

UNIVERSIDAD DE VALPARAÍSO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE INGENIERÍA COMERCIAL



**ANÁLISIS COMPARADO DE LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN APLICADAS
EN FONDOS SOBERANOS DE CHILE, NORUEGA Y PANAMÁ.**

MEMORIA PARA OPTAR
AL GRADO DE LICENCIADO EN CIENCIAS EN LA ADMINISTRACIÓN DE
EMPRESAS Y AL TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL

Alumna: SRTA. CARLA J. GARCÍA BOLOMEY

Profesor guía: SR. ERNESTO FERNÁNDEZ OYARZO

Viña del Mar – CHILE

2016

DEDICATORIA

*A mi familia, por enseñarme
a luchar por alcanzar mis
metas, entregándome su
amor y apoyo en cada paso
que doy.*

AGRADECIMIENTOS

A mis padres, por estar presente entregando su amor y energía a diario, quienes me inspiran a luchar por nuevos objetivos y a confiar en mis capacidades.

A mi hermano, por su apoyo y complicidad constante.

A Benjamín Pérez, por brindarme apoyo, confianza y compañía.

A Rossana Marcos, Francisca Cepeda, Rodrigo Arriagada y Aylin Reyes por su apoyo incondicional y palabras de aliento en este proceso.

A mi profesor guía, Ernesto Fernández por creer en este proyecto.

ÍNDICE

ÍNDICE	i
RESUMEN.....	ix
ABSTRACT	x
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO	2
1. Fondos Soberanos.....	2
1.1. Clases de activos.....	2
1.1.1. Acciones	2
1.1.2. Bonos	3
i. Bonos Soberanos y bonos soberanos indexados de inflación.....	3
ii. Bonos Corporativos	3
iii. Bonos de reconocimiento.....	3
iv. Bonos Supranacionales y multilaterales.....	4
v. Clasificaciones de bonos	4
1.2.3. Instrumentos del mercado monetario.....	4
i. Letras del Tesoro de Estados Unidos	5
1.2.4. Tipo de cambio	5
i. Cobertura cambiaria	5

ii. Forwards.....	5
iii. Futuros	6
iv. Swaps.....	6
v. Fondos mutuos	6
vi. Exchange Traded Funds (ETFs).....	6
vii. American Depositary Receipts (ADRs)	7
viii. Global Depositary Receipts (GDRs).....	7
1.2. Inversión.....	7
1.2.1. Directrices de inversión	7
1.2.2. Estrategias de inversión.....	8
1.2.3. Valor nominal y valor de mercado.....	8
1.3. Rentabilidad	8
1.3.1. Rendimiento esperado y rendimiento total.	9
1.4. Riesgo.....	10
1.4.1. Volatilidad.....	10
1.4.2. Tracking error	11
1.5. Fideicomisario, fideicomiso y fiduciario	11
1.6. Benchmarking	11
CAPÍTULO II: FONDOS SOBERANOS	13

2.1. Fondos Soberanos de Chile	13
2.1.1. Fondo de Estabilización Económica y Social	13
a. Política de inversión	13
b. Usos de los recursos	16
c. Composición de la cartera	16
d. Rentabilidad	18
e. Costos de administración	19
f. Valor de mercado.....	19
2.1.2. Fondo de Reserva de Pensiones	20
a. Política de inversión	20
b. Uso de los recursos	22
c. Composición de la cartera	23
d. Rentabilidad	24
e. Costos de administración	25
f. Valor de mercado.....	25
2.1.3. Institucionalidad	26
2.1.4. Análisis general	27
2.2. Fondos Soberanos de Noruega.	29
2.2.1. Government Pension Fund Global.....	29

a.	Política de inversión.....	29
b.	Uso de los recursos	31
c.	Composición de la cartera	32
d.	Rentabilidad.....	34
e.	Costo de administración.....	35
f.	Valor de mercado.....	35
2.2.2.	Government Pension Fund Norway.....	35
a.	Política de inversión.....	35
b.	Uso de recursos.....	39
c.	Composición de la cartera	39
d.	Rentabilidad.....	40
e.	Costos de administración.....	41
f.	Valor de mercado.....	42
2.2.3.	Institucionalidad.....	42
2.2.4.	Análisis general.....	43
2.3.	Fondos Soberanos de Panamá.....	44
2.3.1.	Fondo de Ahorro de Panamá.....	44
a.	Política de Inversión.....	44
b.	Uso de los recursos.....	46

c. Composición de la cartera.	46
d. Rentabilidad.	48
e. Costos de Administración.	49
f. Valor de mercado.	50
2.3.2. Institucionalidad.	50
2.3.3. Análisis general.	51
CAPÍTULO III: ANÁLISIS COMPARADO.	53
3.1. Enfoque de estrategias.	55
3.2. Sectores en los que se invierte.	57
3.3. Proporción por clase de activo.	58
3.4. Responsabilidades.	59
3.5. Tracking error	60
3.6. Retornos.	61
3.7. Costos de administración.	62
3.8. Transparencia.	63
3.9. Hallazgos	65
CONCLUSIÓN.	70
BIBLIOGRAFÍA.	71

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS.

Gráfico 2.1. Portafolio Fondo de Estabilización Económica y Social, Chile.....	14
Gráfico 2.2. Composición estratégica FEES, Chile.....	17
Gráfico 2.3. Composición de la cartera actual FEES, Chile.....	17
Gráfico 2.4. Rentabilidad por clase de activo FEES, Chile.....	18
Gráfico 2.5. Evolución del valor de mercado FEES, Chile.....	20
Gráfico 2.6. Composición actual de la cartera Fondo de Reserva de Pensiones.....	23
Gráfico 2.7. Rentabilidad por clase de activo FRP, Chile.....	24
Gráfico 2.8. Evolución del valor de mercado FRP, Chile.....	26
Gráfico 2.9. Composición actual de la cartera Government Pension Fund Global...	33
Gráfico 2.10. Rentabilidad por clase de activo GPFG, Noruega.....	34
Gráfico 2.11. Composición actual de cartera Government Pension Fund Norway...	40
Gráfico 2.12. Rentabilidad por clase de activo GPFN, Noruega.....	41
Gráfico 2.13. Composición estratégica Fondo de Ahorro de Panamá.....	47
Gráfico 2.14. Portafolio del Fondo de Ahorro de Panamá.....	48
Gráfico 2.15. Rentabilidad por clase de activo del Fondo de Ahorro de Panamá.....	49
Tabla 3.1. Ficha Técnica comparativa entre Chile, Noruega y Panamá.....	53

Gráfico 3.2. Composición de portafolio de los fondos.....	59
Gráfico 3.3. Rentabilidad de los fondos.....	62
Gráfico 3.4. Proporción de costos de administración.....	63
Anexo 1.1. Entidades calificadoras de riesgo.....	73
Anexo 2.1. Benchmarks Fondo de Estabilidad Económica y Social, Chile.....	75
Anexo 2.2. Composición monedas en portafolio del FEES.....	76
Anexo 2.3. Evolución trimestral del valor de mercado 2015 del FEES.....	77
Anexo 2.4. Benchmarks Fondo de Reserva de Pensiones, Chile.....	78
Anexo 2.5. Proporciones máximas de renta fija y variable para FEES y FRP.....	79
Anexo 2.6. Porcentaje de instrumentos elegibles según calificadoras.....	80
Anexo 2.7. Administradores externos para FRP y FEES.....	81
Anexo 2.8. Inversión en el extranjero Fondo de Reserva de Pensiones, Chile.....	81
Anexo 2.9. Composición estratégica del Government Pension Fund Global.....	82
Anexo 2.10. Composición portafolio renta fija del GPFG, Noruega.....	82
Anexo 2.11. Inversión en el extranjero Government Pension Fund Global.....	83
Anexo 2.12. Rentabilidad portafolio de renta fija GPFG, Noruega.....	83
Anexo 2.13. Benchmarks Government Pension Fund Norway.....	84
Anexo 2.14. Evolución rentabilidad de Government Pension Fund Norway.....	84

Anexo 2.15. Comparadores referenciales del Fondo de Ahorro de Panamá.....	85
Anexo 2.16. Composición portafolio de renta fija del FAP, Panamá.....	85
Anexo 2.17. Inversión en el extranjero del Fondo de Ahorro de Panamá.....	86
Anexo 3.1. Exposición accionaria de Noruega y Chile.....	86

RESUMEN

El objetivo de esta investigación es analizar las políticas, directrices y estrategias implementadas en la inversión y administración de los Fondos Soberanos de Noruega, Chile y Panamá, con el fin de proponer mejoras que permitan proyectar una rentabilidad nacional superior a la actual.

La metodología aplicada consiste en un análisis comparado que estudia los mismos aspectos en los tres países en cuestión, con el fin de determinar las ventajas y falencias que posee Chile, respecto de las otras dos naciones referidas precedentemente. Lo anterior permitirá proponer que potencien aquellos factores en los que este último demuestre poseer ventaja competitiva y, a su vez, formular posibles mejoras tendientes a corregir los elementos en que se observen debilidades.

ABSTRACT

The objective of this investigation is to analyze policies, guidelines and strategies implemented in the investment and management of the Sovereign Wealth Funds of Norway, Chile and Panama, in order to propose improvements that will allow an outperformance in the projection of the national profitability.

The methodology used consists in a comparison analysis that studies the same aspects in the three countries in question, with the purpose of determining the advantages and fallacies of Chile, in comparison with the other two nations. This will allow propose actions that strengthen those factors in which Chile have proven competitive advantage, and at the same time make possible improvements intended to correct the elements where weaknesses are observed.

INTRODUCCIÓN

El trabajo de investigación que se presenta a continuación tiene como objetivo principal analizar las políticas de inversión, directrices, y estrategias implementadas para hallar las falencias que tiene Chile al invertir los recursos de los Fondos Soberanos, y qué aspectos son considerados como ventaja competitiva. Para esto, se investigó el método implementado por Noruega, el país que lidera los rankings mundiales de Fondos Soberanos, y el plan de acción de Panamá; con el fin de comparar un país de Centroamérica que cuente con una realidad similar a la de Chile, que estuviera más bajo en el ranking mundial, y así observar qué acciones están dando como resultado una rentabilidad más alta. Para esto fue necesario trabajar con informes oficiales de cada país y sus diversas publicaciones.

Así, se presentará un segundo propósito que considera realizar un diagnóstico de la gestión e inversión con la que trabaja Chile. El análisis comparado permitirá hallar aspectos que no han sido considerados, y destacar aquellos que hay que potenciar, para proponer mejoras en el plan de acción implementado en Chile, buscando alcanzar rentabilidades positivas.

En el capítulo I se presentará el marco teórico que permitirá comprender términos técnicos de la investigación, el capítulo II contiene la información necesaria de cada país para realizar el análisis comparado presente en el capítulo III.

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO

1. Fondos Soberanos

The Sovereign Wealth Found Institute define un fondo de riqueza soberana como fondo estatal de inversión, que se establece por medio de los excedentes de pagos, operaciones oficiales en moneda extranjera, transferencias gubernamentales, ingresos por privatizaciones, ingresos resultantes del recurso de exportaciones y/o excedentes fiscales. Existen cinco clasificaciones de fondo, que dependen del objetivo principal que se determine al momento de su creación. Los fondos en cuestión son conformados por fondos de estabilización fiscal, de ahorro para futuras generaciones, de reserva de pensiones, de reserva de inversión o para su desarrollo estratégico. (SWFI, 2016).

1.1. Clases de activos

1.1.1. Acciones

Instrumentos financieros representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compran estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas, por lo tanto, participan de las ganancias o pérdidas de la empresa. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

Los tenedores de acciones participan de las utilidades recibiendo dividendos, al igual que de las pérdidas que genere la empresa. (R. Moyer, 2005).

1.1.2. Bonos

Según S. Ross, R. Westerfield y B. Jordan, los bonos son valores de deuda que un gobierno o institución emite o vende para pedir dinero prestado al público sobre una base de largo plazo, donde el prestatario pagará el interés cada periodo, pero no se pagará nada de capital sino hasta el final del préstamo.

i. Bonos Soberanos y bonos soberanos indexados de inflación.

Como indica el Ministerio de Hacienda de Chile, estos bonos son aquellas obligaciones financieras cuyos emisores son los gobiernos, y cumplen la misma función que los bonos tradicionales. Aquellos indexados de inflación son obligaciones financieras que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

ii. Bonos Corporativos

Estos se negocian en el mercado extrabursátil, donde una red de corredores de valores que compran y venden bonos y acciones entre sí, ya sea por cuenta propia o en nombre de sus clientes. (R. Moyer, 2005)

iii. Bonos de reconocimiento

Documentos expresados en dinero, representativo de los periodos de cotizaciones que registren en el régimen antiguo de aquellos trabajadores que optaron y opten

por afiliarse al nuevo sistema de previsión en alguna de las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP). (IPS, 2016)

iv. Bonos Supranacionales y multilaterales

Los bonos supranacionales son emitidos por organismos internacionales, formada por dos o más gobiernos centrales, con el propósito de promover el desarrollo económico de los países que conforman este grupo. Los principales bonos de esta clase son los emitidos por el Banco Mundial. (AFME Finance for Europe, 2016)

v. Clasificaciones de bonos

Las emisiones de deuda son clasificadas por varias empresas financieras en función de su grado de riesgo relativo, agencias que consideran distintos factores tales como la estabilidad de sus ingresos, las razones de cobertura, la cantidad relativa y el grado de subordinación de la deuda en la estructura de capital de la empresa, así como las experiencias anteriores. En general, las compañías con mejores razones de rentabilidad y apalancamiento suelen tener las calificaciones crediticias más altas. Para ver detalle de clasificación, dirigirse a Anexo 1.1 (R. Moyer, 2005)

1.2.3. Instrumentos del mercado monetario

Son instrumentos de deuda con alta clasificación, bajo riesgo de incumplimiento, a corto plazo y con vencimiento original de un año o menos. Capítulo 16. (R. Moyer, 2005)

i. Letras del Tesoro de Estados Unidos

Títulos negociables más populares, se venden en subastas semanales en los bancos de la Reserva Federal y sus sucursales. Una vez emitidos, pueden comprarse y venderse en los mercados secundarios a través de 40 agencias de valores gubernamentales aproximadamente. Capítulo 16. (R. Moyer, 2005)

1.2.4. Tipo de cambio

D. Eitman (2000) define el tipo de cambio como el precio de moneda de un país expresada en términos de moneda de otro país.

i. Cobertura cambiaria

Transacción en el mercado cambiario a plazo o de dinero que protege el valor de los flujos de efectivo futuros. El uso de préstamos en moneda extranjera permite reducir la exposición por transacción. (D. Eitman, 2000)

ii. Forwards

Los contratos forward no son líquidos. El vendedor debe hacer entrega del artículo prometido al momento de firmar el contrato y el comprador deberá aceptar y pagar por él, pudiendo establecerse para cualquier lapso futuro y por cualquier cantidad de cualquier artículo que ambos convengan. Su cumplimiento dependerá del carácter y capacidad de las partes. (R. Moyer, 2005)

iii. Futuros

Un contrato de futuros es un acuerdo de intercambio negociado que exige la entrega de una cantidad uniforme de un artículo en una fecha de vencimiento uniforme. Prácticamente no hay riesgo en el cumplimiento, y los compradores y vendedores deben ofrecer una garantía, como sería una fianza de cumplimiento. (R. Moyer, 2005)

iv. Swaps

Un swap financiero es un acuerdo contractual entre las dos partes, ya sean instituciones financieras o empresas, para hacerse pagos periódicos mutuos. Existen dos tipos de swaps; de tasas de interés y de tipo de cambio. Ambos son utilizados como protección contra las respectivas fluctuaciones. (R. Moyer, 2005)

v. Fondos mutuos

Se basan en la unión de fondos de diversos inversionistas para invertir en instrumentos de mercado de dinero de alta denominación. (J. Van Horne, 2013)

vi. Exchange Traded Funds (ETFs)

The Exchange Traded Funds son aquellos instrumentos financieros que se transan en la bolsa, que típicamente replican a algún índice de mercado. Son utilizados para obtener exposiciones pasivas a índices accionarios, y últimamente ampliaron su participación a renta fija y commodities.

vii. American Depositary Receipts (ADRs)

Consisten en títulos físicos negociables en Estados Unidos. Son emitidos por un banco estadounidense que representa un número específico de acciones de una sociedad constituida fuera de aquel país.

viii. Global Depositary Receipts (GDRs)

Son títulos físicos transados en más de un país, emitido por un banco que representa un número específico de acciones de una compañía, cuya sociedad fue creada fuera de los países donde se negocian.

(Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

1.2. Inversión

La RAE define invertir como el acto de emplear, gastar o colocar un caudal. El diccionario de economía Eumed posee una definición más precisa, señalando que es el gasto dedicado a la adquisición de bienes que no son de consumo final, bienes de capital que sirven para producir otros bienes, es decir, el flujo de dinero que encamina a la creación o mantenimiento de bienes de capital y la realización de proyectos. (Sabino, 1991)

1.2.1. Directrices de inversión

Para administrar un fondo que trabaja para la sustentabilidad de un país es necesario implementar límites, reglas, y prohibiciones. Entidades gubernamentales

establecen reglas que deben ser cumplidas al momento de invertir los recursos y durante su gestión. En este documento se definen las funciones, pautas y parámetros de inversión, las restricciones especiales, política de rebalanceo que se implementará, y los criterios de valoración. (Ministerio de Hacienda, Directrices de inversión, 2013)

1.2.2. Estrategias de inversión

Para G. Jhonson, K. Scholes y Wittiptong, estrategia es la dirección y alcance de una organización a largo plazo, que permite conseguir ventajas competitivas para hacer frente a las necesidades de los mercados y satisfacer las expectativas de los accionistas.

1.2.3. Valor nominal y valor de mercado.

L. Gitman (2009) indica que el valor nominal corresponde al valor declarado de una acción fundamental para propósitos contables, y el valor de mercado corresponde al precio de mercado vigente de una emisión e indica la forma en que todos los participantes del mercado han valuado una acción, similar a lo que J. Van Horne (2013) define como el precio en el mercado abierto al que se comercia un bien.

1.3. Rentabilidad

La rentabilidad es la capacidad de generar utilidades o ganancias. Cuando los ingresos percibidos son mayores que los gastos, costos o egresos realizados,

entonces el negocio, o cualquier acción en particular, es rentable. Para saber con precisión el porcentaje de rentabilidad obtenido, sólo se debe dividir las ganancias en la inversión realizada y multiplicarlo por 100.

$$\frac{\text{Ganancia o utilidad}}{\text{Inversión}} \times 100$$

(S. Ross, 2010)

En el Estudio sobre la sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones realizado por la Dirección de Presupuestos de Chile, se define la rentabilidad como el producto entre la ponderación de los activos que componen la cartera del fondo y el retorno obtenido por cada uno, con la siguiente fórmula:

$$R_{t+1} = \sum_{j=1}^J \alpha_{j,t}^{FRP} R_{j,t+1}$$

En esta función $\alpha_{j,t}^{FRP}$ representa el porcentaje que se mantiene por el fondo en la clase de activo j-ésima en el periodo t, y $R_{j,t+1}$ corresponde al retorno obtenido por dicho activo entre t y t+1. (DIPRES, 2013)

1.3.1. Rendimiento esperado y rendimiento total.

Es el retorno que se espera recibir al invertir en un activo riesgoso. Para obtener este porcentaje, es necesario conocer los resultados posibles y su probabilidad de ocurrencia. El rendimiento total es el resultado del rendimiento esperado en conjunto con aquellos factores de los cuales no se tiene certeza de ocurrencia, denominado, rendimiento no esperado. (S. Ross, 2010)

1.4. Riesgo

El riesgo considera que los supuestos de la proyección se basan en probabilidades de ocurrencia que se pueden estimar. Cuando los posibles escenarios y sus resultados se conocen, o cuando existen antecedentes para estimar su distribución de frecuencia, estamos en presencia de un riesgo. (Sapag, 2011)

Moyer (2005) define el riesgo como la posibilidad de que los rendimientos futuros reales sean diferentes a los esperados, representando la variabilidad de los rendimientos. El riesgo supone que existe la posibilidad de que ocurra algún suceso desfavorable.

Existen dos tipos de riesgos generales, el sistemático, que influye en muchos activos, y tienen efectos en todo el mercado, y el no sistemático, aquel que afecta a un solo activo o a un grupo pequeño de éstos. Dentro de los riesgos sistemáticos encontramos el PIB, las tasas de interés o inflación, y como riesgo no sistemático una huelga de trabajadores. (S. Ross, 2010)

1.4.1. Volatilidad

Herramienta utilizada para monitorear el riesgo de mercado en forma absoluta. Es una medida de riesgo de un activo financiero que representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un periodo de tiempo. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

1.4.2. Tracking error

Es un indicador que permite evaluar el grado de cercanía del portafolio con respecto al benchmark utilizado, dependiendo del tiempo en el que se basa el análisis puede ser ex ante, cuando se realiza una predicción del desempeño futuro, o ex post cuando se está calculando con datos históricos. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

1.5. Fideicomisario, fideicomiso y fiduciario

La entidad que emite bonos designa a un fideicomisario, persona o entidad que actúa como representante oficial de los titulares de bonos, debiendo autenticar la legalidad de la emisión de bonos, vigilar la condición financiera y el comportamiento del prestatario. Esta designación se lleva a cabo mediante una escritura fiduciaria o fideicomiso, que contiene las restricciones impuestas, y el fiduciario corresponde a la entidad emisora de bonos. (J. Van Horne, 2013)

1.6. Benchmarking

Proceso que sirve para entender a los competidores y a cualquier organización. Hay que comparar las prácticas del propio negocio con las organizaciones que se identifican como líderes o innovadoras en cada función específica. M. Spendolini define el benchmarking como un proceso sistemático y continuo para evaluar productos, servicios, y procesos de trabajo de las organizaciones que son reconocidas como representantes de las mejores prácticas, con el propósito de

realizar mejoras organizacionales. Las cinco etapas para un benchmarking propuestas para lograr un estudio exitoso consisten en determinar a qué se le va a hacer benchmarking, la formación de un equipo, identificar a los socios, recopilar y analizar la información, y actuar. (Spendolini, 2005)

CAPÍTULO II: FONDOS SOBERANOS

2.1. Fondos Soberanos de Chile

Los fondos soberanos, como lo explica el Ministerio de Hacienda de Chile, son considerados parte elemental de la política fiscal de Chile. Contribuyen a la estabilidad macroeconómica y a financiar ciertos pasivos contingentes. Estos fueron creados a partir de la Ley de Responsabilidad Fiscal del 2006.

2.1.1. Fondo de Estabilización Económica y Social

En el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) se acumulan los superávits en periodos de crecimiento y/o altos precios del cobre, para financiar los déficits fiscales generados en periodos de recesión o bajo precio del cobre. También es utilizado para amortizar la deuda pública, financiar bonos de reconocimiento y el aporte regular al Fondo de Reserva de Pensiones¹.

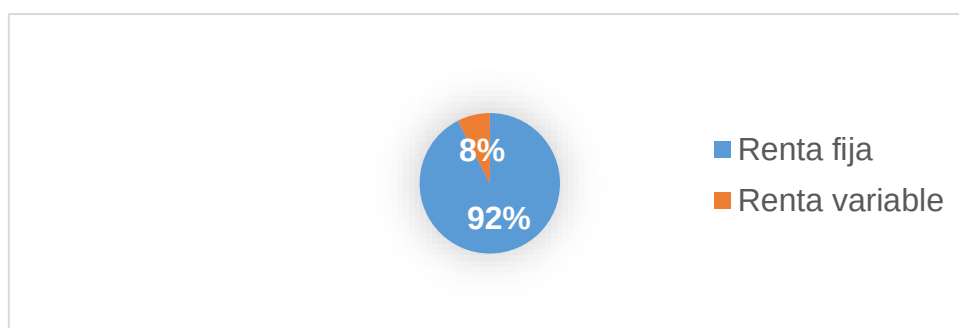
a. Política de inversión

La política de inversión implementada en el FEES designada por el Ministerio de Hacienda, busca maximizar el valor acumulado del fondo, para cubrir parte de las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo seleccionando un portafolio con alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad.

¹ <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y.html>

La administración de este fondo se divide en el portafolio de renta fija, correspondiente al 92,5% del total de los activos a cargo del Banco Central de Chile en calidad de agente fiscal, y el portafolio accionario, gestionado por administradores externos.²

Gráfico 2.1. Portafolio Fondo de Estabilización Económica y Social, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

La composición estratégica de los activos que determina el Ministerio de Hacienda se detalla en un 74% en letras y bonos soberanos, 15% en depósitos bancarios, 7,5% en acciones y un 3,5% en bonos soberanos indizados a inflación.

Al realizar las inversiones, los expertos se basan en un mandato pasivo a través de benchmarks de renta fija que sean coherentes con la baja tolerancia al riesgo, instrumentos bastante líquidos y con referentes en acciones altamente diversificados. Detalle de los benchmarks disponible en anexo 2.1.

²<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y.html>

Dentro de los instrumentos de inversión, existen restricciones como el uso limitado de Exchange Traded Funds, American Depositary Receipts, Global Depositary Receipts, fondos mutuos y futuros, determinados por el Ministerio de Hacienda mediante un listado con aquellos que sean elegibles, y para mantener controlada la cobertura cambiaria se autoriza el uso limitado de swaps y forwards, los cuales no podrán exceder al 4% de cada cartera. El Ministerio de Hacienda prohíbe tajantemente el apalancamiento.

De acuerdo al informe entregado por el Ministerio de Hacienda, para mantener el fondo controlado y acorde con su composición estratégica se aplica una política de rebalanceo, que consiste en restaurar la composición una vez al año y cada vez que las acciones varíen superando el rango establecido entre 5,5 y 9,5% del portafolio total, en el caso del portafolio de renta fija, entre 90,5% y 94,5% del portafolio total. Cada vez que se realice un aporte al fondo, el Ministerio de Hacienda indicará los montos que deben transferirse (o retirarse) entre los administradores externos, y el portafolio de renta fija para mantener la composición estratégica establecida.

Asimismo, el Tracking error ex ante estipulado el Ministerio de Hacienda, determina una diferencia de 50 puntos base para el portafolio de renta fija, y 60 puntos base para el portafolio de acciones.

Dentro de las restricciones establecidas por las Directrices de inversión, queda prohibido invertir en instrumentos de emisores chilenos o que estén expresados en moneda nacional (pesos), y queda permitida la contratación de instituciones financieras extranjeras o custodios, asesores tributarios o consultores internacionales. Las clasificadoras internacionales de riesgo con las que trabaja Chile son Fitch, Moody's y Standard & Poor's. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

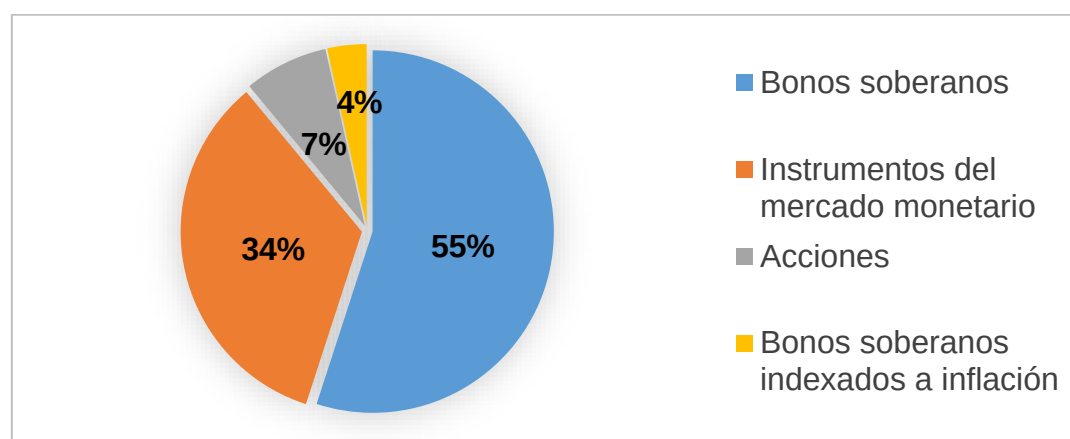
b. Usos de los recursos

Los recursos del FESS pueden ser utilizados para financiar el gasto público autorizado en caso de déficit fiscal, para amortizar de manera regular o extraordinaria la deuda pública (incluyendo los bonos de reconocimiento), y para financiar el aporte anual al FRP, según lo disponga el Ministerio de Hacienda. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

c. Composición de la cartera

La composición estratégica establecida consta de un 55% destinado a bonos soberanos, 34% a instrumentos del mercado monetario (15% de depósitos bancarios y 19% a letras soberanas), un 7,5% en acciones y un 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

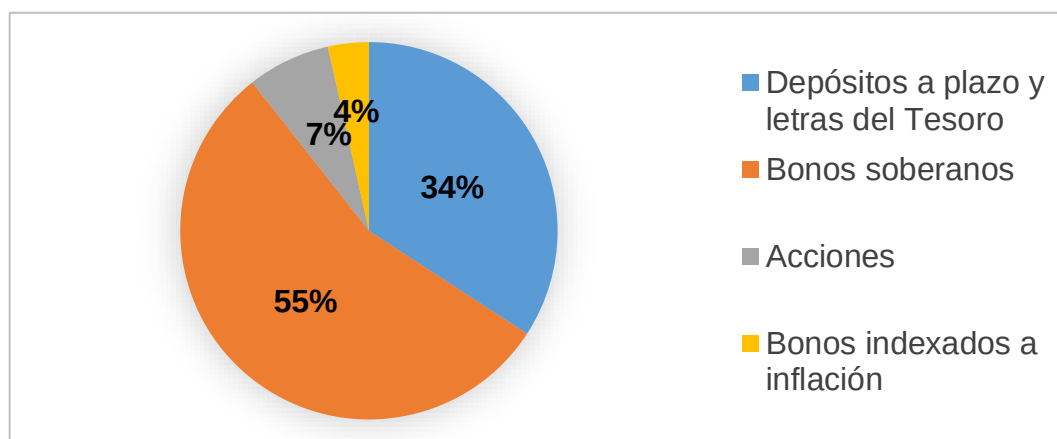
Gráfico 2.2. Composición estratégica FEES, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

El Ministerio de Hacienda destina un 71,1% de los recursos al sector soberano, 21,9% del fondo a la inversión en el sector bancario, y un 6,4% a las acciones.

Gráfico 2.3. Composición de la cartera actual FEES, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

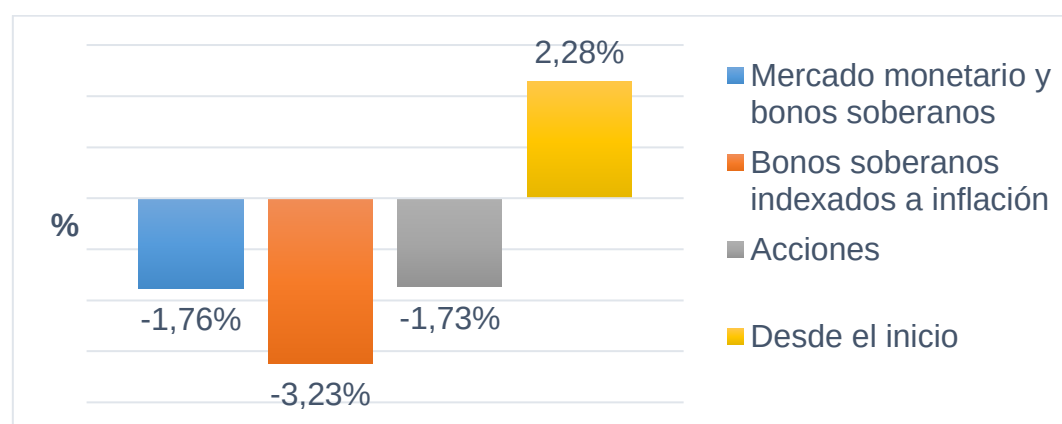
Véase composición de monedas del portafolio en anexo 2.2.

d. Rentabilidad

Para saber si las estrategias utilizadas al momento de invertir entregan los resultados esperados, es necesario analizar datos duros que reflejen si la gestión ejercida está funcionando. Los datos entregados en el informe anual del Comité Financiero del 2015, indican que la rentabilidad del fondo fue de -1,78%. Este retorno negativo se debe a la rentabilidad obtenida por portafolio de renta fija, -1,82%, y la obtenida en el portafolio de acciones, -1,73%.

La rentabilidad obtenida por portafolio de renta fija se vio afectada por las variaciones cambiarias. Los malos desempeños en dólares de los países en los que se invierte fueron detonantes de la rentabilidad negativa. La rentabilidad obtenida estuvo por debajo de sus comparadores referenciales por 3 puntos base. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

Gráfico 2.4. Rentabilidad por clase de activo FEES, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

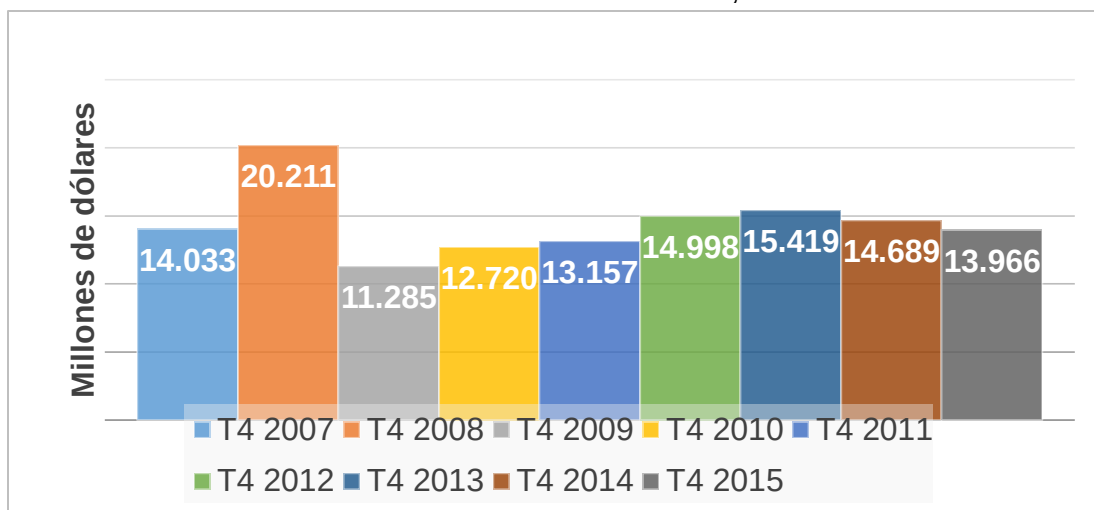
e. Costos de administración

Los US\$2.563.815 percibidos por el programa de préstamo de valores compensan gran parte de los costos asociados a la gestión del fondo, US\$2.874.836, dejando US\$311.021 para solventarlos con los ingresos obtenidos por otras inversiones realizadas. Dentro de los costos de administración se encuentran pagos al custodio por US\$1.295.073, la remuneración realizada al Banco Central de Chile por US\$957.404, y la de los administradores externos que alcanza los US\$622.359. La totalidad de estos costos equivalen al 0,02% del fondo. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

f. Valor de mercado.

Al cierre del año 2015, el FEES alcanza un valor de mercado de US\$13.996 millones. La variación con respecto a años anteriores se debió a un retiro por US\$464 millones utilizados para financiar el aporte anual al FRP, además de las pérdidas netas de las inversiones que alcanzaron los US\$259 millones. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

Gráfico 2.5. Evolución del valor de mercado del FEES, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

Véase la evolución trimestral del FEES a lo largo del 2015 en anexo 2.3.

2.1.2. Fondo de Reserva de Pensiones

El Fondo de Reserva de Pensiones permite financiar las futuras obligaciones pensionales del Estado y de previsión social, es decir, se respalda la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez³.

a. Política de inversión

Las directrices de inversión establecidas por el Ministerio de Hacienda destacan que todo o parte de los aportes al FRP podrán provenir del FEES, y la Ley de Responsabilidad Fiscal determina que el FRP debe recibir anualmente un aporte

³ <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones.html>

mínimo del 0,2% del PIB del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a este valor, los aportes aumentan a un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. El Agente Fiscal está facultado para determinar el traspaso, ya sea de manera directa de instrumentos financieros o por traspaso de efectivo, una vez realizada su liquidación. El Ministerio de Hacienda también ha facultado al Agente Fiscal para delegar la administración a administradores externos en el caso de las acciones y bonos corporativos.

La administración de las clases de activo con exposición soberana es gestionada por el Banco Central de Chile, las acciones y bonos corporativos por administradores externos, BlackRock y Mellon, y BlackRock y Rogge respectivamente.

En el caso del portafolio de bonos soberanos y otros activos relacionados, bonos soberanos indexados a inflación y bonos corporativos el presupuesto de riesgo corresponderá a 50 puntos y 60 puntos base para acciones. La tolerancia de riesgo que este fondo posee procura que el 95% del fondo no sufra una pérdida superior al 10% de su valor en dólares.

Los bonos corporativos y las acciones serán elegibles siempre que formen parte del respectivo comparador referencial. Además serán elegibles los fondos mutuos, Exchange Traded Funds, los American Depositary Receipts, Global Depositary Receipts y futuros que el Ministerio de Hacienda autorice. Los benchmarks

determinan los activos y emisores elegibles para realizar las inversiones. Véase el listado de comparadores referenciales en el Anexo 2.4.

La política de rebalanceo utilizada permite rangos específicos para cada clase de activo; 45%-51% para bonos soberanos y otros activos relacionados, 14%-20% para bonos soberanos indexados a inflación, 17%-23% para bonos corporativos y 12%-18% para acciones.

Los administradores externos podrán contratar futuros y swaps para minimizar las diferencias que se presenten en la composición de monedas con su correspondiente benchmark.

Las Directrices de inversión determinan los límites por clasificación de riesgo para renta fija y variable, presentan instrumentos elegibles, según calificación y establecen los límites por cada emisor. Estos límites pueden verse en el Anexo 2.5, 2.6 y 2.7 respectivamente. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015).

b. Uso de los recursos

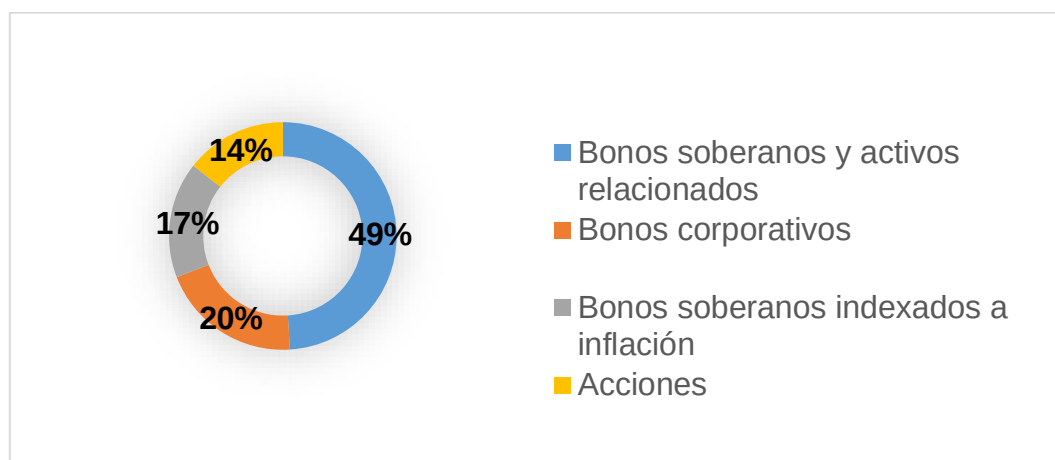
Los recursos del FRP sólo pueden utilizarse para complementar el pago de las obligaciones fiscales de pensiones y del sistema previsional, como las pensiones básicas y aportes previsionales solidarias de vejez e invalidez. Se podrá girar una

cantidad que sea equivalente a la rentabilidad resultante del año anterior. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

c. Composición de la cartera

Según la información otorgada por el Ministerio de Hacienda, la composición actual de la cartera de inversiones de este fondo alcanza los US\$8.112 millones y los bonos soberanos y otros activos relacionados bordean los US\$3.975 millones, en segundo lugar se encuentran los bonos corporativos con un total de US\$1.629 millones, seguido por los bonos soberanos indexados a inflación con US\$1.344 millones y finalmente, las acciones, con un total de US\$1.164 millones invertidos.

Gráfico 2.6. Composición actual de la cartera Fondo de Reserva de Pensiones.



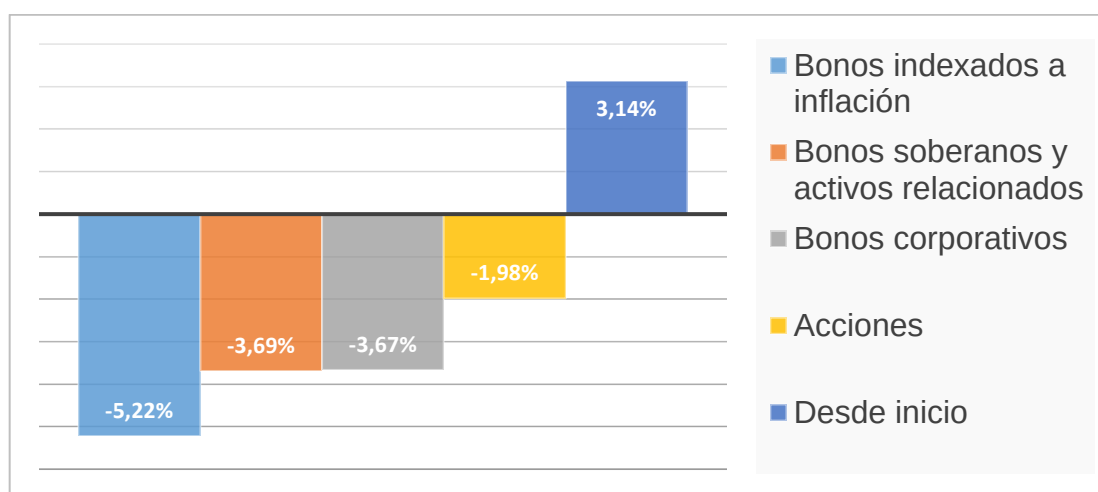
Fuente: CHILE. Ministerio de Hacienda (2015) Informe Anual Fondos Soberanos.

La destinación de los recursos al extranjero es designado en base a la rentabilidad general de cada país. Es así como Estados Unidos y Europa se llevan la mayor participación, con un 39,1% y 41,4% respectivamente, para más detalle ver anexo 2.8. El sector gubernamental lidera la inversión con un 60% del fondo, seguido del sector financiero con un 13%.

d. Rentabilidad

El Informe Anual del Comité Financiero del 2015 da a conocer la rentabilidad neta en dólares, la que alcanza un -3,62%. Este fondo obtuvo retornos negativos en todas las clases de activos, los bonos indexados a inflación fueron los más perjudicados, seguido de los bonos soberanos y otros activos relacionados, las acciones y finalmente, los bonos corporativos.

Gráfico 2.7. Rentabilidad por clase de activo FRP, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

Al comparar la rentabilidad del fondo obtenida con los benchmarks designados, se puede observar que está por debajo de éstos en 19 puntos base. (Comité Financiero, 2015)

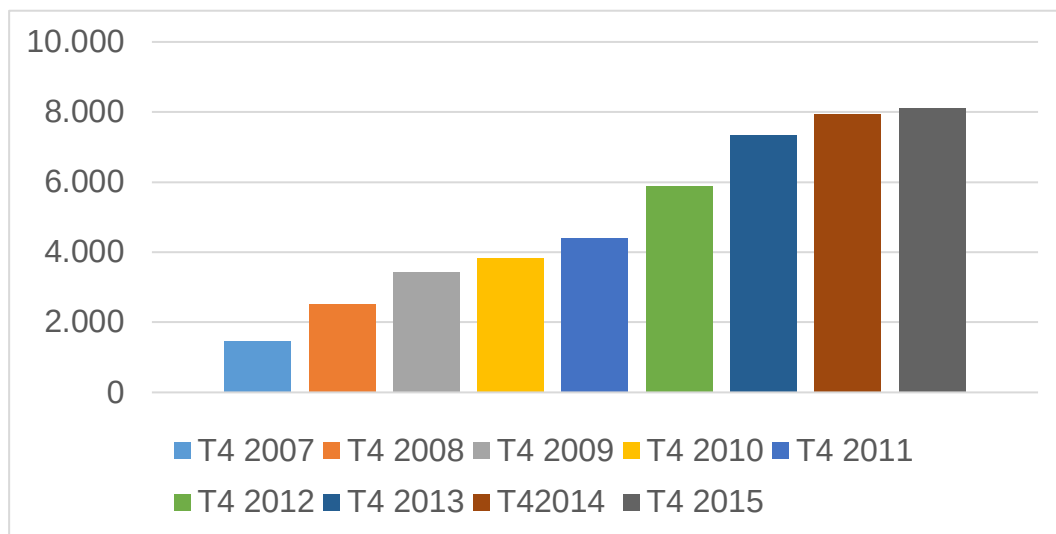
e. Costos de administración

La gestión de los fondos, los consultores, auditores y administradores externos, conforman gran parte del costo total. El programa de préstamo de valores trajo ingresos por US\$278.184, lo que permitió financiar parte de los gastos. Los servicios de custodia implican un costo de US\$1.639.504, la remuneración asociada a la administración del Banco Central de Chile alcanza los US\$947.984, y la de los administradores externos por US\$1.884.965, por lo que los costos totales ascienden a US\$4.472.453, correspondiendo al 0,06% del fondo. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

f. Valor de mercado.

Al cierre del año 2015, el FRP cuenta con un valor de mercado que alcanza los US\$8.112 millones. Para el año 2015, este fondo recibió un aporte de US\$464 millones provenientes del FEES y obtuvo pérdidas netas por US\$295 millones. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

Gráfico 2.8. Evolución del valor de mercado FRP, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

2.1.3. Institucionalidad

La Ley de Responsabilidad Fiscal faculta al Ministro de Hacienda para definir si la administración de las inversiones de los recursos fiscales se efectúa directamente a través de la Tesorería General de la República, que se solicite la gestión al Banco Central de Chile, o bien, que se contraten administradores externos. El Ministro asigna al Banco Central de Chile para que se haga cargo de la administración de los recursos del portafolio de renta fija, y los administradores externos verán la gestión del portafolio accionario y de los bonos corporativos. El Banco Central de Chile tiene la facultad de contratar una entidad que ejerza funciones de custodio, supervisar y evaluar el desempeño de los administradores externos, es así como contrata a JPMorgan Chase Bank N.A. como custodio, debiendo calcular la rentabilidad de los fondos, y monitorear el cumplimiento de inversión. Aun así, todas

estas actividades son complementadas por personal del Ministerio y de la Tesorería General de la República. Véase anexo 2.7 para detalle de administradores externos contratados.

El Comité financiero actúa como un órgano asesor del Ministro de Hacienda, y se encarga de guiarlo en materias de inversión del FEES y FRP. Este comité está compuesto por profesionales con gran experiencia en ámbitos económicos y financieros. La Tesorería General de la República es responsable de llevar la contabilidad de los fondos y preparar sus estudios financieros, en los cuales participan auditores externos para su composición, y la Dirección de Presupuestos se encarga de todos los aspectos presupuestarios que tengan relación alguna con los fondos de Chile. Además, el Ministerio de Hacienda y la Tesorería General de la República trabajan en conjunto y son los responsables de la relación contractual con los administradores externos y su supervisión. (Ministerio de Hacienda, Informe Anual de Fondos Soberanos, 2015)

2.1.4. Análisis general

Según el ranking mundial de fondos soberanos realizado por The Sovereign Wealth Fund Institute, Chile se encuentra en el puesto número 37 con el FEES, y en el 43 con el FRP, de un total de 92 Fondos.

Al analizar América Latina, el Informe de Fondos Soberanos del 2015 realizado por ESADEgeo comunica que el FEES es el fondo soberano más grande de la región, y actúa como referente mundial, ya que cumple con el objetivo de los fondos de estabilización, al ser exportador de materia prima, siendo el cobre un factor fundamental en la economía chilena, cuando el precio de éste baja es cuando se utilizan los fondos recaudados, además de amortizar la deuda pública.

En el índice Linaburg-Maduell, realizado por el Sovereign Wealth Fund Institute, Chile ha obtenido puntaje máximo. Este índice mide la transparencia de los principales fondos soberanos del mundo. Otro estudio que lo comprueba es el realizado por Peterson Institute for International Economics, “Progress on Sovereigns Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard”, donde Chile obtiene el puesto número 3, con 91 puntos con el FEES, y el FRP obtiene el décimo lugar, con 85 puntos.

GeoEconomica también realiza un índice mundial donde Chile nuevamente destaca. Santiago Compliance Index 2014 fue el estudio realizado por GeoEconomica que mide el grado de implementación de los Principios de Santiago, en el cual los fondos chilenos fueron evaluados y calificados con nota máxima, lo que significa que la gobernabilidad, transparencia, rendición de cuentas y prácticas de divulgación con la que trabaja Chile está dentro de los parámetros establecidos en los Principios de Santiago.

2.2. Fondos Soberanos de Noruega.

Según el Ranking Mundial de Fondos Soberanos realizado por Sovereign Wealth Fund Institute, y el ranking realizado por ESADEgeo, Noruega ocupa el primer lugar.

El Ministerio de Hacienda es responsable de la gestión del Government Pension Fund, éste comprende el Government Pension Fund Global (GPGF), y el Government Pension Fund Norway (GPFN). La gestión operativa de ambas partes es realizada por el Banco de Noruega y Folketrygdfondet respectivamente.

2.2.1. Government Pension Fund Global.

En este fondo se deposita el excedente de la riqueza producida por los ingresos derivados del mercado petrolero. En estricto rigor, no es un fondo de pensiones, ya que su respaldo financiero se basa en los beneficios del petróleo.

El encargado de administrar el fondo es el Banco de Noruega, quien actúa como propietario activo. Su foco son aquellas empresas que operen en sectores de alto riesgo, participan en diálogos, realizan análisis financieros y monitorean el desempeño de cada empresa en la que invierten. (NBIM, 2015)

a. Política de inversión.

El Ministerio de Hacienda da gran importancia y trabaja en base a la capacidad para soportar el riesgo, creando como característica principal, ser un gran inversor a largo

plazo, y determina el nivel de riesgo considerando los benchmarks del mercado, además han construido un índice de referencia interna para sus portafolios.

La gestión realizada en los activos no busca minimizar las fluctuaciones de los rendimientos, el objetivo es lograr mayores rendimientos en el tiempo, al preocuparse de mantener bajas las fluctuaciones, el retorno que se obtendría a la larga es significativamente menor a que si se enfoca en conseguir mejores rendimientos cada año.

La estrategia implementada consiste en mantener una amplia diversificación en sus inversiones, ser eficientes en sus costes, y tener una estructura de gobierno clara. La estrategia de inversión se desarrolla en base a evaluaciones profesionales integrales, determinando la proporción adecuada en cada clase de activo, correspondiendo a un 60% en acciones, un 35% en renta fija y un 5% en bienes raíces. En ningún caso el fondo podrá ser invertido en Noruega.

El Banco de Noruega cuenta con un equipo especializado en las inversiones, The Norges Bank Investment Management, encargado de la gestión de los recursos⁴.

Debido a que es un fondo que trabaja a largo plazo, no requiere liquidez a corto plazo y no está sujeto reducciones en periodos de alta incertidumbre. El GPFG suele aumentar el riesgo cuando otros deben disminuirlo. La estrategia implementada

⁴ <https://www.nbim.no/en/investments/investment-strategy/>

para las inversiones en bienes raíces implica invertir en un número limitado de grandes ciudades en los principales mercados.

El Banco actúa como propietario activo, las decisiones de inversión consideran una visión de las empresas en el largo plazo de manera financiera, social y ambiental, y cómo actúan frente a estos riesgos. El Directorio Ejecutivo del Banco establece una tolerancia al riesgo indicando que debe haber menos del 20% de probabilidad de que los factores de riesgo operacional se traduzcan en pérdidas. Parte fundamental de la inversión responsable es la participación en las reuniones ejecutivas de cada empresa, que para el 2015 alcanzaron las 3.250. Además evitan a toda costa invertir en aquellas empresas que cuenten con riesgo de trabajo infantil, ya sea por antecedentes o posibilidades en el futuro.

b. Uso de los recursos

Según el Gobierno de Noruega, este fondo global fue creado para ser utilizado como una herramienta de la política fiscal para reforzar las consideraciones a largo plazo en la introducción progresiva de los ingresos derivados del petróleo en la economía noruega. La buena gestión del fondo ayuda y permite asegurar que la población noruega se verá beneficiada de la riqueza petrolera⁵.

⁵ <https://www.nbim.no/en/investments/equity-management/>

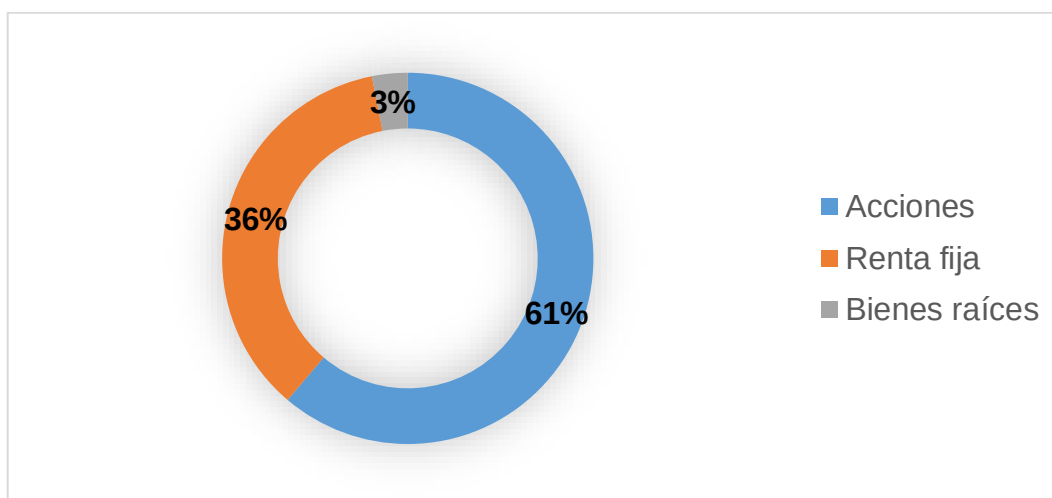
c. Composición de la cartera

El Mandato entregado por el Ministerio de Hacienda establece límites en cada clase de activo. El portafolio debe estar compuesto en un 60% por acciones, 35% en renta fija y 5% en bienes raíces. Las inversiones en renta fija son en un 70% bonos emitidos por gobiernos e instituciones relacionadas y un 30% bonos emitidos por el sector empresarial. Gráfico disponible en anexo 2.9.

Las inversiones de renta fija representaron el 35,7%, y fue principalmente en bonos, valores a corto plazo, y depósitos bancarios. La tenencia de bonos del gobierno representó el 56% de las inversiones de renta fija, y en el Tesoro de Estados Unidos se invirtió el 17% de la cartera. Los bonos corporativos representaron el 20,5% de las inversiones, los bonos vinculados a la inflación corresponden al 6,5% de las inversiones. Gráfico disponible en anexo 2.10.

Las asignaciones finales de las distintas clases de activos fueron de un 61,2% en acciones, un 35,7% en renta fija y un 3,1% en bienes raíces.

Gráfico 2.9. Composición actual de la cartera GPFG, Noruega.



Fuente: Elaboración propia.

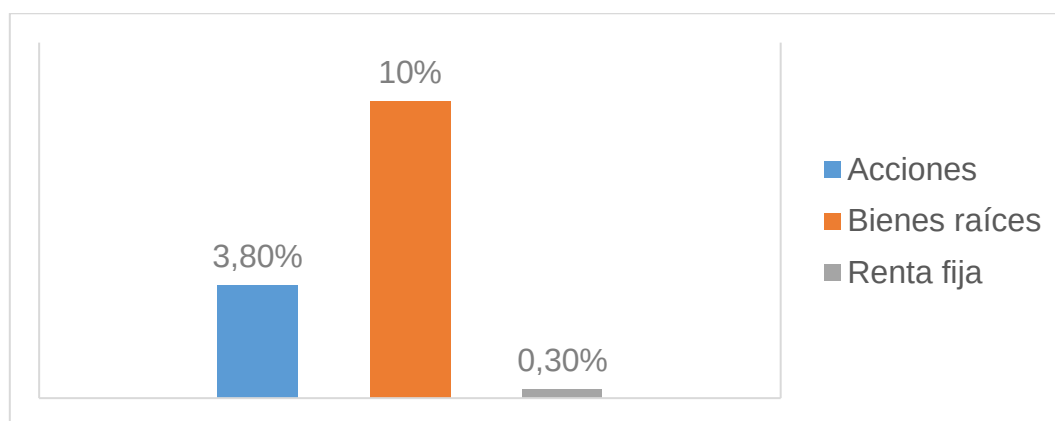
En el ámbito geográfico para fines del 2015, el fondo tenía US\$88.099.200 millones invertidos en acciones y valores de renta fija. América del Norte cuenta con el 36,7% de las inversiones realizadas y las bolsas europeas forman parte del 39,1% del capital del fondo, para más detalle revisar anexo 2.11.

Las inversiones en bienes raíces alcanzaron el 3,1% del fondo e incluyen oficinas, retail y logística. De las inversiones realizadas en bienes raíces destacan Estados Unidos con 48,9% y Reino Unido con 26,3%. (NBIM, 2015)

d. Rentabilidad

La rentabilidad nominal obtenida alcanzó un 2,7% con US\$39.979.800 millones. El retorno más alto se obtuvo gracias a las inversiones en bienes raíces, seguidas por las acciones y finalmente la cartera de renta fija. El detalle de la rentabilidad obtenida por los activos de renta fija está disponible en anexo 2.12.

Gráfico 2.10. Rentabilidad por clase de activo GPFG, Noruega.



Fuente: Elaboración propia.

El Banco de Noruega alcanzó 0,45% de retorno superior al índice de referencia, consiguiendo que el rendimiento sobre el capital fuera de 0,5% más alto que los principales comparadores referenciales.

El Ministerio de Hacienda en conjunto con la Junta Ejecutiva del Banco de Noruega ha establecido un límite máximo de desviación con respecto a sus benchmarks de 1%; para el año 2015 la desviación obtenida fue de un 0,3%. (NBIM, 2015)

e. Costo de administración.

La entrada de nuevo capital para el primer semestre del 2015 alcanzó los US\$2.588 millones, de los cuales se utilizaron US\$369.750 para cubrir los gastos de gestión de activos del Banco de Noruega, como lo indica el Gobierno de Noruega en su página de internet. A los administradores externos contratados por Norges Bank Investment Management se les pagó un total de US\$35.550.900 a lo largo del año. El salario del director general alcanzó los US\$752.913, y los salarios fijos de los empleados alcanzaron los US\$29.853.180 para el 2015. (NBIM, 2015)

f. Valor de mercado.

El valor de mercado se ve afectado por los rendimientos de las inversiones, los flujos de capital y los movimientos del tipo de cambio. Finalmente, para el año 2015, el valor de mercado del fondo fue de US\$894.757.500. (NBIM, 2015)

2.2.2. Government Pension Fund Norway.

a. Política de inversión.

El mandato entregado por el Ministerio de Hacienda especifica que el capital podrá ser invertido en acciones que coticen en un mercado regulado de Noruega, Dinamarca, Finlandia y Suecia. En el caso del portafolio de renta fija serán elegibles los valores emitidos por Estados Soberanos, Instituciones públicas y empresas domiciliadas en los mismos países. Las empresas con perspectivas a corto plazo, no entran en la categoría de posibles inversiones.

La gestión de los activos debe considerar términos económicos, ambientales y sociales, el buen funcionamiento, tanto legítimo como eficiente de los mercados financieros, para obtener los resultados esperados.

El Ministerio de Hacienda ha facultado a Folketrygdfondet para que se haga cargo de las inversiones y la administración de los activos que posea el fondo. Este consejo trabaja con un horizonte de tiempo más largo y tiene una mayor tolerancia a grandes cambios en su valor, lo que proporciona una base para un valor agregado a largo plazo; su método es anti cíclico, y el mandato en el cual se basa para invertir, exige que Folketrygdfondet deba reequilibrar sus carteras con la volatilidad de los precios del mercado, lo que significa que a menudo debe aumentar o reducir el riesgo en la cartera cuando la mayoría del mercado hace lo contrario. Las oportunidades de inversión que ven los administradores de Folketrygdfondet se ven afectadas por la débil liquidez del mercado, es decir, cuando hay pocos compradores potenciales.

El cómo las empresas manejan sus emisiones de gases y todo aquello que esté vinculado con el efecto invernadero importa, implica un riesgo financiero a largo plazo, por lo que es considerado un factor fundamental al elegir una empresa. Para Folketrygdfondet, invertir en el medio ambiente, o analizar la relación que tienen las empresas con el medio ambiente conlleva desafíos importantes, como

enfermedades o contaminación, son ítems que son abordados para ser financiera y ambientalmente sostenible en el tiempo.

Una de las peculiaridades que posee Folketrygdfondet, es que se preocupa de crear valor en las empresas donde invierte, realiza un seguimiento analizando la gestión responsable e influyendo en su forma de trabajar. Otro aspecto de gran importancia al momento de invertir, es la gestión del riesgo, por lo que destinan un equipo de trabajo que se encargue particularmente de esta área. Es de gran relevancia identificar, medir, gestionar y controlar los distintos tipos de riesgo.

El punto de referencia establecido por el Ministerio de Hacienda está dividido en las distintas clases de activos, permitiendo invertir en acciones un 60% del capital, y un 40% en instrumentos de renta fija, además se detalla que las inversiones deben ser de un 85% en Noruega y un 15% en las regiones nórdicas. Serán elegibles aquellos emisores que tengan una calificación crediticia igual o superior a BBB- en las clasificadoras internacionales reconocidas. Véase detalle de benchmarks para portafolio de renta fija y variable en anexo 2.13.

Cuando el porcentaje establecido para cada clase de activo supera los límites, se aplica la política de rebalanceo, donde el Ministerio de Hacienda dicta reglas, dependiendo de la situación particular que acontezca, señalando qué movimientos deben ejercerse en la cartera para volver al equilibrio establecido.

La empresa canadiense CEM Benchmarking Inc., realiza anualmente encuestas con datos históricos de los retornos y costos, otorgando información de resultados, si han sido favorables o desfavorables, dependiendo de la gestión que se haya ejercido en los instrumentos.

La Junta Directiva establece principios para una gestión responsable, basados en los Principios para la Inversión Responsable, y los Principios del Gobierno Corporativo de la OCDE. Estos principios hacen frente a temas de gobernabilidad ambiental, social y corporativa.

Las variaciones en el tipo de cambio hacen que la proporción de capital asignado cambie. Cuando esto sucede, se debe actuar en base a las reglas establecidas por el Ministerio de Hacienda para minimizar la diferencia y reequilibrar la cartera con el mercado. Para esto se realizan transferencias reales entre el portafolio de renta variable y el de renta fija.

Folketrygdfondet trabaja con BNY Mellon y JPMorgan para resguardar la seguridad del fondo, en caso que la contraparte quiebre o baje su calificación crediticia. Ambas compañías ayudan a manejar el seguimiento diario para evitar estos hechos desfavorables, ya sea advirtiendo los cambios en tipos de interés o plazo de divisas. (Folketrygdfondet, 2015)

b. Uso de recursos.

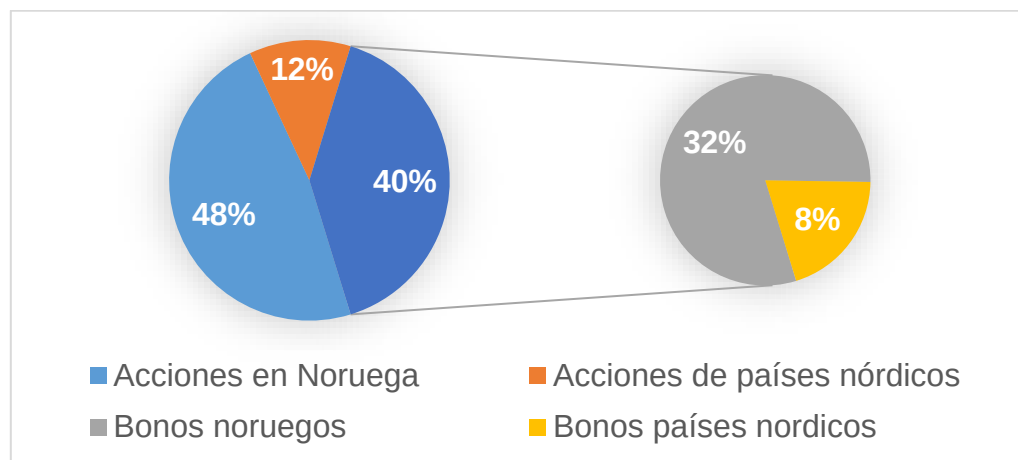
Folketrygdfondet indica en su informe anual 2015 que los recursos que se mantienen en el fondo tienen como finalidad financiar el aumento de los gastos, apoyar las inversiones y gastos realizados para obtener ingresos petroleros del Gobierno. (Folketrygdfondet, 2015)

c. Composición de la cartera

La mayor parte de los activos de este fondo están invertidos en el mercado de renta variable dentro del mismo país. El informe del año 2015 de Folketrygdfondet da a conocer el porcentaje de acciones y renta fija, siendo 59,5% y 40,5% respectivamente. En detalle, el 47% de la cartera corresponde a inversiones en acciones realizadas en Noruega, y 11,7% en países nórdicos, en tanto en la renta fija, los bonos noruegos conforman el 32,4% de la cartera y los de países nórdicos un 8,1%⁶.

⁶ <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/id1441/>

Gráfico 2.11. Composición actual de la cartera GPFN, Noruega.

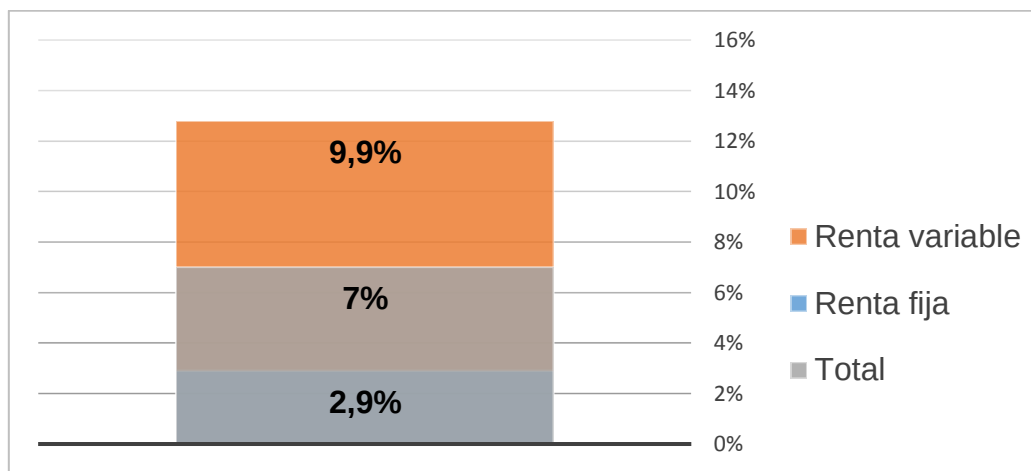


Fuente: Elaboración propia.

d. Rentabilidad.

El informe anual de Folketrygdfondet abarca las inversiones y resultados del año 2015, señalando que el sector energético aumentó junto con un buen desarrollo de los bonos debido a las reducciones de la tasa de interés, lo que da como resultado un retorno del Government Pension Fund Norway de 7%, siendo 5 puntos porcentuales superior al punto de referencia. Para el 2015, la situación del Gobierno se vio favorecida, ya que su capital cerró en US\$198.440 millones, US\$12.796 millones adicionales al año anterior. La cartera de acciones obtuvo un retorno 0,7% superior al punto de referencia, en tanto, la cartera de renta fija obtuvo un retorno 0,2 puntos porcentuales superior. Véase también la evolución de rentabilidad desde el 2007 en anexo 2.14. (Folketrygdfondet, 2015)

Gráfico 2.12. Rentabilidad por clase de activo GPFN, Noruega.



Fuente: Elaboración propia.

e. Costos de administración.

Los costos de Folketrygdfondet ascienden a US\$138,4 millones. Tras realizar una evaluación comandada por el Ministerio de Finanzas, se logró apreciar que este consejo sobresale por ser uno de los gestores de inversión a nivel internacional con los costes más bajos. Las remuneraciones que se pagan son variables, es un método que ayuda a garantizar las metas a corto y largo plazo, recompensando el esfuerzo extraordinario y desarrollo. Los costos de personal bordean los US\$8 millones, en tanto que los costos generales ascienden a US\$17 millones, aproximadamente. (Folketrygdfondet, 2015)

f. Valor de mercado.

El Government Pension Fund Norway también obtuvo un aumento en su valor de mercado, aumentando US\$1.577 millones en lo que concierne al año 2015, alcanzando, para fines de este año US\$24.450 millones. La cartera de renta fija cierra el 2015 con un valor de mercado que bordea los US\$9.550 millones, y la cartera de acciones alcanza un monto mayor con US\$14.056 millones. (Folketrygdfondet, 2015)

2.2.3. Institucionalidad.

El Storting (parlamento), establece en la ley del Fondo de pensiones que el Ministerio de Hacienda es el responsable de la gestión del Government Pension Fund, la gestión operativa del GPFG está a cargo del Banco de Noruega, y del GPFN a cargo de Folketrygdfondet. El Banco de Noruega es quien está a cargo de la administración del GPFG, delegando la responsabilidad de invertir y gestionar los recursos del fondo al Norges Bank Investment Management, departamento especializado en inversiones. En el caso del GPFN, el Ministerio de Hacienda posee la responsabilidad general de la gestión de éste, y bajo los mandatos establecidos designa al Folketrygdfondet para su gestión operativa.

Las decisiones que respectan el nivel de riesgo que se asume en cada inversión deben contar con el apoyo del Ministerio de Hacienda, del Gobierno y del Storting. (Folketrygdfondet, 2015)

2.2.4. Análisis general.

Noruega es catalogada como uno de los mejores inversionistas del mundo, hace varios años lidera los rankings de fondos soberanos realizados por diversos centros de investigación como lo son ESADEgeo, y Sovereign Wealth Funds Institute, ocupando en ambos estudios el puesto número 1 para el año 2015.

La estabilidad económica y política que posee Noruega hace que sea uno de los países más respetados y confiables alrededor del mundo. Es considerado un inversionista responsable al abordar temas que afectan directamente el bienestar de la humanidad y el planeta. Es riguroso con las medidas preventivas contra la corrupción, la preocupación por el medio ambiente, los derechos humanos, tanto de los trabajadores como de los niños, hacen que sea un inversionista ejemplar.

El informe “Progress on Sovereigns Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard 2013” mide la transparencia y rendición de cuentas de los principales fondos soberanos del mundo. En este estudio realizado por Peterson Institute for International Economics, Noruega obtiene el primer lugar con 98 puntos. Además, la política de transparencia con la que trabaja Noruega permite observar que implementan en su actuar los Principios de Santiago, reflejándolo en el Santiago Compliance Index 2014, con el primer lugar a nivel mundial.

2.3. Fondos Soberanos de Panamá.

2.3.1. Fondo de Ahorro de Panamá

Creado como mecanismo de ahorro a largo plazo para el Estado de Panamá, se realizarán diversas inversiones para complementar la cobertura de los gastos que se generen en casos de emergencia por desastres naturales o desaceleración económica para las futuras generaciones de los panameños. Además, dentro de sus propósitos, está la de disminuir la necesidad de recurrir a instrumentos de deuda en los acontecimientos previamente mencionados, para colaborar con la estabilidad y sostenibilidad económica del país.

Los recursos que conforman el capital de este fondo son aquellos que formaban parte del Fondo Fiduciario para el Desarrollo, las contribuciones de la Autoridad del Canal de Panamá al Tesoro Nacional, superior al 3,5% del PIB, herencias, legados, donaciones y otros recursos que sean destinados por ley.

a. Política de Inversión.

Los activos del fondo serán asignados bajo un Fideicomiso, con el Ministerio de Economía y Finanzas como Fideicomitente y el Banco Nacional de Panamá como Fiduciario. Los recursos del Fondo de Ahorro de Panamá podrán ser invertidos en activos líquidos, con un límite máximo de 100%, bonos soberanos, supranacionales/multilaterales y otros activos relacionados y bonos soberanos indexados a inflación como máximo 70%, y un 30% para las inversiones en bonos

corporativos como para renta variable. Buscan la formación de un portafolio de inversiones líquido, de bajo riesgo crediticio y volatilidad, además los recursos líquidos deben ser utilizables con facilidad para garantizar la cobertura de las obligaciones del fondo.

Para aplicar la política de rebalanceo la Secretaría Técnica del fondo debe instruir los montos que se transferirán a y/o entre las administradoras para ajustarse al marco legal del fondo, en caso de que se concrete un aporte a éste.

Todos los emisores deben estar calificados por al menos una de las tres agencias calificadoras internacionalmente reconocidas, Moody's, Standard & Poor's o Fitch Ratings. En el caso de contar con más de una calificación, se considerará aquella que sea más baja. Cualquiera sea el caso, ningún emisor podrá ser elegible si cuenta con calificaciones inferiores a BBB- o Baa3.

El portafolio de renta variable considera elegibles los instrumentos que formen parte del comparador referencial correspondiente, además está permitida la inversión en American Depositary Receipts y Global Depositary Receipts, fondos mutuos, acciones corporativas y Exchange Traded Funds que busquen replicar el comparador referencial correspondiente. Se podrán contratar futuros y forwards en casos puntuales. Los futuros serán utilizados particularmente como cobertura. En el caso de los forwards, podrán ser contratados solo para minimizar las diferencias

con la composición de monedas de su comparador referencial correspondiente. Para los bonos soberanos, supranacionales/multilaterales y otros activos relacionados se permitirá un máximo de 70 puntos base de tracking error ex ante anual, lo mismo para los bonos corporativos y para el portafolio de renta variable.

El Fondo de Panamá contrata servicios de custodia, que forman parte de la estrategia de preservación de capitales y mitigación de riesgos del fondo. Actualmente trabaja con BNY Mellon y Brown Brothers Harriman. Véase el detalle de los benchmarks en anexo 2.15. (Junta Directiva, 2015)

b. Uso de los recursos.

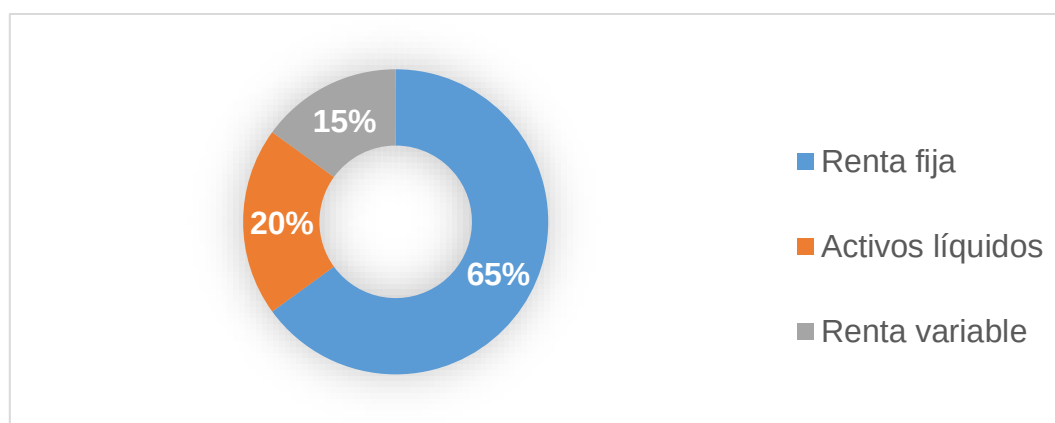
Los recursos del fondo podrán ser retirados únicamente para cubrir los costos asociados a un estado de emergencia declarado por el Consejo de Gabinete, siempre que excedan el 0,5% del PIB. En caso de que se presente una desaceleración económica, los activos del fondo deberán ser superior al 2% del PIB nominal del año anterior, y para pre pagar y retirar deuda soberana emitida por el Estado a través del Gobierno Central con un límite de 0,5% del PIB, siempre que los activos del fondo sean superiores al 5% del PIB nominal del año anterior.

c. Composición de la cartera.

Hasta el 2012 Panamá contaba con un Fondo Fiduciario para el Desarrollo, cuyos recursos fueron transferidos en su totalidad al Fondo de Ahorro de Panamá. La

acumulación de los activos del Fondo proviene de las contribuciones de la Autoridad del Canal de Panamá al Tesoro Nacional siempre que supere al 3,5% del PIB nominal del año en curso. El portafolio finaliza el 2015 con 65% de renta fija, 20% de activos líquidos y un portafolio de renta variable que alcanza el 15% del total del fondo de inversión. (Junta Directiva, 2015)

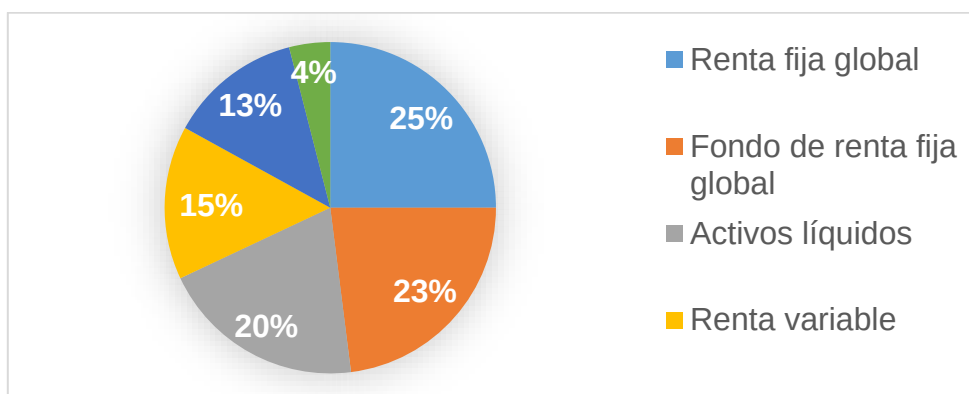
Gráfico 2.13. Composición estratégica Fondo de Ahorro de Panamá.



Fuente: Elaboración propia.

El fondo está compuesto por inversiones de renta fija global, el fondo de renta fija global, activos líquidos, renta variable, valores hipotecarios y activos multilaterales. El detalle de composición del portafolio de renta fija se encuentra disponible en el anexo 2.16.

Gráfico 2.14. Portafolio Fondo de Ahorro de Panamá.



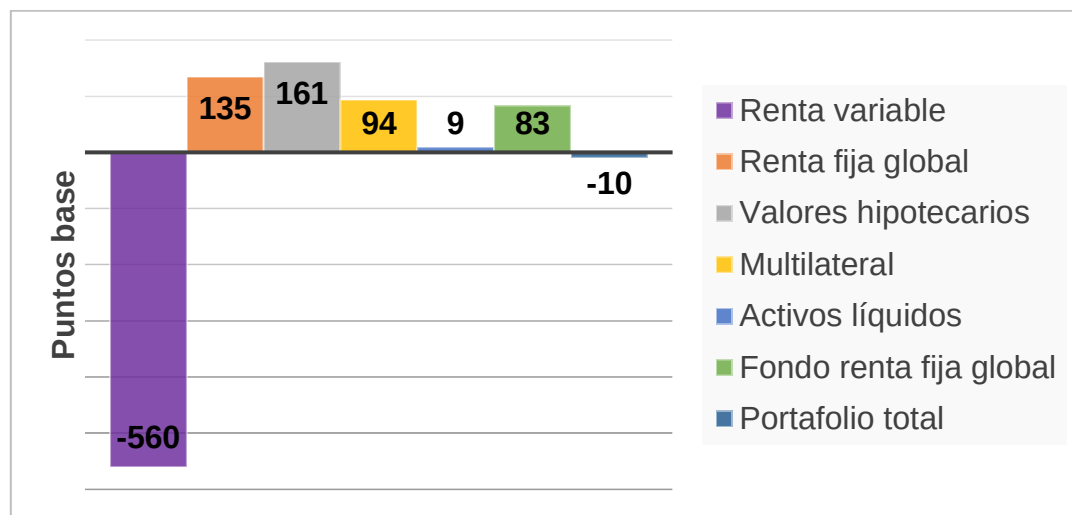
Fuente: Elaboración propia.

La inversión en el extranjero destaca con 77% en América del Norte y 13% en Europa. Para más detalle ver anexo 2.17. (Junta Directiva, 2015)

d. Rentabilidad.

Para el año 2015, los rendimientos brutos sobre los activos no lograron superar el -0,04%. El patrimonio del fondo alcanzó los US\$1.225 millones, un 4,8% menos en comparación con el año anterior. Los activos del fondo cierran el año con una cifra que bordea los US\$1.400 millones. Los ingresos percibidos bordean los US\$47 millones, al descontar los costos operativos, de administración y custodia y las pérdidas de capital en valores, se obtiene una pérdida por US\$4 millones. (Junta Directiva, 2015)

Gráfico 2.15. Rentabilidad por clase de activo FAP.



Fuente: Elaboración propia.

e. Costos de Administración.

En la información entregada por los auditores externos en los estados de resultados del informe anual del Fondo de Ahorro de Panamá, se puede observar que los costos de administración superan los US\$3.000.000, detallándose en gastos de administración de valores por US\$1.946.190, custodia de valores por US\$808.087, honorarios por US\$363.300 y otros gastos que no son especificados en el informe, bordean los US\$275.530. En el caso de las cuentas por pagar correspondientes a los administradores de inversiones, custodios y otros, suman US\$646.893 para el 2015. (Junta Directiva, 2015)

f. Valor de mercado.

Los activos netos del FAP alcanzaron los US\$1.225 millones, resultado que fue un 4,8% más bajo que el año 2014. Los ingresos bordearon los US\$24 millones, y tras descontar los costos operativos, de administración y custodia y las ganancias/pérdidas de capital, el fondo finaliza el año con una pérdida de US\$4 millones. (Junta Directiva, 2015)

2.3.2. Institucionalidad.

El informe anual y el informe de políticas de inversión que realiza la junta directiva del fondo detallan la estructura, roles y responsabilidades de gobernanza.

La junta directiva define las Políticas de Inversión basadas en las directrices de inversión, debe aprobar y velar por el cumplimiento del plan anual de inversión, aprobar o rechazar la selección de las empresas administradoras que gestionarán los recursos y activos del fondo, de la custodia, auditor externo e intermediarios financieros. La Comisión supervisora da a conocer su opinión sobre las gestiones relacionadas con la administración y desarrollo del Fondo mediante un informe de Opinión. La Secretaría Técnica está a cargo de la gestión y apoyo técnico a la Junta Directiva, ésta instruirá al Fiduciario, empresas administradoras y custodia sobre las inversiones, pagos, retiros, liquidaciones de cartera y cualquier tema que esté relacionado con la gestión y movimiento de los activos del Fondo. El Ministerio de

Economía y Finanzas es el Fideicomitente del Fondo, debe emitir las directrices de inversión.

El Banco Nacional de Panamá es el Fiduciario del Fondo, debe suscribir los contratos con las empresas administradoras, custodios y auditor externo. Prepara la contabilidad del fondo y los informes financieros mensuales, los estados financieros trimestrales y anuales. La Contraloría General de la República actúa como auditor interno del fondo. Finalmente se encuentran los auditores externos, administradoras externas y custodios. (Junta Directiva, 2015)

2.3.3. Análisis general.

El 2015 no fue un año fácil para Panamá, el ser un fondo conservador trajo como consecuencia una obtención de resultados negativos. Un factor que afectó al rendimiento del Fondo fueron las políticas monetarias implementadas por diversos países; mientras Estados Unidos subía las tasas de interés, Europa hacia lo contrario. El precio del dólar y su baja a lo largo del año generó un ambiente deflacionario que arrastró las acciones de las compañías en las que se encontraba un gran número de empresas donde el FAP tenía participaciones y la volatilidad y el deterioro de los precios de las materias primas conllevaron a obtener una rentabilidad nula. Sin embargo, el Gobierno de Panamá conserva la calma, ya que el fondo, si bien obtuvo un rendimiento por debajo a las expectativas, no es del todo desalentador. Mantienen la visión de ser un fondo con enfoque en el largo plazo, la

Junta Directiva dice estar tranquila con el portafolio creado, ya que se han basado en fundamentos de inversión, considerando aspectos financieros y económicos. El largo plazo considera que el horizonte de inversión es, por lo bajo, 5 años, y el fondo, desde su consolidación, recién lleva 4 años.

La administración del Fondo de Ahorro de Panamá lo ha posicionado en el lugar número 61 de los 93 Fondos Soberanos en el ranking realizado por Sovereign Wealth Fund Institute, y en el estudio realizado por Linaburg-Maduell, Panamá logra obtener puntuación máxima. (Junta Directiva, 2015)

CAPÍTULO III: ANÁLISIS COMPARADO.

A continuación se presentarán, de forma paralela, los ámbitos más relevantes de cada fondo, para poder realizar una comparación, abarcando los mismos puntos.

Tabla 3.1. Ficha técnica comparativa entre Chile, Noruega y Panamá

	CHILE		NORUEGA		PANAMÁ
	FEES	FRP	GPFG	GPFN	FAP
Enfoque de estrategia	Mandato pasivo Bajo riesgo Replicar benchmarks Mediano/Largo plazo 95% sin pérdidas		Mandato activo Alto riesgo Superar benchmarks Largo plazo 80% sin pérdidas		Mandato pasivo Bajo riesgo Replicar benchmarks Corto/Mediano/Largo plazo
Sectores	Soberano Financiero Consumo no cíclico Energía Comunicaciones Industrial Consumo cíclico Servicios públicos		Soberano Financiero Bienes de consumo Energía Telecomunicaciones Fabricación Gas y petróleo Salud		Soberano Financiero Bancario

		Tecnología Materiales básicos		Tecnología Materiales Informática			
Activos	R. fija	92,5%	85%	35,7%	40%	65%	
	R. variable	7,5%	15%	61,2%	60%	20%	
	Bienes raíces			3,1%		15%*	
Institucionalidad		Ministerio de Hacienda Tesorería Gral de la República Banco Central de Chile Comité Financiero Dirección de Presupuestos Administradores externos Custodios		Ministerio de Hacienda Parlamento Banco de Noruega Norges Bank Investment Management Folketrygdfondet Gerentes sectoriales Equipo de riesgo		Ministerio de Economía y Finanzas Contraloría Gral de la República Banco Nacional de Panamá Junta Directiva Comision Supervisor Secretaría Técnica Administradores externos Custodios	
Tracking error	R. fija	60 pbs	50 pbs	30 pbs	30 pbs	70 pbs	70 pbs
	R. variable	50 pbs	60 pbs	30 pbs	30 pbs	70 pbs	70 pbs
Rentabilidad	R. fija	-1,82%	-4,1%	0,3%	2,9%		
	R. variable	-1,73%	-1,98	3,8%	9,9%		
	Total	-1,78%	-3,58%	2,7%	7%	-0,04%	
Costos de administración		0,02%	0,02%	7%	0,6%	0,6%	

Fuente: Elaboración propia.

3.1. Enfoque de estrategias.

Este es uno de los puntos más importantes que se debe estudiar para que Chile consiga mejorar su plan de acción en cuanto a las inversiones y así obtener mejores resultados a los obtenidos hasta el día de hoy.

El primer hallazgo tras esta investigación es la metodología implementada por Noruega. Queda demostrado que es un país que trabaja de manera completamente opuesta a Chile y Panamá, y no es casualidad que los resultados obtenidos lo posicionen como el número uno. Si bien Noruega también usa un índice de referencia con diversos benchmarks para cada clase de activo, su meta es superar las rentabilidades de éstos, mientras que Chile y Panamá trabajan para replicar las proporciones de inversión que utilizan los comparadores referenciales seleccionados. A esto se le suma el hecho de que Noruega sea un país más riguroso y ambicioso a la vez, ya que además del índice de referencia conformado por los distintos benchmarks, se ha determinado un índice interno para medir las proporciones en que se realizarán las inversiones.

Las inversiones de Chile y Panamá que se realizan con los recursos de los fondos también discrepan del modo de acción que implementa Noruega; Chile trabaja con inversiones bajo un mandato pasivo y Panamá bajo un mandato conservador, que sigue el mismo comportamiento que los fondos chilenos, en tanto, Noruega utiliza un mecanismo anti cíclico. Al indagar más en estos mecanismos, se muestran otros

factores determinantes, como lo son el riesgo y la liquidez. Que el mandato con el que trabaja Chile sea pasivo significa que los benchmarks seleccionados para la renta fija son coherentes con la baja tolerancia al riesgo que poseen los fondos chilenos y que incluyen instrumentos bastante líquidos, además de poseer una cartera de acciones ampliamente diversificada. Panamá por su parte, trabaja con un mandato conservador que está directamente relacionado con su baja tolerancia al riesgo, y buscan bastante liquidez en sus inversiones para poder cumplir con su misión, en caso de que el país acontezca emergencias por desastres naturales o desaceleración económica severa. Noruega juega un papel completamente distinto, su tolerancia al riesgo es alta, por lo que su plan de acción lo refleja. El que trabaje bajo una política de inversión anti cíclica significa que compra cuando la mayoría de quienes componen el mercado venden, y viceversa. Noruega es un fiel reflejo de que a mayor riesgo, mayor rentabilidad.

Dentro de las directrices establecidas por los responsables de cada fondo, se puede observar que Chile cuenta con alto porcentaje de resguardo en sus inversiones. Dentro de las directrices de inversión, se determina que la tolerancia al riesgo establecida debe procurar que el 95% del fondo no sufra pérdidas superiores al 10% en su valor, mientras que Noruega es un poco más arriesgado y se preocupa de que el 80% del fondo no sufra pérdidas. Una limitación que enfrentó este análisis está dado porque Panamá no cuenta con una política de transparencia tan extensa, y, por lo tanto, no es posible acceder a esta información en sus informes.

Si bien Panamá se jacta de ser un inversionista a largo plazo, dentro de sus inversiones hay gran presencia de negociaciones a corto y mediano plazo para solventar la liquidez que procuran tener en caso de emergencias, aunque se justifica al ser un fondo que recién lleva tres años en el mercado financiero. Por su parte, Chile realiza inversiones a mediano y largo plazo, en tanto que Noruega se caracteriza porque todas sus inversiones son a largo plazo.

3.2. Sectores en los que se invierte.

La política de transparencia que ha implementado Chile permitió acceder a datos e información primordial y esencial para esta investigación, al igual que la política implementada por Noruega; nuevamente existen limitaciones con Panamá, ya que no mantienen gran información disponible en sus sitios web y los informes anuales que disponen a la comunidad son generalizados.

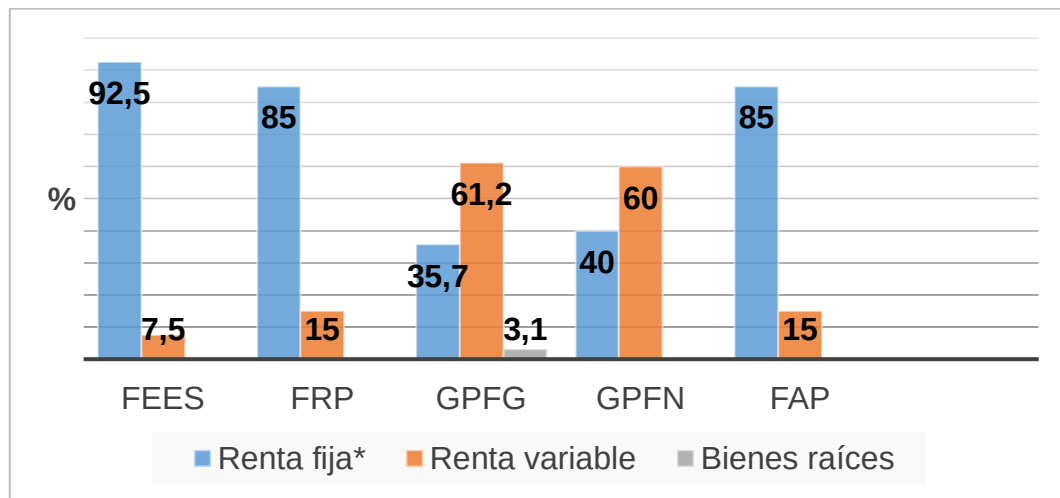
En los informes anuales otorgados por el Ministerio de Hacienda y el Comité Financiero de Chile se detallan los sectores en donde se depositan los recursos de los fondos, los cuales tienen gran similitud con el número uno de los rankings de fondos soberanos, la diferencia increpa en el porcentaje destinado a cada uno de ellos. Chile cuenta con inversiones en los sectores bancario, soberano, accionario, de consumo no cíclico, de energía, de comunicaciones, industrial, de consumo cíclico, servicios públicos, tecnología y materiales básicos. A su vez, Noruega destina sus inversiones a los sectores de salud, tecnología, gas y petróleo,

soberano, financiero, de energía, bienes de consumo, industrial, materiales, telecomunicaciones e informática. Gran discrepancia se observa en los sectores de energía, donde Chile destina el 4% de sus recursos y Noruega, el 17,7%. El sector financiero cuenta con participaciones chilenas de un 13%, mientras que Noruega con participaciones por un 20,6%. Otra gran diferencia se observa en el sector de materiales, donde Chile destina el 1% de sus recursos y Noruega el 10,5%. Panamá, por su parte, no detalla porcentajes ni sectores de manera explícita, por lo que, gracias a sus informes, se concluye que invierte en sectores generales, tales como el gubernamental, financiero y bancario. Cabe mencionar que este fondo se ha incorporado al mercado de valores hace pocos años, por lo que la composición de su cartera está aún en formación.

3.3. Proporción por clase de activo.

Las inversiones en acciones son las que han demostrado, con datos concretos, ser los que dan mejores rentabilidades, o en el caso de los fondos latinoamericanos en estudio, con rentabilidad menos negativa. Además, dentro de la particularidad con la que cuentan los fondos soberanos de Noruega, el ser tolerantes a un alto riesgo, permite que se aventuren en nuevos mercados, actuando como pioneros. En el caso de las inversiones en bienes raíces, 3% del portafolio, está determinado que alcancen el 5% de la cartera de inversiones. Este es un sector que no ha sido mencionado en las reuniones de comités asesores en ninguno de los países restantes en estudio.

Gráfico 3.2. Composición de portafolio de los fondos.



Fuente: Elaboración propia.

*Fondo de Ahorro de Panamá, la categoría de Renta Fija considera el 20% de activos líquidos. Para ver en detalle la comparación realizada basada en exposición accionaria de Noruega y Chile, dirigirse al Anexo 3.1.

3.4. Responsabilidades.

En este punto es donde se encuentran las mayores similitudes entre los tres países en investigación. Todos cuentan con la participación del Banco Nacional de su respectivo país, el Banco Central de Chile, el Banco de Noruega y el Banco de Panamá. La diferencia recae en las responsabilidades que tiene en cada país. En el caso de Chile, el BCCh se encarga de administrar los recursos e inversiones del portafolio de renta fija de ambos fondos, en tanto, el Banco de Noruega se responsabiliza de la administración del Fondo de Pensiones del Gobierno de

Noruega Global, en su totalidad, al igual que el Banco de Panamá con el Fondo de Ahorro de Panamá. Los tres países cuentan con la participación de administradores externos. En el caso de Chile y Noruega, el Ministerio de Hacienda es el principal responsable y encargado de delegar las distintas funciones para llevar una exitosa gestión de los fondos; en el caso de Panamá, es el Ministerio de Economía y Finanzas el que actúa como fideicomitente del fondo.

La Tesorería General de la República de Chile cumple el mismo objetivo que el parlamento de Noruega, ambos determinan las directrices de inversión junto con el Ministerio de Hacienda. El Comité Financiero de Chile actúa como asesor del Ministerio de Hacienda, se asemeja con la Comisión Supervisora de Panamá, aunque, la ventaja de Chile es que el Comité realiza reuniones de forma periódica con el Ministerio, mientras que la Comisión supervisora interviene una vez al año. Al designar responsabilidades puntuales como lo hace Noruega, la concentración en cada área es más profunda, por lo que la investigación es concreta y los resultados lo demuestran.

3.5. Tracking error

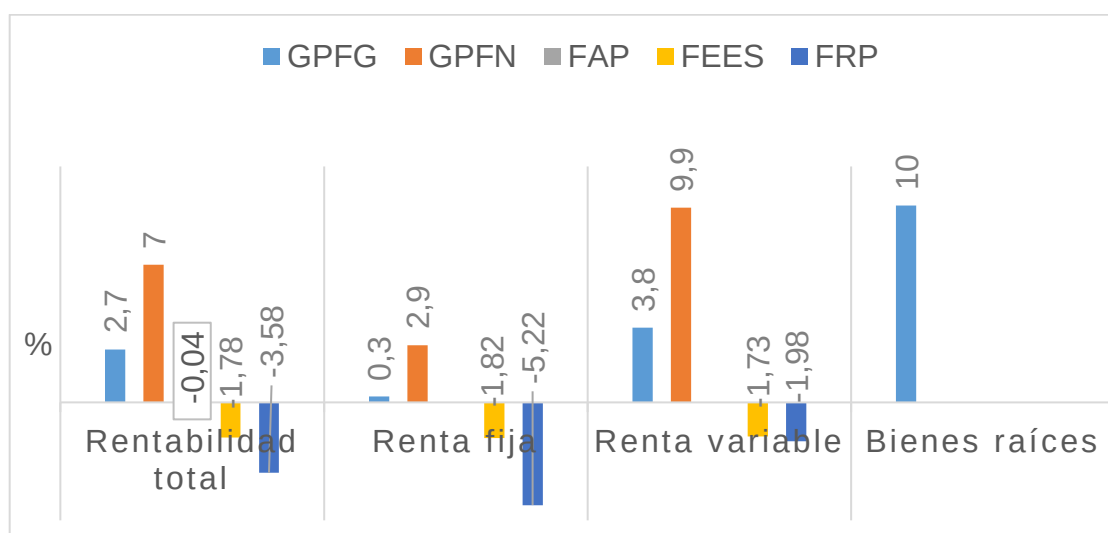
Chile fija como volatilidad relativa 50 puntos base para las inversiones de renta fija y 60 puntos base para las acciones en el caso del FRP, y viceversa para el FEES. Por su lado, siguiendo la línea conservadora, quien acepta una mayor volatilidad es Panamá, permitiendo hasta 70 puntos base para todas sus clases de activo.

Noruega destaca por la manera en que se arriesga determinando una volatilidad relativa esperada que no supere los 30 puntos base. La volatilidad reducida que acepta Noruega se justifica con el estudio previo realizado antes de la inversión, la probabilidad de fallar y obtener grandes pérdidas es baja.

3.6. Retornos.

El país que lidera esta investigación es Noruega, con Government Pension Fund Norway y The Government Pension Fund Global, en segundo lugar, Panamá y, finalmente, Chile con el Fondo de Estabilización Económica y Social y el Fondo de Reserva de Pensiones. Panamá no entrega mayor detalle sobre las rentabilidades obtenidas, a lo que Abdiel A. Santiago, Secretario Técnico del FAP, en el Informe Anual del Fondo de Ahorro de Panamá 2015, sus inversiones a largo plazo están pensadas para recibir retorno dentro de 5 años, y el fondo lleva cuatro años.

Gráfico 3.3. Rentabilidad de los fondos.

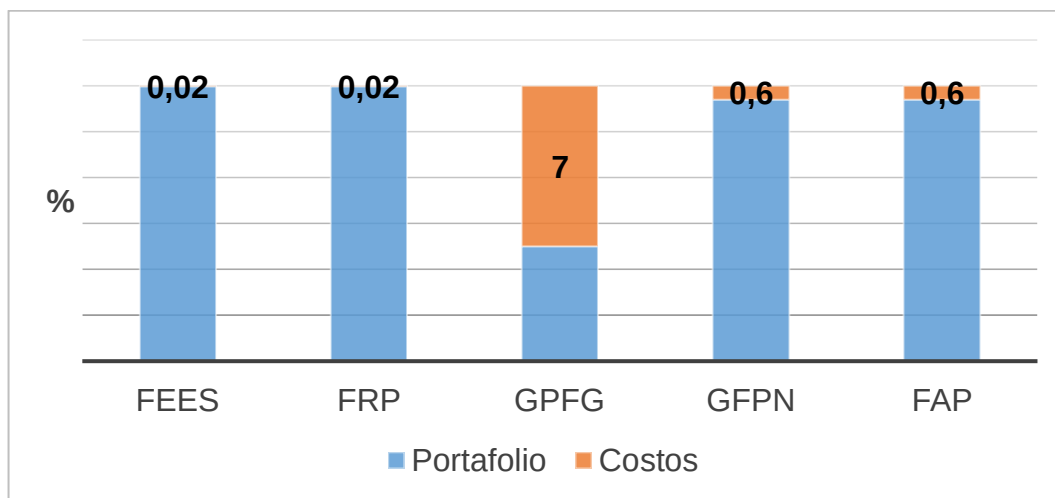


Fuente: Elaboración propia.

3.7. Costos de administración.

El análisis de los costos de administración que posee cada fondo se realiza con el objetivo de descubrir el porcentaje de los recursos que son destinados a la cobertura de éstos. La base es saber la distancia entre la situación que presenta Chile, con la destinación de recursos implementada por los otros dos países estudiados.

Gráfico 3.4. Proporción de costos de administración.



Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar que Chile destina un menor porcentaje de recursos a los costos de administración de ambos fondos. En segundo lugar, el Fondo de Ahorro de Panamá junto con el Government Pension Fund Norway y, por último, el Government Pension Fund Global. Estos resultados se obtuvieron gracias al valor de mercado de cada fondo y sus respectivos costos. A modo de conclusión, la destinación de recursos a los costos de administración implementada por Chile parece ser la adecuada y no requeriría cambios.

3.8. Transparencia

La transparencia es parte importante al momento de invertir, más aun, cuando los recursos de los que se disponen corresponden a los de la población de un país. Noruega establece una estrecha relación entre la transparencia y la lucha contra la

corrupción. Buscando mantener su imagen confiable, los administradores son drásticos en cuanto a invertir y desinvertir sus recursos. Un factor más que justifica la puntuación a nivel mundial de Noruega.

Chile, por su parte, también es considerado uno de los países más transparentes del mundo, según los estudios mencionados a lo largo de esta investigación, pero esta transparencia equipara las prácticas de inversión implementadas, los ingresos, costos y gastos que se obtuvieron mensual, trimestral y anualmente, y la institucionalidad con la que trabajan. Es un aspecto positivo, ya que se mantiene informada a la población sobre el destino de los recursos. Panamá se presenta más distante en este aspecto. Dentro de los estudios realizados por Sovereign Wealth Fund Intitute, este país alcanza la nota máxima con 10 puntos, al igual que Chile y Noruega, pero en la investigación realizada por Peterson Institute for International Economics no figura.

El estudio de Peterson Institute resulta ser más detallista y la información entregada por Panamá no cumple con los requisitos para ser considerado dentro del ranking de transparencia, a diferencia de Noruega y Chile que lideran. Chile en esta índole se mantiene cerca al número uno, obteniendo nota máxima en el Santiago Compliance Index 2014, y se ubica con el FEES dos lugares más abajo, ocupando el tercer puesto, con 91 puntos, en el Progress on Sovereign Wealth Fund

Transparency and Accountability que Noruega, quien obtiene el primer lugar, con 98 puntos, y en el décimo lugar se encuentra el FRP, con 85 puntos.

3.9. Hallazgos

Uno de los hallazgos principales se refiere a la necesidad de reajustar la composición estratégica de la cartera de inversiones, destinando más recursos a la renta variable. Esto se percibe por medio de varios factores. Existe una diferencia de más de 45% entre los recursos destinados a la renta variable entre Noruega y Chile y al revisar las rentabilidades obtenidas en los tres países estudiados, el portafolio accionario es el que obtiene mejor rentabilidad, en comparación al portafolio de renta fija. Si bien Chile y Panamá obtienen rentabilidades negativas el 2015, el retorno obtenido por las inversiones en acciones resulta ser menos negativo que el de renta fija. Para el 2015, la rentabilidad del portafolio de renta fija obtenida por el FEES de Chile estuvo por sobre la de su comparador referencial por 1 punto base, en tanto que el portafolio de acciones superó a su benchmark por 12 puntos base. Resultados similares se pueden observar en el caso del FRP, donde el portafolio de renta fija y renta fija corporativa entregan retornos negativos que van de -0,81% a -2.62%, mientras que las acciones obtuvieron un retorno de 5,06%, todo esto, el cuarto trimestre del 2015.

Chile puede trabajar de manera similar y adaptada a las condiciones de Noruega. Cambiar la dirección de sus metas es una opción, en base a superar los índices de

referencia. Esto se lleva a la práctica al velar por obtener altos retornos en vez de preocuparse de mantener bajas fluctuaciones, el enfoque debe estar posicionado en alcanzar cada año resultados más altos, aunque eso signifique grandes variaciones entre un año y otro, si bien el FEES busca la estabilización económica del país, al obtener mayores ingresos, la economía misma de Chile se ve favorecida, y siguiendo con la misión del fondo, de ahorrar en tiempos de bonanza, la economía estaría estabilizada en tiempos de déficit económico.

Según el estudio realizado por ESADEgeo sobre los fondos soberanos 2015, la inversión responsable podría reforzar principios y estándares de inversión, provocar sacudidas en sociedades cotizadas o privadas, lo que permitiría acelerar la volatilidad de los mercados. La corrupción desaparecería con el tiempo si más países practicaran este tipo de inversión, donde la actuación bien intencionada de los inversores disminuiría el riesgo de pérdidas por factores ambientales, sociales y gubernamentales.

Los fondos soberanos son capaces de guiar las inversiones de los gobiernos para desarrollar nuevos sectores productivos, atraer tecnología y talento de países desarrollados, todo lo necesario para fomentar proyectos de mayor valor, aumentando a su vez el valor del país a nivel mundial. Para lograr esto, se requiere trabajar con coinversión y joint ventures. ESADEgeo señala que los países desarrollados cada vez presentan mayores limitaciones de terreno agrícola

disponible para trabajar, y con el paso del tiempo, requerirán más importaciones de productos naturales. Esta es una oportunidad que se debe aprovechar mediante la coinversión, que ayuda a la internacionalización. Crear un fondo dedicado a un objetivo específico, como la agricultura, es recomendado por economistas de ESADEgeo. Por medio de coinversión se obtienen beneficios, potenciales y se aprovechan experiencias y tecnologías de diversos países; aumentan las rentabilidades de las inversiones, se potencian los sectores con los que cuenta el país. En el caso de Chile, la agroalimentación, energía y turismo, la participación conjunta de entidades públicas y privadas darían inicio a nuevos proyectos, como buscar financiamiento en el exterior, la apertura de nuevos mercados, hasta lograr mantener relaciones a largo plazo con los fondos catalogados como los mejores del mundo.

El emprendimiento ha ayudado a países a superar crisis económicas y posicionarse en el mercado de capitales, pero en Chile el proceso de iniciación es burocrático e impide que proyectos potencialmente rentables salgan al mundo en busca de inversionistas. Lo mencionado anteriormente requiere de análisis microeconómico, ya que las diversas opciones como oportunidades de negocio que se presentan están relacionadas con el PIB. El emprendimiento, la participación de entidades extranjeras que inviertan en Chile con la condición de que el personal contratado sea nacional y la posibilidad de exigir tecnología a países desarrollados que estén invirtiendo en el país, están vinculados como método de enfrentamiento contra el

desempleo nacional, lo que está directamente relacionado con el consumo, primer factor determinante del PIB, al igual que la inversión y las exportaciones netas. El abrir posibilidades como éstas permitiría un PIB más alto, conllevaría a mayores aportes a los fondos soberanos, obteniendo más recursos para seguir invirtiendo en el exterior. Estas ideas no se pueden concretar si no se trabaja en los Tratados de Libre Comercio y en el Acuerdo de Asociación Transpacífico con los que está o podría estar trabajando Chile, ya que éstos limitan en gran medida el desarrollo del país, estancando su crecimiento y rendimiento. Chile necesita aprovechar sus fortalezas y tomar oportunidades. Para hacer frente a esta situación hay que aprender de Noruega, que posee dos fondos al igual que Chile, destinando uno para inversión extranjera y otro particular para inversión nacional y de países nórdicos. Destinar todos los recursos de un fondo a la inversión nacional, potenciando grandes empresas y microempresarios, resulta ser una herramienta de auto-superación. Fomentar la producción nacional para destinarla a la exportación es un factor importante para el PIB que debe trabajarse con rapidez.

Este estudio permitió dar a conocer las ventajas que posee Chile en cuanto a la gestión de los fondos soberanos; que abarca más sectores en sus inversiones que Panamá, que la transparencia es un aspecto reconocido a nivel mundial, imagen favorable para los posibles inversionistas interesados en depositar sus recursos en Chile, y en el ámbito gubernamental que las responsabilidades están más diversificadas, lo que permite un mayor control en cada área. Es importante destacar

qué factores positivos están consolidados, para no modificarlos en el tiempo, al menos en gran medida.

En junio del presente año ocurrió un hecho de impacto mundial, Brexit. El Reino Unido decide dejar la Unión Europea, lo cual permite presumir fundadamente que habrá repercusiones económicas alrededor del mundo. Con respecto al impacto que este hecho tendrá en esta investigación, se genera un escenario de incertidumbre, donde los posibles efectos son de origen especulativos con respecto a lo posible y no podrán ser catalogados como concluyentes.

El Ministro de Economía de Chile, Luis Felipe Céspedes, indica en su entrevista en el diario financiero que la volatilidad será uno de los principales efectos que se verán tras el Brexit, y mientras no exista desenlace concreto, la incertidumbre estará presente. A lo que Rodrigo Valdés, Ministro de Hacienda de Chile agrega, que en el caso de Chile las proyecciones de crecimiento para la economía se ajustarán a la baja, afectado por incertidumbre global y deterioro de confianza, pero que, aun así, Chile tiene “unas finanzas públicas sólidas que nos permiten esperar y ver, no tener que reaccionar a la primera”.

CONCLUSIÓN

Esta investigación permitió formular recomendaciones para potenciar el modelo de inversión de Chile, inspirado en las fortalezas de los tres países en cuestión, tras el análisis de las políticas, directrices y estrategias de inversión, objetivo principal de este estudio.

La primera propuesta consiste en reajustar la composición estratégica, dándole mayor importancia a la que hoy en día tienen las inversiones de renta variable. La segunda propuesta se refiere a establecer metas de superación en vez de replicar las inversiones que realizan sus comparadores referenciales. Es recomendable que el Ministerio de Hacienda proponga y exija superar estos índices, optando por una visión aspiracional y no conformista.

Incorporar la inversión responsable como parte de su política, participar activamente de reuniones y de las decisiones que abarquen temas ambientales, sociales y gubernamentales es otro camino al éxito. Chile es un país agricultor y exportador reconocido en el mundo. Por lo tanto, fomentar este aspecto, buscar nuevas tecnologías, conocimientos y posibilidades son la cuarta propuesta para mejorar la rentabilidad de sus inversiones. Por último, pero no menos importante, se hace necesario fomentar el emprendimiento y eliminar la burocracia de su iniciación, según lo fundamentado en el análisis comparativo.

BIBLIOGRAFÍA

- AFME Finance for Europe. (5 de Junio de 2016). *Investing in bonds europe*.
Obtenido de Tipos de bono:
<http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6292&LangType=1034>
- Comité Financiero. (2015). *Informe anual de Fondos Soberanos*. Santiago:
Gobierno de Chile.
- D. Eintman, A. S. (2000). *Las finanzas en las empresas multinacionales*. México:
Pearson Educación.
- DIPRES, D. (2013). *Estudio sobre la Sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones*. Santiago: Gobierno de Chile.
- Folketrygdfondet. (2015). *Annual report* . Noruega: Folketrygdfondet.
- IPS. (13 de Junio de 2016). *Instituto de Previsión Social*. Obtenido de Ministerio del Trabajo y Previsión Social: <http://www.ips.gob.cl/bono-de-reconocimiento/523-ique-es-un-bono-de-reconocimiento>
- J. Van Horne, J. W. (2013). *Fundamentos de Administración Financiera*. México:
Pearson Educación.
- Junta Directiva, S. T. (2015). *Fondo de Ahorro de Panamá*. Panamá.
- Ministerio de Hacienda. (2013). *Directrices de inversión*. Santiago: Gobierno de Chile.
- Ministerio de Hacienda. (2015). *Informe Anual de Fondos Soberanos*. Santiago:
Gobierno de Chile.
- NBIM. (2015). *Government Pension Fund Global Annual report*. Noruega: Norges Bank Investment Management.
- R. Moyer, J. M. (2005). *Administración financiera contemporánea*. México:
Cengage Learning.
- S. Ross, R. W. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas*. México: Mc Graw Hill.
- Sabino, C. (1991). *Diccionario de Economía y Finanzas*. Caracas: Penapo.
- Sapag, N. (2011). *Proyectos de inversión. Formulación y evaluación*. Chile:
Pearson Educación.
- Spendolini, M. (2005). *Benchmarking*. Colombia: Norma.

SWFI. (15 de Junio de 2016). *About Sovereign Wealth Fund*. Obtenido de Sovereign Wealth Funds Institute: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

ANEXOS

Anexo 1.1. Entidades Calificadoras de riesgo.

FITCH RATINGS		STANDARD & POOR'S		MOODY'S		Clasificación
Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	
F1+	AAA	A-1+	AAA	Prime-1	Aaa	Prime
	AA+		AA+		Aa1	Alto
	AA		AA		Aa2	
	AA-		AA-		Aa3	
F1	A+	A-1	A+	Prime-2	A1	Alto medio
	A		A		A2	
F2	A-	A-2	A-		A3	
F3	BBB+		BBB+	Prime-3	Baa1	Bajo medio
	BBB	A-3	BBB+		Baa2	
	BBB-		BBB-		Baa3	
B	BB+	B	BB+	Not prime	Ba1	Sin grado de inversión especulativo
	BB		BB		Ba2	
	BB-		BB-		Ba3	
	B+		B+		B1	Altamente especulativo
	B		B		B2	
	B-		B-		B3	

C	CCC	C	CCC+		Caa1	Riesgos sustanciales
			CCC		Caa2	Extremadame nte especulativo
			CCC-		Caa3	Bajas
			CC		Ca	esperanzas
-	DDD	-	C		C	de pago
			D		-	Impago
	DD					
	D					

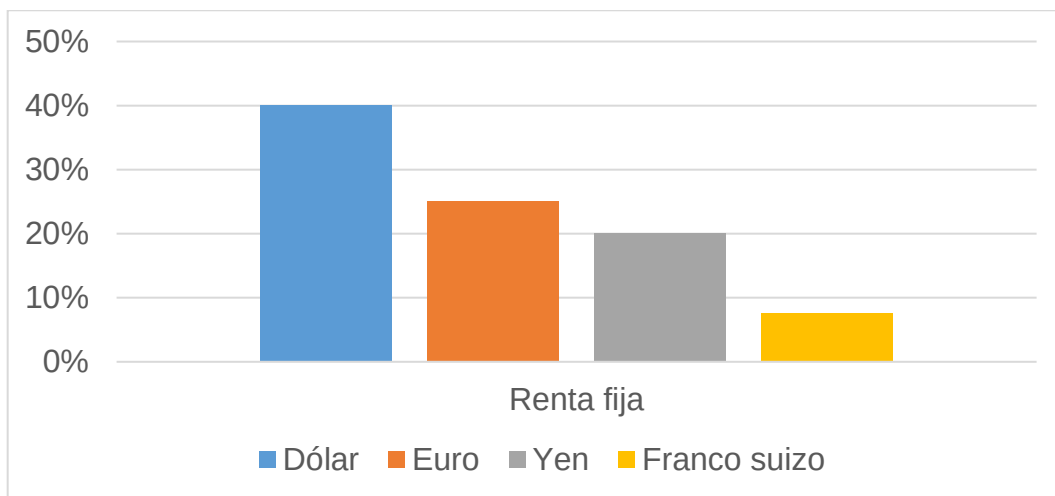
Anexo 2.1. Benchmarks Fondo de Estabilización Económica y Social, Chile.

Sector	Benchmark	% portafolio
Bancario 15%	Merrill Lynch Libid 3 Month Average USD	5%
	Merrill Lynch Libid 3 Month Average EUR	6%
	Merrill Lynch Libid 3 Month Average JPY	4%
Letras del Tesoro 19%	Merrill Lynch Treasury Bills Index USD	6%
	Merrill Lynch Treasury Bills Index EUR	7%
	Merrill Lynch Treasury Bills Index JPY	6%
Bonos Soberanos 55%	Barclays Capital Global Treasury: U.S 7-10 years	26,5%
	Barclays Capital Global Treasury: Germany 7-10 years	11%
	Barclays Capital Global Treasury: Japan 7-10 years	10%
	Barclays Capital Global Treasury: Switzerland 5-10 years	7,5%
Bonos Soberanos indexados a inflación 3,5%	Barclays Capital Global Inflation-Linked: U.S TIPS 1-10 years	2,5%
	Barclays Capital Global Inflation-Linked: Germany 1-10 years	1%

Acciones	MSCI All Country World Index (unhedged con los dividendos reinvertidos)	7,5%
----------	---	------

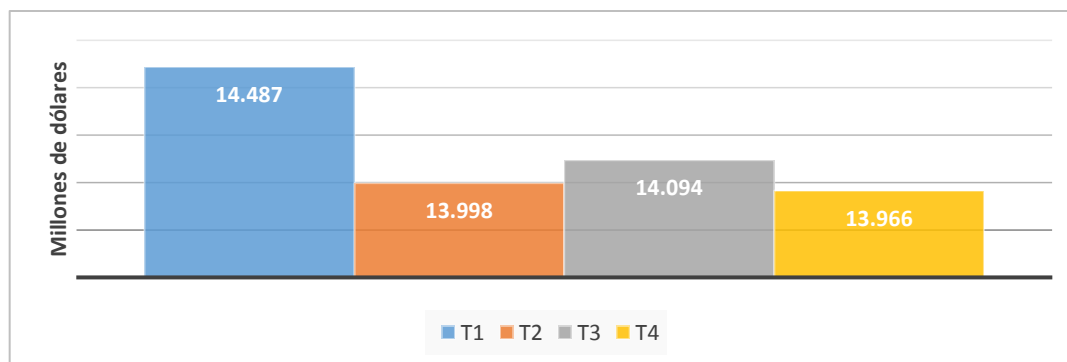
Anexo 2.2. Composición monedas en portafolio FEES, Chile.

De las inversiones que se realizan, un 40% son en dólares, 25% en euros, 20% en yenes y un 7,5% en francos suizos. (Informe Anual Fondos Soberanos, 2015. Ministerio de Hacienda, Chile).



Fuente: Elaboración propia

Anexo 2.3. Evolución trimestral de valor de mercado 2015 FEES, Chile.



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.4. Benchmarks Fondo de Reserva de Pensiones, Chile.

Activo	Benchmark	% portafolio
Bonos soberanos y otros activos relacionados	Barclays Capital Global Aggregate Treasury Bond Index (unhedged) Barclays Capital Global Aggregate Government Related (unhedged)	48%
Bonos indexados a inflación	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)	17%
Bonos corporativos	Barclays Capital Aggregate Corporates Bond Index (unhedged)	20%
Acciones	MSCI All Country World Index (unhedged con dividendos reinvertidos)	15%

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2.5. Proporciones máximas del portafolio de renta fija y variable para el FEES y FRP, Chile.

Calificación	% máx Portafolio Renta Fija
AAA	100%
AA+	
AA	
AA-	
A+	60%
A	
A-	
BBB+	40%
BBB	
BBB-	

Calificación	% máx Portafolio Renta Variable
AAA	100%
AA+	
AA	
AA-	
A+	60%
A	
A-	
BBB+	45%
BBB	
BBB-	

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.6. Porcentaje de instrumentos elegibles según calificadoras para FEES y FRP, Chile.

Calificación	% limite por emisor
AAA	15%
AA+	10%
AA	10%
AA-	10%
A+	5%
A	5%
A-	5%
BBB+	5%
BBB	5%
BBB-	5%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.7. Administradores externos para FRP y FEES, Chile.

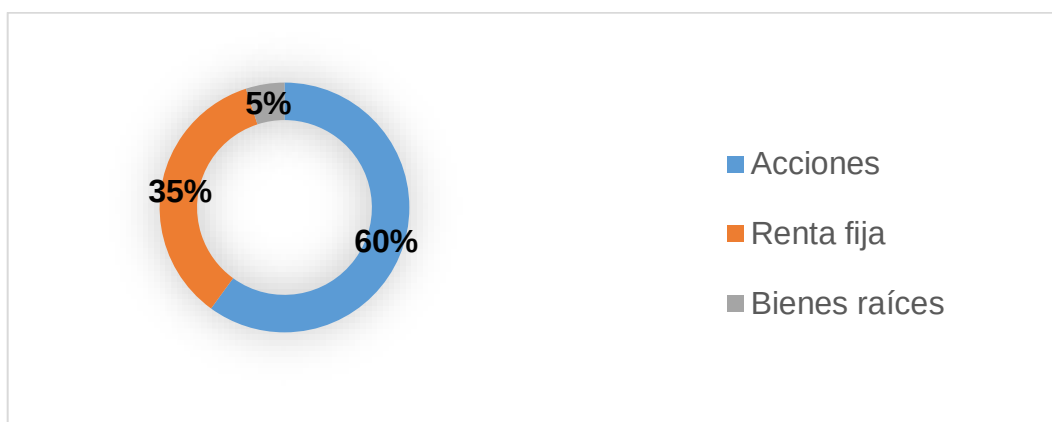
FEES	Adm. Externo	FRP
7,5%	BlackRock Institutional Trust Company N.A	35%
	Mellon Capital Management Corporation	
	Rogge Global Partners Plc.	

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2.8. Inversión en el extranjero del FRP.

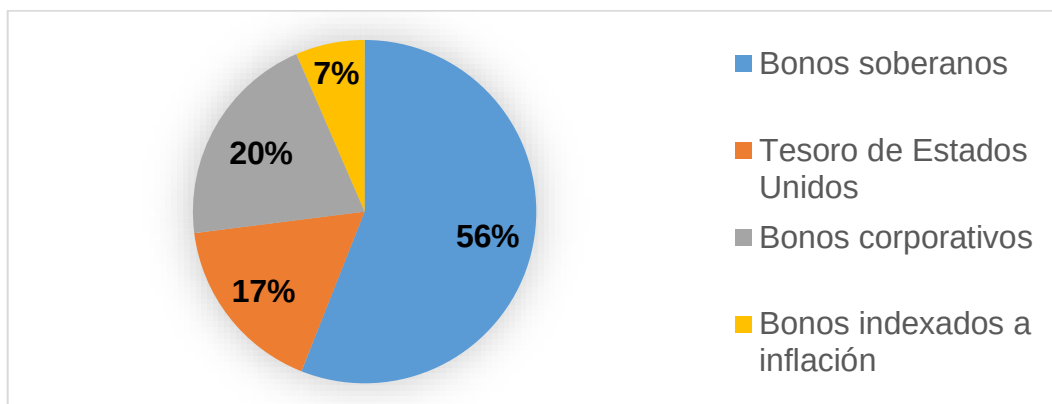
La destinación de los recursos al extranjero es designado en base a la rentabilidad general de cada país. Es así como Estados Unidos y Europa se llevan la mayor participación, con un 39,1% y 41,4% respectivamente, 17% del total de las inversiones son realizadas en Asia, principalmente en Japón, un 2,5% en América Latina y finalmente sólo un 0,3% en África.

Anexo 2.9. Composición estratégica del Government Pension Fund Global.



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.10 Composición portafolio renta fija GPFG

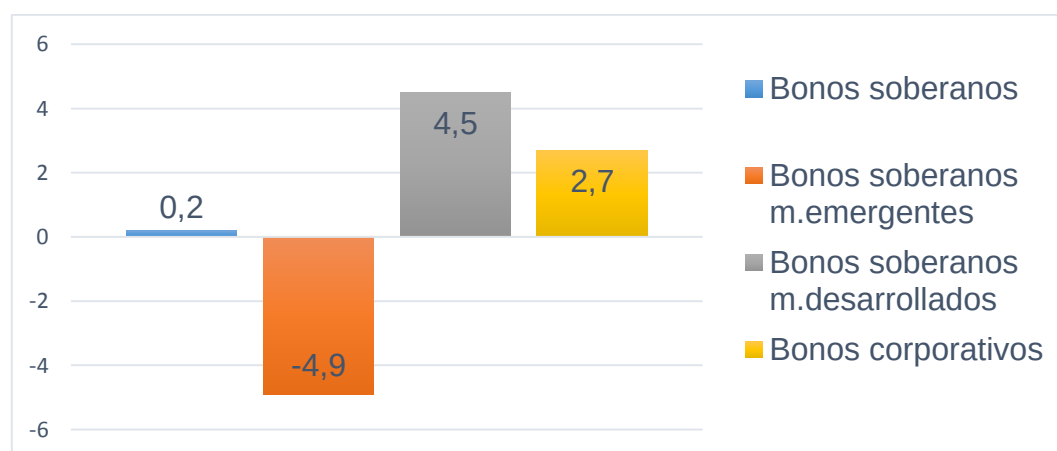


Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.11. Inversión en el extranjero del GPFG.

Para fines del 2015, el fondo tenía US\$88.099.200 millones invertidos en acciones y valores de renta fija. América del Norte cuenta con el 36,7% de las inversiones realizadas y las bolsas europeas forman parte del 39,1% del capital del fondo; Asia y Oceanía forman parte del 21,3% de las inversiones. En América Latina también se realizaron inversiones en acciones, representando el 1% del capital del fondo.

Anexo 2.12. Rentabilidad portafolio de renta fija GPFG



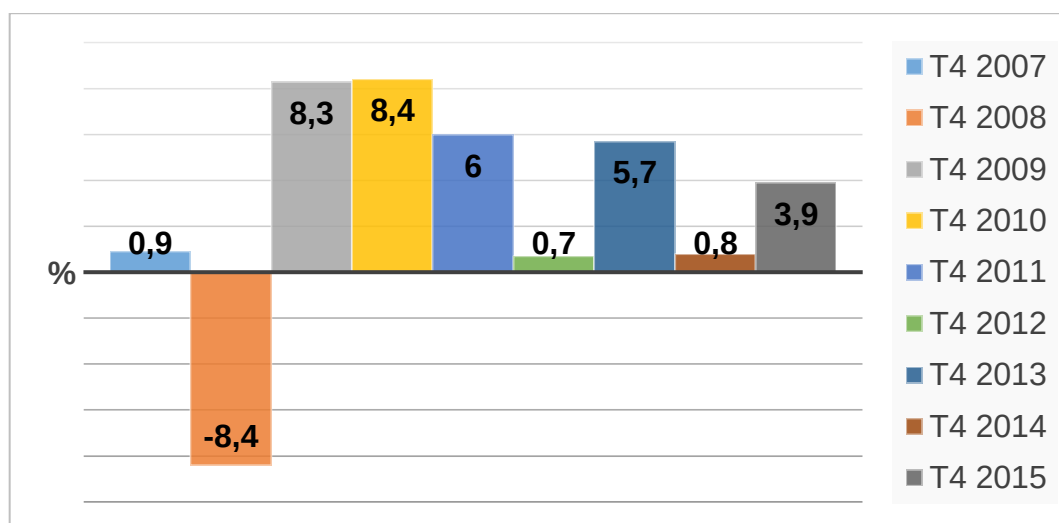
Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.13. Benchmarks GPFN.

Renta variable	Renta fija
Bolsa de Oslo	Barclays Capital Global
Benchmark VINX	Barclays Capital Global Aggregate Escandinavia

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.14. Evolución Rentabilidad GPFN, Noruega.



Fuente: Elaboración propia

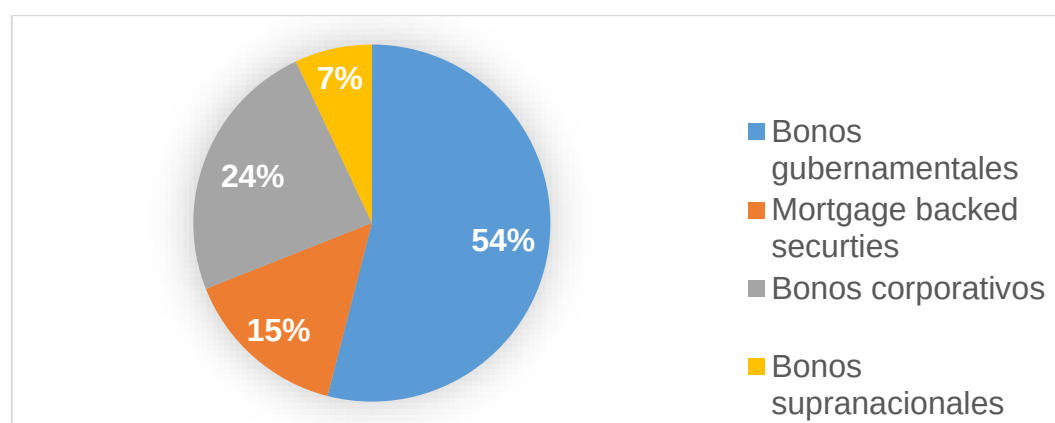
Anexo 2.15. Comparadores referenciales Fondo de Ahorro de Panamá.

Renta variable	Renta fija
Discretionary Advisory Agreement	Morgan Stanley Investment Management Inc.
Goldman Sachs Asset Management	Goldman Sachs Asset Management
	BlackRock Financial Management Inc.

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2.16. Composición portafolio de renta fija FAP, Panamá.

La cartera de renta fija está compuesta en un 54% por bonos gubernamentales, 15% de mortgage backed securities, 24% de bonos corporativos y 7% de bonos supranacionales.

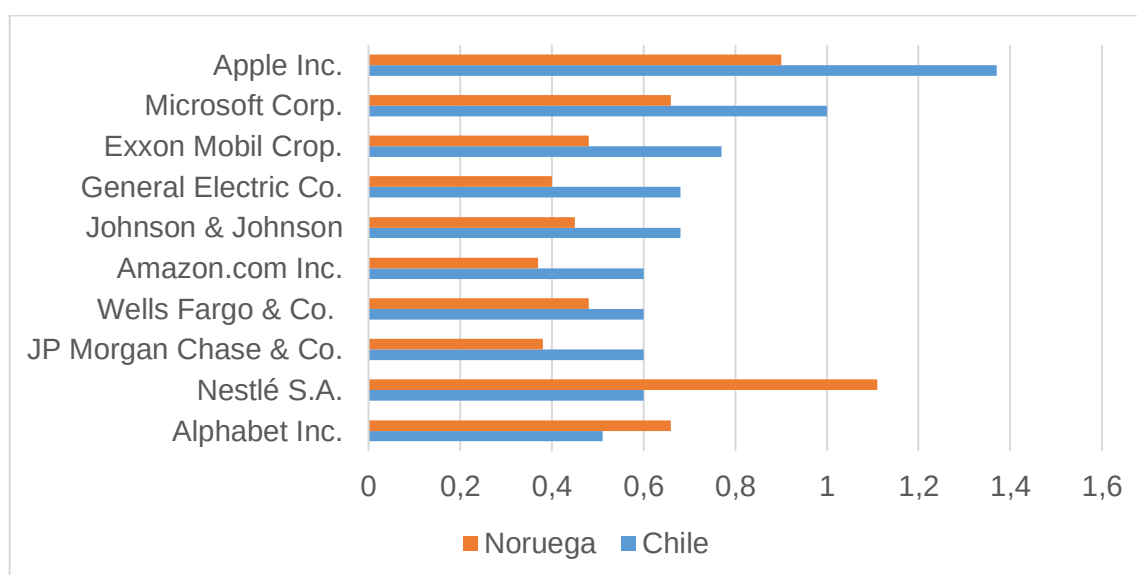


Fuente: Elaboración propia.

Anexo 2.17. Inversión en el extranjero del FAP, Panamá.

Los activos del fondo están destinados a invertirse en países desarrollados para asegurar la liquidez y diversificación. Oceanía y África reciben la menor parte de las inversiones de Panamá, con menos de 1% cada uno, sigue Asia con un 8%, Europa con 13% y, finalmente, América del Norte con un 77%.

Anexo 3.1. Exposición accionaria Noruega-Chile.



Fuente: Elaboración propia.