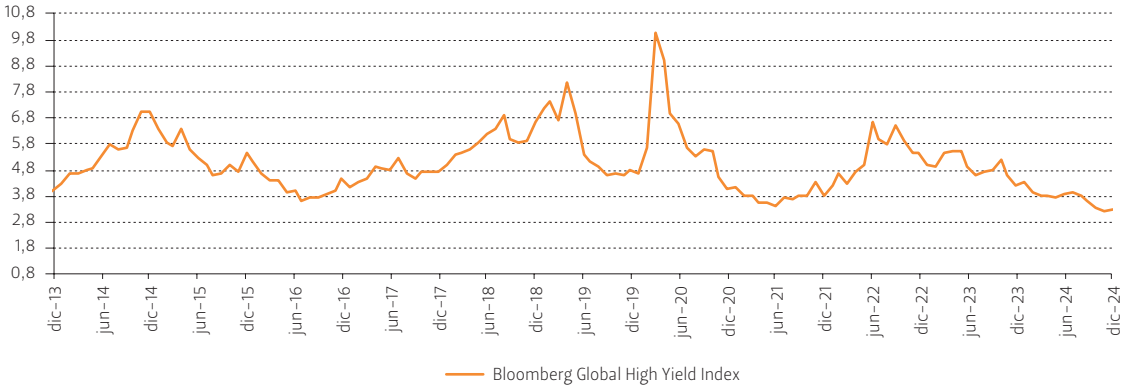
Spreads bonos corporativos con grado de inversión por industria, 2013-2024
(en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 18

Spreads bonos de alto rendimiento, 2013-2024
(en porcentaje)

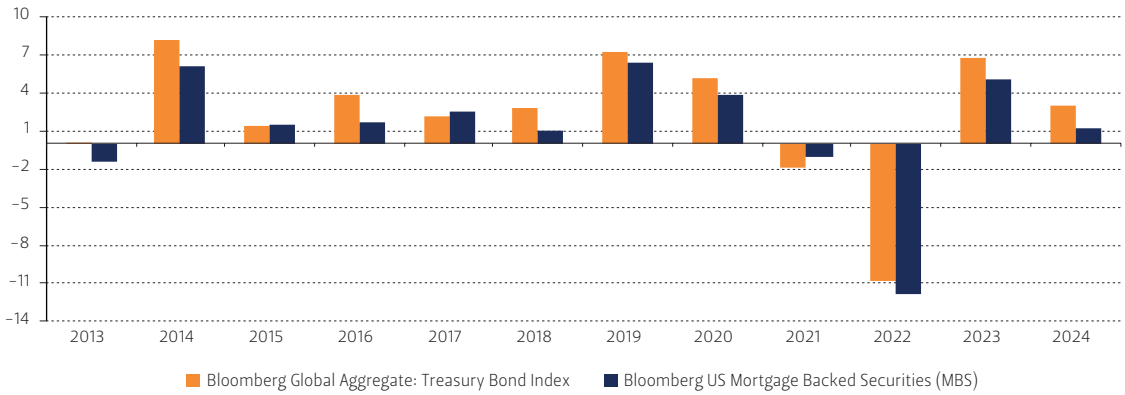


FUENTE: Bloomberg

Durante 2024, los rendimientos de los bonos soberanos con grado de inversión y los MBS de agencias de EE.UU. experimentaron retornos positivos, siguiendo las tendencias del año anterior. Así, el "Bloomberg Global Aggregate: Treasury Bond Index (hedged)" y el "Bloomberg US Mortgage Backed Securities (MBS)", cerraron el año con rentabilidades de 3,0% y 1,2%, respectivamente (véase *Figura 19*). Por otro lado, los bonos corporativos con grado de inversión, representados por el índice "Bloomberg Global Aggregate: Corporates Index (hedged)", concluyeron el año con una rentabilidad de 3,7%, mientras que los bonos de alto rendimiento (soberano y corporativo), representados por el "Bloomberg Global High Yield Index (hedged)", terminaron el año con una rentabilidad de 10,7% (véase *Figura 20*).

FIGURA 19

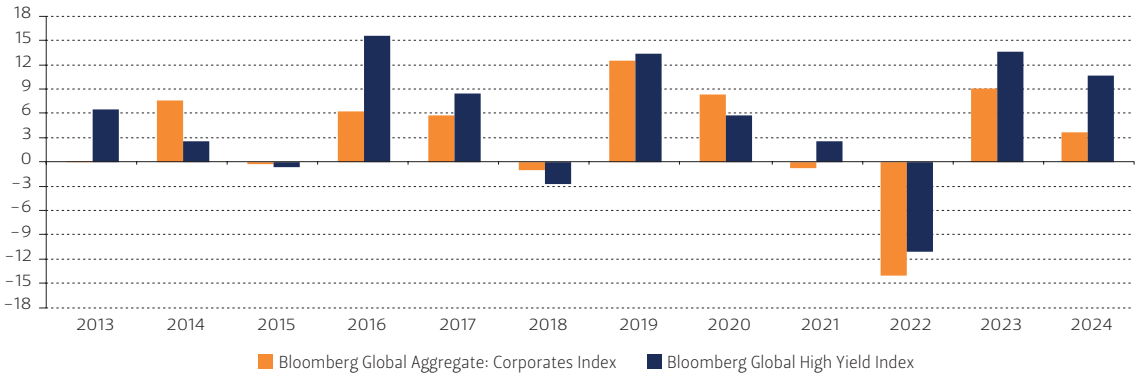
Retornos índices Bloomberg: Global Aggregate Treasury bonds (hedged) y US MBS (unhedged), 2013 - 2024
(en porcentaje, medido en moneda de origen)



FUENTE: Bloomberg

FIGURA 20

Retornos índices Bloomberg Global: Aggregate Corporates (hedged) y High Yield (hedged), 2013 – 2024
(en porcentaje, medido en moneda de origen)

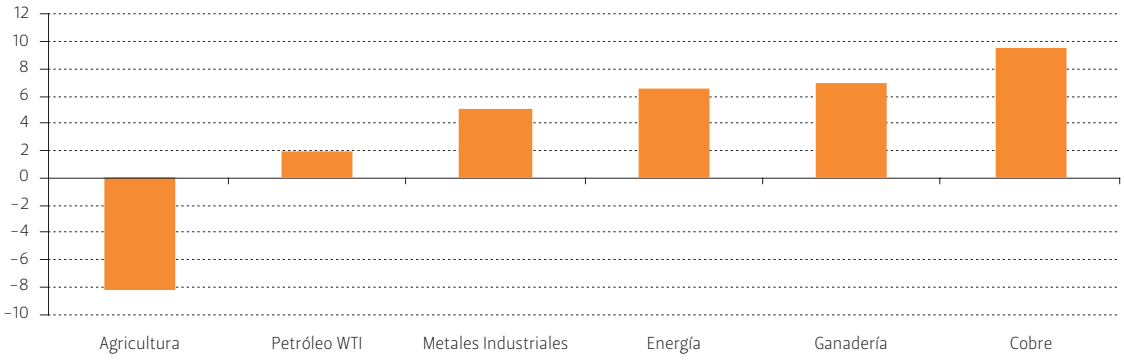


FUENTE: Bloomberg

Al comparar los precios promedio de los *commodities* de 2024 con los del año anterior, se observan variaciones positivas en todos los sectores seleccionados, a excepción del sector agrícola. Los sectores que experimentaron los mayores incrementos fueron el cobre y la ganadería, con variaciones del 9,6% y 7,0%, respectivamente. Por su parte, el precio promedio del petróleo aumentó un 2,0%, mientras que el sector agrícola presentó una disminución del 8,2% (véase *Figura 21*).

FIGURA 21

Índices de *Commodities* de Standard & Poor's en 2024
(variación año a año, en porcentaje)



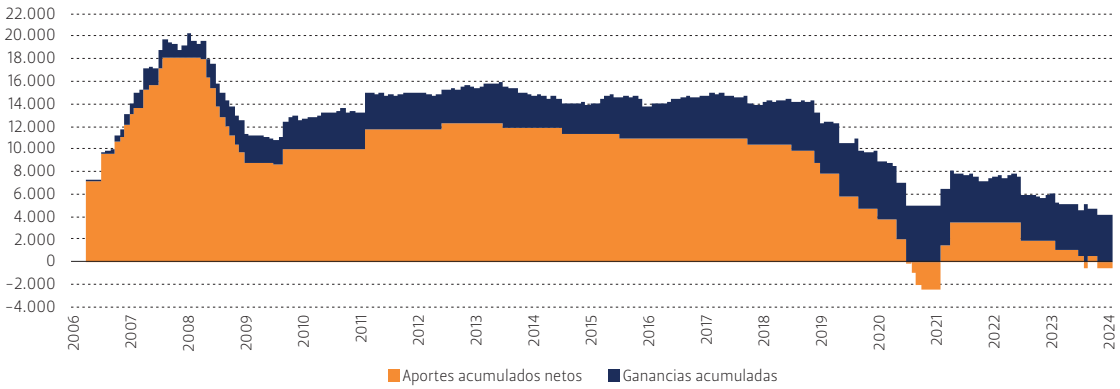
FUENTE: Bloomberg

B. Valor de mercado de los fondos soberanos

A fines de 2024 los valores de mercado del FEES y del FRP alcanzaron US$ 3.618 millones y US$ 9.378 millones, respectivamente, comparado con los US$ 6.030 millones y US$ 8.638 millones respectivos al término de 2023. La variación negativa en el valor del FEES se debió principalmente a retiros acumulados en el año por US$ 2.407 millones (véase *Figura 22*). Por su parte, la variación positiva en el FRP se debió principalmente a un aporte de US$ 607 millones y ganancias netas en las inversiones por US$ 719 millones, compensado en parte por un retiro de US$ 304 millones (véase *Figura 23*). Cabe señalar que el aporte al FRP fue financiado en su totalidad desde el FEES.

FIGURA 22

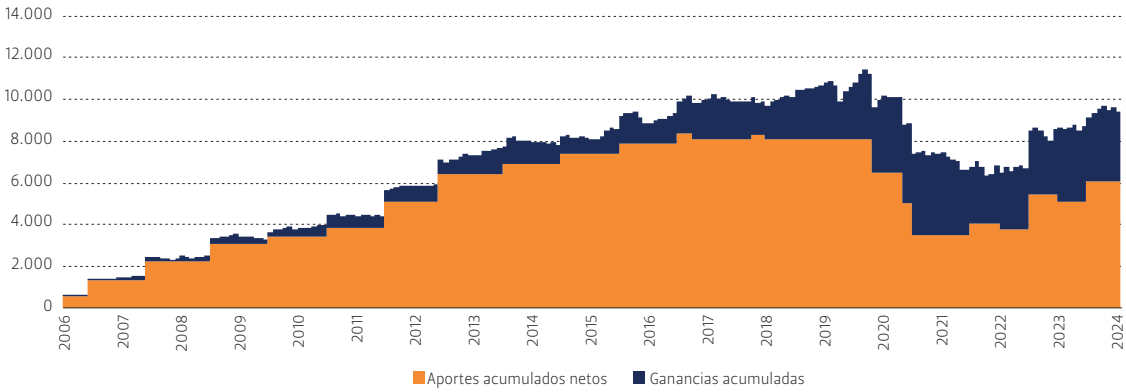
Evolución del valor de mercado del Fondo de Estabilización Económica y Social, marzo 2007 - diciembre 2024
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

FIGURA 23

Evolución del valor de mercado del Fondo de Reserva de Pensiones, marzo 2007 - diciembre 2024
(en millones de dólares)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

C. Rentabilidad

En el año 2024, la rentabilidad neta en dólares de los fondos fue de -0,13% en el FEES y de 4,97% en el FRP (véase *Cuadro 5*).

El retorno del FEES durante el año se vio afectado principalmente por la rentabilidad negativa de -0,58% en el portafolio de letras del tesoro y bonos soberanos. Sin embargo, los rendimientos positivos de los bonos soberanos indexados a inflación (3,25%) y los MBS de agencias de EE.UU. (1,44%) mitigaron gran parte de esa pérdida.

Como se mencionó anteriormente, el FRP tuvo un retorno positivo de 4,97% en 2024. Este resultado se explica principalmente por los resultados positivos en las acciones, 17,71%, en los bonos de alto rendimiento, 9,25%, en los MBS de agencias de EE.UU., 1,07%, y en los bonos corporativos, 0,99%, compensado en parte por pérdidas de -3,14% en bonos soberanos y otros relacionados y -3,64% en bonos indexados a inflación (véase *Recuadro 3*).

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 2024, el peso chileno se depreció 12,2% respecto al dólar, lo que explica las mayores rentabilidades de los fondos en moneda nacional, que alcanzaron un retorno anual de 12,01% en el FEES y 17,73% 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 del período respectivo, fue de 7,27% para el FEES y de 12,75% para el FRP.

CUADRO 5[28]

Descomposición del retorno de los fondos soberanos en 2024
(en porcentajes)

Fondo	Componente	Trimestre				2024
		I	II	III	IV	
FEES	Letras del tesoro y bonos soberanos	-1,58	-0,55	5,42	-3,64	-0,58
	Bonos soberanos indexados a inflación	0,35	1,17	3,52	-1,76	3,25
	MBS de agencias de EE.UU.	-1,05	0,15	5,67	-3,14	1,44
	Retorno total (USD)	**-1,43**	**-0,38**	**5,38**	**-3,49**	**-0,13**
	Retorno total (CLP)	9,47	-3,56	-0,69	6,83	12,01
	Retorno total (Real en UF)	8,57	-4,79	-1,57	5,42	7,27
FRP	Bonos soberanos y activos relacionados	-2,66	-1,72	7,40	-5,73	-3,14
	Bonos indexados a inflación	-1,65	-0,85	5,96	-6,74	-3,64
	MBS de agencias de EE.UU.	-1,04	0,09	5,55	-3,33	1,07
	Bonos corporativos	-0,82	-0,21	6,30	-4,01	0,99
	Bonos de alto rendimiento	2,16	1,03	6,17	-0,30	9,25
	Acciones	8,22	2,97	6,56	-0,86	17,71
	Retorno PILP (USD)	**1,55**	**0,41**	**6,67**	**-3,48**	**4,97**
	Retorno total (USD)	**1,55**	**0,41**	**6,67**	**-3,48**	**4,97**
	Retorno total (CLP)	12,77	-2,80	0,52	6,85	17,73
	Retorno total (Real en UF)	11,85	-4,04	-0,37	5,44	12,75

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

28 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.

Desde el inicio de los fondos, la rentabilidad anual en dólares al cierre de 2024 fue de 1,38% para el FEES y 3,31% para el FRP. Por su parte, la rentabilidad anual desde el inicio expresada en pesos chilenos fue de 4,92% para el FEES y 6,92% para el FRP. Finalmente, la rentabilidad real anual desde el inicio fue de 0,65% para el FEES y 2,57% para el FRP.

En 2024, la rentabilidad obtenida por el FEES fue 1 punto base menor que la de su comparador referencial y la del FRP fue 2 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, respectivamente[29].

RECUADRO 3: 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 aumento[1]. 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 rendimiento[2]. 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 debe[3]. 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.

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

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

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.

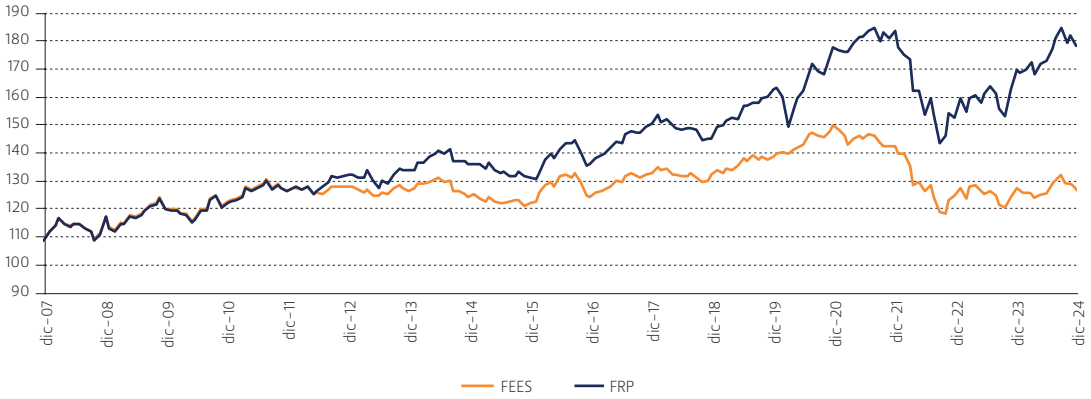
29 Esto significa que la cartera del administrador generó, en promedio, menores rentabilidades que la cartera implícita en el comparador referencial en el período completo 2007 – 2024.

La *Figura 24* presenta la evolución de los índices representativos de la rentabilidad acumulada de cada fondo. Para el FEES, el índice aumentó 27,5% entre el 31 de marzo de 2007 y fines de 2024, mientras que para el FRP el aumento fue de 78,2% 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 FRP[30].

Al medir la rentabilidad utilizando la TIR, la rentabilidad en 2024 fue de -0,07% para el FEES y de 5% para el FRP.

FIGURA 24

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

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

CAPÍTULO 3

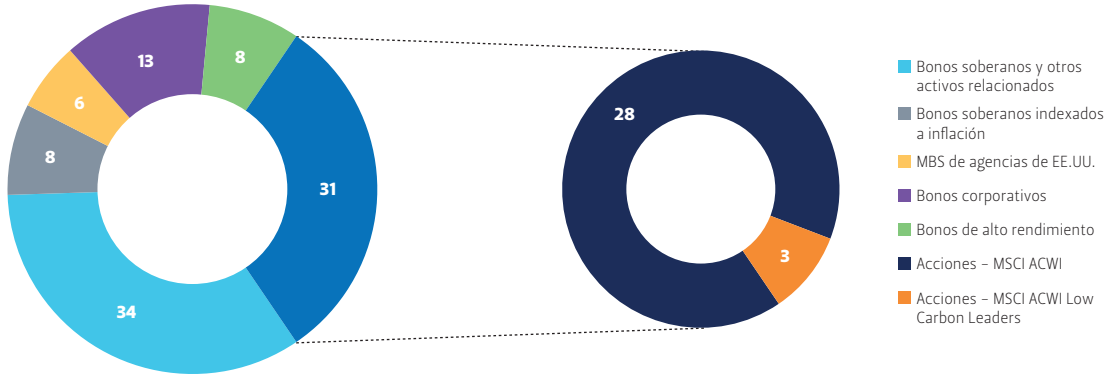
Actividades y recomendaciones del Comité Financiero

A. Mandato de acciones de bajo carbono

En abril de 2024 el Comité Financiero recomendó al Ministro de Hacienda invertir un 3% del FRP en un portafolio de acciones globales de bajo carbono. A su vez, sugirió que dicho portafolio se invierta en forma pasiva utilizando como comparador referencial el índice MSCI ACWI Low Carbon Leaders. Cabe señalar que este índice es muy similar al que se utiliza actualmente como comparador referencial para el portafolio de acciones en el fondo (MSCI ACWI); sin embargo, se construye de tal forma que reduce la huella de carbono, de la cartera de acciones, en relación con este último, en al menos 50%. Por otra parte, el Comité recomendó mantener el porcentaje total de acciones del FRP en 31% (véase *Figura 25*).

FIGURA 25

Asignación estratégica de activos del FRP incluyendo acciones de bajo carbono
(en porcentajes)

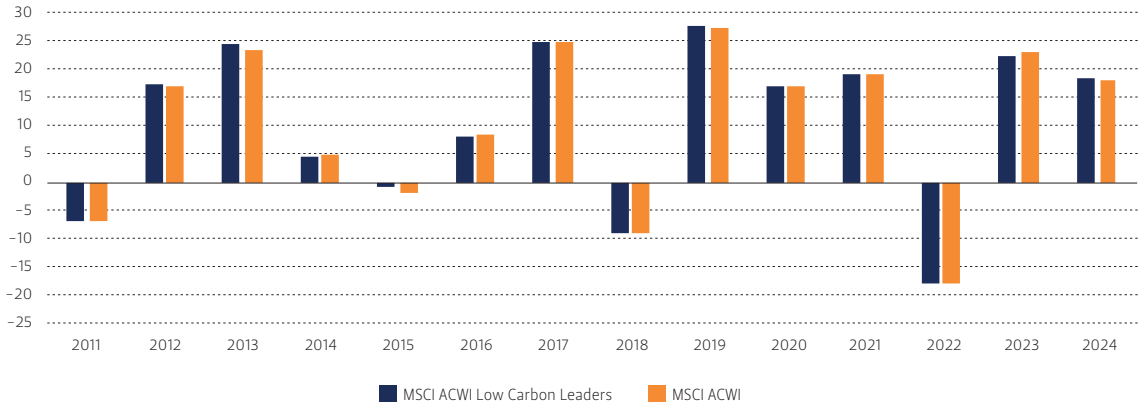


FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

La elección de este índice tiene por objetivo obtener un portafolio que, desde el punto de vista del retorno y riesgo, se comporte en forma similar al índice de acciones vigente y que contribuya en reducir la huella de carbono del portafolio (véase *Figura 26* y *Cuadro 6)*. El Comité recomendó evaluar un aumento progresivo a la asignación a este nuevo portafolio si los resultados son satisfactorios.

FIGURA 26

Retorno anual de los índices MSCI ACWI Low Carbon Leaders y MSCI ACWI, 2011-2024
(en porcentajes)



FUENTE: Msci

CUADRO 6

Características de los índices MSCI ACWI Low Carbon Leaders y MSCI ACWI, diciembre 2024
(en porcentajes a menos que se indique otra cosa)

	MSCI ACWI Low Carbon Leaders	MSCI ACWI
Retorno anualizado 3 años	5,93	5,94
Retorno anualizado 10 años	9,88	9,79
Desviación Estándar 3 años	16,38	16,44
Desviación Estándar 10 años	14,83	14,84
Número de instrumentos	2.032	2.667
Rotación	8,95	2,57
Intensidad de Carbono a valor empresarial*	151	325
Tracking error	0,41	0
Máxima pérdida**	33,67	33,69

** Expresado en toneladas promedio ponderadas de CO2 equivalente por millón de dólares de Valor Empresarial incluyendo efectivo.*

*** Corresponde al período entre el 12 de febrero de 2020 y el 23 de marzo de 2020.*

FUENTE: Msci

B. Contratación administradores externos

Durante el 2024 se seleccionaron a dos nuevos administradores externos en el FRP. El primero, BlackRock, reemplazó a Credit Suisse Asset Management (en adelante, Credit Suisse)[31], para gestionar la mitad del mandato de bonos corporativos del fondo. BlackRock comenzó a gestionar dicho portafolio en abril de 2024. El segundo, Amundi Asset Management (en adelante, Amundi), fue seleccionado para gestionar el mandato de acciones de bajo carbono en el FRP. Se espera que dicha empresa comience a administrar dicho mandato durante el primer trimestre de 2025.

31 El contrato con Credit Suisse fue terminado en noviembre de 2022. UBS asumió la gestión del portafolio de Credit Suisse mientras se realizó el proceso de selección de su reemplazo.

Ambos administradores externos fueron seleccionados a partir de procesos de selección llevados a cabo por el BCCh, con apoyo de la firma consultora Mercer y del personal del Ministerio de Hacienda.

En general, los procesos realizados por el BCCh involucran las siguientes etapas: 1) Definición del universo de administradores externos; 2) Envío de una Solicitud de Propuestas (Request for Proposal); 3) Evaluación de las propuestas recibidas; 4) Entrevistas; 5) Selección de finalistas; 6) Presentación a Comité Financiero, y 7) Evaluación de propuesta económica.

La primera etapa consiste en definir el universo de empresas que serán invitadas a participar del proceso de selección. Para lo anterior, a partir de las bases de datos del BCCh, de la firma consultora, y del Ministerio de Hacienda, el banco hace un listado preliminar de firmas y aplica algunos filtros iniciales para excluir aquellas con estrategias muy distintas de lo que se desea contratar. A las empresas que pasan ese filtro inicial, se les envía una invitación para informales de la búsqueda y para que manifiesten su interés en participar, firmando también un acuerdo de confidencialidad. A las empresas interesadas, se les envía una Solicitud de Propuestas orientada a medir sus capacidades en aspectos cualitativos y cuantitativos. El BCCh, en conjunto con la firma consultora, evalúa las propuestas recibidas, y selecciona a un número pequeño de firmas que serán entrevistadas por el banco, la firma consultora y el personal del Ministerio. Posterior a las entrevistas, el BCCh pondera para cada empresa el puntaje obtenido en la Solicitud de Propuestas y el de la entrevista y presenta los resultados al Comité Financiero, indicando las firmas finalistas. Si el Comité no tiene reparos al proceso realizado y su resultado, el BCCh procede a la apertura de las ofertas económicas[32].

C. Modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal

El Comité Financiero analizó las modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que fueron aprobadas por el Congreso Nacional el 3 de julio de 2024 en el marco de la Ley que Promueve la Responsabilidad y Transparencia en la Gestión Financiera del Estado. Las siguientes modificaciones tienen un impacto en los fondos soberanos:

FRP

- Retiro: Se establece que el monto de los recursos del FRP que podrá ser utilizado anualmente será determinado a partir de una regla de retiro, definida por el Ministro de Hacienda, la cual deberá cumplir con dos objetivos:
    i. que el monto anual de los retiros desde el Fondo de Reserva sea estable y predecible; y
    ii. que se mantenga el valor del fondo y de los aportes en el largo plazo, descontando la inflación.
- Regla de extinción: Se dispone que el fondo se extinga si el valor total de sus activos valorizados a julio del año respectivo no supera el 0,5% del PIB del año anterior.

FEES

- Objetivo: Se especifica que el principal objetivo del fondo es estabilizar las finanzas públicas en el tiempo, ante cambios abruptos en el ciclo económico y eventos extraordinarios.
- Aportes: Se establece el carácter facultativo de realizar aportes al fondo en el caso que el superávit efectivo sea menor al balance estructural.

32 Cabe señalar que en el caso del proceso realizado para bonos corporativos, se eligió a la firma más económica, después de haber seleccionado a las finalistas. En el caso del mandato de acciones de bajo carbono, a partir de las recomendaciones del Comité Financiero, el BCCh consideró la propuesta económica en conjunto con los otros criterios de evaluación.

D. Análisis *endowments* y reglas de retiro del FRP

A partir de las modificaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobadas en 2024, el Ministerio de Hacienda, con el apoyo del Comité Financiero, deberá definir en 2025 una regla de retiro para el FRP que tendrá los siguientes objetivos: i) proteger el valor del capital del fondo en términos reales; y ii) dar estabilidad y predictibilidad al monto anual a retirar desde el fondo. Estos objetivos harán que el fondo comience a operar como un *endowment* (o fondo patrimonial) que se caracterizan por la búsqueda de la sostenibilidad financiera para que su capital mantenga su poder adquisitivo en el tiempo proveyendo un flujo continuo y predecible de recursos.

En este contexto, el Comité Financiero analizó durante 2024 las principales características de los *endowments* y algunas de las típicas reglas de retiro utilizadas.

A partir del análisis realizado, se concluyó que uno de los rasgos distintivos de los *endowments* es mantener el valor real de sus patrimonios en perpetuidad y a su vez proporcionar un financiamiento anual a las entidades que son sus beneficiarias (por ejemplo, una universidad). Para poder lograr lo anterior, sus políticas de inversión buscan generar retornos nominales lo suficientemente grandes para financiar ambos objetivos[33].

También, se caracterizan por tener horizontes de inversión bastante largos, tolerancias al riesgo altas, y pocas necesidades de liquidez lo que les permite tener asignaciones estratégicas de activos más agresivas en la búsqueda de mayores retornos esperados. Por lo general, tienen concentraciones importantes en clases de activos más riesgosas, como acciones, y menos liquidas, como las inversiones alternativas[34], y asignaciones relativamente menores a renta fija.

Debido a que las rentabilidades de sus carteras de inversión pueden ser muy volátiles, lo que incide directamente en el tamaño de sus patrimonios, por lo general utilizan reglas de retiro con el fin de dar estabilidad al monto anual que pueden retirar desde ellos, amortiguando de esta forma el impacto de la variación del valor de mercado de sus inversiones (véase *Recuadro 4*).

RECUADRO 4: Reglas de retiro en *endowments*

Las reglas de retiro en *endowments* son las fórmulas que se utilizan para calcular el monto anual a distribuir. El uso de estas reglas es importante ya que, dependiendo del objetivo, pueden suavizar el monto anual de los retiros, haciendo estos últimos menos dependientes de la variación del tamaño del fondo, o también, pueden priorizar su sostenibilidad, limitando el monto de los retiros si el tamaño del capital se ha visto reducido debido al desempeño de sus inversiones.

33 El retorno nominal de una inversión se compone de dos partes: la inflación y la rentabilidad real (calculada restando la inflación al retorno nominal). Para garantizar que el valor real del capital de un *endowment* se mantenga constante a lo largo del tiempo, solo se deben retirar los ingresos generados por la rentabilidad real. De esta manera, la porción del retorno asociada a la inflación se reinvierte, preservando así el poder adquisitivo del capital.

34 Las inversiones alternativas no se transan en el mercado público (capital privado, deuda privada, infraestructura y el sector inmobiliario).

A continuación se presentan tres ejemplos de reglas de retiro:

CUADRO R4.1

Ejemplos de reglas de retiro en *endowments*

Regla	Fórmula	Descripción
Simple	$Retiro_t$ = Tasa de Retiro Objetivo = Valor de $Mercado_{t-1}$	Se retira una tasa específica del tamaño del fondo en el período anterior
Media móvil a 5 años	$Retiro_t$ = Tasa de Retiro Objetivo • Promedio móvil 5 años	Se retira una tasa específica de la media móvil del valor del fondo en los últimos 5 años
Híbrida	$Retiro_t$ = [80% • ($Retiro_{t-1}$ • (1+inflación))]+[20% • (Tasa de Retiro Objetivo • Valor de $Mercado_{t-1}$)]	Considera en un 80% una regla que ajusta el retiro del período anterior por inflación y en un 20% la regla simple

FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

La principal ventaja de la regla simple es que resulta fácil de estimar, ya que se calcula directamente a partir del valor de mercado del fondo en el período anterior. No obstante, es muy sensible a las fluctuaciones del valor de las inversiones, lo que puede generar una elevada volatilidad en los retiros.

Por su parte, la regla de media móvil a 5 años suaviza el tamaño del fondo utilizado para calcular los retiros, atenuando así la volatilidad de estos últimos. Sin embargo, tanto la regla simple como la de media móvil enfrentan la misma limitación: los retiros crecen a la par del fondo, lo que puede restringir la capacidad de crecimiento del capital.

La regla híbrida, en cambio, asegura un crecimiento constante de los retiros de acuerdo con la inflación e incorpora parcialmente la variación del tamaño del fondo. No obstante, con esta regla existe el riesgo de que, después de varios años de pérdidas financieras, el capital se deteriore en relación con el tamaño de los retiros.

E. Contratación consultor para estudio de asignación estratégica de activos del FRP

El Comité Financiero recomendó contratar a una firma consultora para que realice un estudio de la asignación estratégica de activos del FRP. La sugerencia anterior tuvo en consideración las indicaciones aprobadas a la Ley de Responsabilidad Fiscal que harán que el FRP opere como un *endowment*.

A partir de lo anterior, la Secretaría Técnica del Comité Financiero realizó un proceso de selección para elegir a la firma que será responsable de realizar el estudio. Como parte de este proceso, se invió una Solicitud de Propuestas a once consultoras internacionales, de las cuales tres enviaron propuestas. Se evaluaron distintas características de ellas como la organización, experiencia, metodología, disposición a realizar algunas tareas adicionales, transferencia de conocimiento, su situación legal, y los honorarios. A partir de lo anterior, se entrevistaron a dos firmas finalistas, y se decidió seleccionar a Mercer. El Comité Financiero concordó con el proceso realizado y con la elección de dicha empresa.

Mercer deberá realizar las siguientes tareas:

- Comparación internacional de otros fondos similares o *endowments*
- Definir objetivos de inversión y tolerancia al riesgo
- Proponer reglas de retiro para el fondo

- Estimar retornos esperados, volatilidades y covarianzas
- Recomendar asignaciones estratégicas de activos (sin cobertura cambiaria)
- Simulaciones, *backtesting* y pruebas de tensión
- Recomendar *benchmarks* para cada clase de activo
- Sugerir la forma de monitorear el logro de los objetivos de inversión
- Analizar diferentes deflactores que podrían ser utilizados para el FRP
- Evaluar los beneficios (desde la perspectiva de un *endowment*) de cubrir parte o toda la exposición cambiaria del fondo y evaluar las implicancias en las carteras sugeridas

Se espera terminar el estudio durante el primer trimestre de 2025. A partir de lo anterior, el Comité Financiero recomendará al Ministro de Hacienda modificaciones a la asignación estratégica de activos del fondo, si lo estima apropiado.

F. Política de concentración de administradores externos

El Comité Financiero recomendó establecer una política de concentración de administradores externos con el fin de asegurar una adecuada diversificación entre ellos. Para lo anterior, el Comité tuvo en cuenta las siguientes consideraciones: i) en la mayoría de las clases de activos en que se invierten los fondos soberanos no es posible diversificar las estrategias de inversión de los distintos administradores debido al énfasis pasivo de los mandatos (véase *Recuadro 1*); ii) es limitado el número de administradores pasivos que tienen la escala requerida para gestionar en forma eficiente los mandatos de los fondos soberanos; iii) existen economías al permitir que los administradores gestionen carteras de inversión más grandes; y iv) el tener más de un administrador para una clase de activo permite terminar rápidamente la relación contractual con uno de ellos si no cumpliera con su objetivo de inversión o si la relación con dicha firma pudiera afectar la reputación del Ministerio de Hacienda.

De esta forma, el Comité Financiero recomendó la siguiente política de concentración para los administradores externos:

- Para cada fondo, un administrador no podrá gestionar más del 22% de este al momento de ser contratado. Consistente con lo anterior, el BCCh no invitará a participar a las empresas que hayan alcanzado dicho límite al momento de iniciar un proceso de selección o que lo alcanzarían si se adjudican un nuevo contrato.
- No existirá un límite al número de mandatos que un administrador pueda gestionar.
- No existirá un límite fijo al período que gestione un administrador externo ya que cada uno de ellos se analizará individualmente.

G. Monitoreo de los administradores externos

El Comité Financiero recibió a las delegaciones del BCCh, Nomura, BlackRock y Western, para que presentaran 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 la situación de los mercados. Todas estas visitas se enmarcan dentro de las actividades que dichos administradores deben realizar para dar cuenta de su gestión.

ANEXO 1 INTEGRANTES ACTUALES Y PASADOS DEL COMITÉ FINANCIERO

Miembros	Cargo	Fecha Incorporación	Fecha Salida
Juan Andrés Fontaine Talavera	Presidente	agosto 2021	-
Jennifer Soto Urra	Consejera	agosto 2022	-
Nicolás Eyzaguirre Guzmán	Consejero	agosto 2021	-
Pablo García Silva	Consejero	septiembre 2024	-
Marco Morales Sepúlveda	Consejero	septiembre 2024	-
Marcela Valenzuela Bravo	Consejera	agosto 2022	diciembre 2024
Andrés Bianchi Larre	Presidente	agosto 2007	agosto 2011
Ricardo Budinich Diez	Consejero	agosto 2016	agosto 2022
Jaime Casassus Vargas	Consejero	septiembre 2014	agosto 2021
Pablo Castañeda Navarrete	Consejero	agosto 2022	septiembre 2024
Arturo Cifuentes Ovalle	Presidente Consejero	enero 2014 agosto 2011	agosto 2014
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
Ana María Jul Lagomarsino	Vicepresidenta	agosto 2007	agosto 2011
Oscar Landerretche Moreno	Consejero	agosto 2007	junio 2009
Igal Magendzo Weinberger	Consejero	septiembre 2014	septiembre 2018
Eric Parrado Herrera	Consejero	agosto 2011	marzo 2014
Macarena Pérez Ojeda	VicePresidenta	agosto 2021	septiembre 2024
Andrés Sanfuentes Vergara	Consejero	agosto 2007	marzo 2010
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Presidente Consejero	agosto 2011 septiembre 2009	enero 2014
Rodrigo Valdés Pulido	Consejero	febrero 2014	abril 2014
Mauricio Villena Chamorro	Consejero	agosto 2021	agosto 2022
Eduardo Walker Hitschfeld	Consejero	agosto 2007	agosto 2016
Paulina Yazigi Salamanca	Consejera	septiembre 2018	agosto 2021

ANEXO 2 RESUMEN DE REUNIONES EN 2024

REUNIÓN 1 | 25 DE ENERO DE 2024

En la primera sesión del año, el Comité se reunió con representantes del BCCh, quienes expusieron acerca del proceso de selección del administrador externo de bonos corporativos que estaban llevando a cabo para el FRP. El Comité manifestó su satisfacción con el proceso realizado y con las empresas finalistas. El BCCh indicó que en la siguiente etapa abriría las propuestas económicas y que se seleccionaría a la firma con los honorarios más bajos. Luego, una delegación de Nomura, empresa encargada de gestionar parte del portafolio de bonos de alto rendimiento en el FRP, presentó los principales resultados de su gestión, además de exponer respecto de la situación actual de los mercados internacionales. Finalmente, un representante del Ministerio de Hacienda realizó una presentación sobre el estado actual de los fondos soberanos e informó al Comité Financiero acerca del retiro de US$ 800 millones llevado a cabo en enero de 2024 desde el FEES.

REUNIÓN 2 | 19 DE ABRIL DE 2024

En su segunda sesión, el BCCh presentó los resultados de su gestión en 2023 y un resumen de todas las actividades en que estuvo involucrado en el año. Destacó la implementación de la nueva asignación estratégica de activos del FEES y comunicó que BlackRock se adjudicó el mandato de administración de bonos corporativos en el FRP. Enseguida, la firma consultora Mercer expuso ante el Comité Financiero una serie de recomendaciones para incorporar consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en el portafolio de acciones del FRP. Sobre la base de lo expuesto, los Consejeros recomendaron invertir 3% de dicho fondo en un mandato de acciones de bajo carbono, replicando el índice MSCI ACWI Low Carbon Leaders, y contratar a un nuevo administrador para que gestione dicho mandato. Posteriormente, Juan Andrés Fontaine, Presidente del Comité Financiero, informó al resto de los Consejeros acerca de la reunión que sostuvo con el Ministro de Hacienda, Mario Marcel, a comienzos del mes de abril. En este contexto, se sugirió comenzar un trabajo preliminar que permita avanzar en el análisis de posibles modificaciones a la política de inversión del FRP, en caso de que se aprueben las indicaciones que se han presentado en el Congreso para modificar la Ley de Responsabilidad Fiscal. Finalmente, se recomendó no hacer modificaciones a la asignación estratégica de activos del FEES.

REUNIÓN 3 | 7 DE JUNIO DE 2024

En la tercera reunión, los Consejeros se reunieron con representantes de BlackRock, quienes expusieron sobre su gestión en bonos de alto rendimiento y bonos corporativos, además de presentar sus proyecciones de mercado para 2024. Enseguida, el Sr. Andrés Sansone, Coordinador Macroeconómico del Ministerio de Hacienda, expuso a los Consejeros sobre la situación fiscal actual del país. Luego, un representante del Ministerio de Hacienda presentó un análisis preliminar de la composición estratégica de activos para el FRP en el contexto de las indicaciones a la Ley de Responsabilidad Fiscal que estaban siendo discutidas en el Congreso Nacional. En particular, presentó algunas fronteras eficientes de inversión que serían aplicables si el fondo operara como un *endowment*, además de discutir la posibilidad de cubrir parte del portafolio e incluir activos alternativos como instrumentos elegibles. El Comité sugirió contratar un consultor para que estudie la composición estratégica de activos para dicho fondo una vez que dichas indicaciones sean aprobadas.

REUNIÓN 4 | 9 DE AGOSTO DE 2024

El Comité Financiero, en su cuarta sesión, se reunió con una delegación de Western, encargada de gestionar parte del portafolio de MBS de agencias de EE.UU., tanto en el FRP como en el FEES. La empresa presentó los resultados de su gestión y de la situación actual de los mercados internacionales. A continuación, el Comité discutió las implicancias de nuevos retiros desde el FEES en su política de inversión y recomendó esperar hasta tener información adicional para tomar las medidas que correspondan. Posteriormente, analizó y recomendó un criterio que limite el monto máximo que puede ser gestionado por un administrador externo en cada fondo, estableciéndose este en 22%. Luego, un representante del Ministerio de Hacienda presentó sobre las recientes modificaciones en la Ley de Responsabilidad Fiscal que fueron aprobadas por el Congreso Nacional y que impactarían en los fondos soberanos. En particular se profundizó en aquellas que afectan al FRP y que tienen que ver con el objetivo de mantener el valor real de su capital en el largo plazo. En este escenario, se analizaron posibles reglas de retiro para el fondo. Finalmente, el Comité aprobó los términos de referencia de un estudio que será encargado a una firma consultora para definir una nueva composición estratégica de activos para dicho fondo.

REUNIÓN 5 | 18 DE OCTUBRE DE 2024

En su quinta sesión del año, el Comité Financiero dio la bienvenida a Pablo García y Marco Morales, quienes se incorporaron al Comité en septiembre. A su vez, se reconoció la importante participación que tuvieron Macarena Pérez y Pablo Castañeda, cuyos períodos culminaron a comienzos del mismo mes. Ante estos cambios, Jennifer Soto fue electa vicepresidenta del Comité. Luego, el Comité Financiero analizó la situación actual del FEES, considerando el retiro realizado por US$ 1.000 millones en octubre. Debido a lo anterior, se propuso consultar al Ministro de Hacienda si es necesario revisar la asignación estratégica de activos del FEES en función de sus objetivos. Por otra parte, el Comité Financiero concordó con la decisión de la Unidad de fondos soberanos de seleccionar a Mercer para llevar a cabo un nuevo estudio de asignación estratégica de activos para el FRP. A su vez, sugirió no contratar a un nuevo administrador de MBS, después del terminó del contrato con Western, a la espera de los resultados del estudio de composición estratégica de activos que realizará Mercer en el FRP. Finalmente, se analizaron los resultados de la inversión y gestión de los fondos soberanos, junto con los principales posicionamientos de sus carteras en relación con sus comparadores referenciales.

REUNIÓN 6 | 13 DE DICIEMBRE DE 2024

En su sexta y última sesión del año, el Presidente del Comité Financiero informó a los Consejeros sobre la reunión que sostuvo con el Ministro de Hacienda el 29 de noviembre de 2024. En este contexto, el Presidente informó que el objetivo del FEES no se ha modificado y que no se tienen presupuestados nuevos retiros para dicho fondo durante 2025. Teniendo en cuenta lo anterior, el Comité recomendó mantener su asignación estratégica de activos. A continuación, una delegación de Dipres realizó una presentación sobre el impacto de la Ley de Presupuestos 2025 en los fondos soberanos. Posteriormente, una delegación del BCCh expuso al Comité sobre los resultados del proceso de selección que realizó para contratar a un administrador externo que gestionará un mandato de acciones de bajo carbono en el FRP. En este sentido, se informó que el proceso concluyó con la selección de Amundi. Los Consejeros agradecieron el trabajo realizado y manifestaron su conformidad con la firma elegida. Luego, el Comité acordó las clases de activos que serán consideradas en el estudio de asignación estratégica de activos que está llevando a cabo la firma consultora Mercer para el FRP, el cual se espera que esté listo en el primer semestre de 2025. Finalmente, un representante del Ministerio de Hacienda realizó una presentación sobre el estado actual de los fondos soberanos.

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, 2021, 2022 y 2023). "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.