IMPLEMENTACIÓN Y MANEJO DE LOS FONDOS SOBERANOS

Conseguir que un fondo sea autosostenible parece un reto en el largo, e incluso mediano plazo, ¿Qué se debe hacer para lograr esta auto-sostenibilidad? ¿Es posible? Si estos fondos no son autosostenibles, deben más bien ser incluidos en el presupuesto nacional y de esta forma, evitar una doble transacción.

- Es necesario distinguir un fondo de estabilización de precios (los más conocidos y usados son los vinculados a los combustibles) de un fondo soberano, que se diseña y administra en función de objetivos de estabilidad macroeconómica, más que para atender fluctuaciones de precios de mercados específicos.

Hecha la distinción, en general la autosostenibilidad de los fondos soberanos está fuertemente asociada a la disciplina fiscal de los Gobiernos, independientemente de cual sea el destino definido para los recursos que se ahorran.

En el caso chileno, los Fondos Soberanos forman parte integrante de la política fiscal y estos tienen orientaciones diferentes. El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), creado a principios de 2007, tiene por finalidad financiar los déficit fiscales y la amortización de la deuda pública. Por otro lado, el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), creado a fines de 2006, fue establecido por ley para financiar las obligaciones del Fisco generadas por la Reforma Previsional implementada a partir de ese año.

En el caso del FEES, por ser un fondo orientado a independizar el gasto fiscal de los ciclos económicos, su sostenibilidad en el tiempo radica en la estimación de las variables de largo plazo que determinan el comportamiento de los ingresos fiscales, entre las que destacan el PIB tendencial y el precio del cobre. Ambas variables son claves para efectos de determinar el balance fiscal estructural (definido como una meta del 0% al 2018) y, en función de eso, la disponibilidad de recursos para el financiamiento del gasto público.

El FRP, por ser un fondo que se va capitalizando para financiar pasivos contingentes (pensiones), su incorporación dentro de la Ley de Presupuestos de cada año es el mecanismo que se ha usado para financiar las provisiones que deben hacerse, dado el objetivo para el cual se le definió.

Segmentación y controles cruzados

Un componente adicional de la gestión de los fondos señalados radica en que estos son administrados por una institucionalidad que opera bajo un esquema de segmentación de responsabilidades y controles cruzados entre las diferentes entidades que se definen al efecto.

Por un lado, el ministerio de Hacienda establece las políticas de inversión de los recursos, a través de ciertas definiciones que se refieren al tipo de instrumentos en los cuales pueden invertirse los recursos, y los balances que estos deben tener (renta fija y variable y porcentajes en cada caso), lo que desarrolla bajo el apoyo de un Comité Financiero integrado por 6 expertos. El Banco Central actúa como Administrador interno de las inversiones en renta fija y los administradores externos (Bancos de Inversión) lo hacen respecto de los instrumentos de renta variable que se asocian a un *benchmark* predefinido al que deben ajustarse.

La Tesorería actúa como *controller* de las instituciones que intervienen y es la encargada de instruir los movimientos de las cuentas cuando hay traspasos y rebalanceos de los portafolios. Por un lado, la normativa de inversión de recursos del FEES considera los siguientes parámetros para el portafolio de inversiones (PI) y para el rebalanceo de éste:

Composición Referencial del Portafolio de Inversión FEES

Clases de Activo	Porcentaje del PI
Bancario	15,0%
Letras del Tesoro y Bonos Soberanos	74,0%
Bonos Soberanos indexados a Inflación	3,5%
Acciones	7,5%
Total	**100%**

Rangos de Desviación para Rebalanceo

Portafolio	Porcentaje del PI	Rango de Desviación (Porcentaje del PI)
Portafolio Articulo 4 (BCCH)	92,5%	90,5% - 94,5%
Portafolio Gestionado Externo	7,5%	5,5% - 9,5%

Por otro lado, la normativa que regula el FRP considera los siguientes parámetros para el portafolio de inversiones (PI) y para el rebalanceo:

Composición Referencial y Benchmarks

Composición Referencial		Benchmarks
Clase de Activo	Porcentaje del PI	
Bonos Soberanos y Otros Activos Relacionados*	48%	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged) Barclays Capital Global Aggregate: Goverment - Related (unhedged)
Bonos Soberanos Indexados a Inflación Real	17%	Barclays Capital Global Aggregate: Inflation - Linked Index (unhedged)
Bonos Corporativos	20%	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15%	MSCI All Country World Index** (unhedged, con los dividendos reinvertidos)

* Cada subíndice de esta clase de activo se agrega de acuerdo a su capitalización relativa
** Excluye Chile

Rangos de desviación

Composición Referencial		Rango de Desviación (Porcentaje del PI)
Clase Activo	Porcentaje del PI	
Bonos Soberanos y otros Activos Relacionados	48%	45-51%
Bonos Soberanos Indexados a Inflación (real)	17%	14%-20%
Bonos Corporativos	20%	17%-23%
Acciones	15%	12-18%

Adicionalmente, a los criterios de diversificación de riesgo de la inversión de los recursos de los Fondos Soberanos, un elemento importante en la sostenibilidad de largo plazo se relaciona con las reglas fiscales que regulan sus aportes y retiros[1].

En el caso chileno, las reglas de acumulación establecidas en la normativa que regula cada uno de los (2) fondos soberanos dispone que:

1. El FRP debe recibir anualmente un aporte mínimo de 0,2% del Producto Interno Bruto (PIB) del año anterior. Sin embargo, si el superávit fiscal efectivo es superior a este valor, los aportes aumentan hasta dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. El traspaso debe materializarse durante el primer semestre del año. De acuerdo a la ley, esta política estará vigente hasta que el FRP alcance un tamaño equivalente a 900 millones de UF (app. MMUS$37.600).

2. En el caso del FEES, el fondo debe recibir el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP, pudiendo descontar las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados durante el año anterior.

En el caso de los retiros, la normativa señala:

1. Los recursos del FEES pueden ser utilizados en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado por la Ley de Presupuesto en caso de déficit fiscal. Además, pueden utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública y para financiar el aporte anual al FRP cuando así lo disponga el ministro de Hacienda.

2. Los recursos del FRP sólo pueden ser usados para complementar los pagos de las obligaciones previsionales.

   Hasta el año 2016 será posible realizar giros anuales desde el FRP por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior. A partir de 2016, se podrán utilizar

[1] Las reglas de acumulación de los fondos están establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal, del año 2006. Las normas de los retiros o usos de los fondos están definidas en esa misma ley, en la Ley de Pensiones de 2008 para el FRP y en el DFL Nº 1 para el FEES.

anualmente recursos por un monto máximo equivalente a un tercio de la diferencia entre el gasto en obligaciones previsionales del año respectivo y el gasto de obligaciones previsionales de 2008 ajustado por inflación.

Después de septiembre de 2021, el FRP dejará de existir si los giros a efectuarse en un año calendario no superen el 5% de la suma del gasto en garantía estatal de pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez, y los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez determinados en la Ley de Presupuestos de dicho año.

FONDO DE PENSIONES Y BALANCE ESTRUCTURAL

En el caso del fondo soberano de Noruega es parte de un esquema de ahorros que el gobierno mantiene para emergencias o para futuras generaciones. En ese caso el excedente de ingresos de las inversiones de petróleo y gas natural de Noruega se mantiene en el "Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega" (FPN), que se estableció en 1990. En algún sentido tiene semejanzas con el FEES y el FRP chilenos pero, en lo esencial difiere bastante de ellos.

Noruega no utiliza un concepto de balance estructural. Se hacen proyecciones de precios del petróleo para tres años basadas en los compromisos de gasto ya existentes y, a partir de ello se estiman los ingresos que necesarios para financiar esos gastos, definiendo un déficit estructural no petrolero equivalente a la tasa promedio de retorno real esperada (TPRRE) para el FPN, aunque ésta no necesariamente se constituye en una restricción absoluta para efectos del presupuesto de cada año. Con esa modalidad de operación se pretende incorporar gradualmente los ingresos petroleros a la economía no petrolera, reduciendo el riesgo del mal holandés (*Dutch Disease*) y preservando indefinidamente el capital del fondo en términos reales.

Los recursos del FPN no están vinculados a gastos específicos, lo que da al Gobierno cierta flexibilidad en el manejo de la política fiscal y permite manejar los efectos de las caídas inesperadas en los ingresos. En este sentido, el FPN se parece más al FEES. La no vinculación de los recursos del FPN también otorga flexibilidad para manejar las caídas bruscas e inesperadas en los ingresos, pero puede incidir en que las finanzas públicas sean más vulnerables en el largo plazo.

Los cuadros incorporados resumen la composición y montos de las inversiones del FEES y del FRP, al 30 de junio de 2014.

Composición Recursos FEES

Clase de Activo	Subportafolio	USD MM	% del fondo
Renta Fija / Administración Interna (BCCh)			
Bonos Soberanos y Letras de Gobierno	Depósitos y Letras de Gobierno	5.246,18	33,82%
	Bonos Soberanos	8.669,70	55,90%
	Caja y Equivalentes	-13,03	-0,08%
Bonos Soberanos Indexados a Inflación		444,18	2,86%
	total renta fija soberana y depósitos	**14.347,02**	**92,50%**

Renta Variable / Administración Externa			
Acciones Globales, excluyendo Chile	Mellon (administrador)	581,36	3,75%
	BlackRock (administrador)	581,61	3,75%
	total renta variable	**1.162,97**	**7,50%**
Suma	**total fondo**	**15.509,99**	**100,00%**

Composición Recursos FRP

Clase de Activo	Subportafolio	USD MM	% del fondo
Renta Fija / Administración Interna (BCCh)			
Bonos Soberanos y Relacionados con Gobierno	Bonos Soberanos	3.240,41	39,35%
	Bonos relacionados con Gob.	725,91	8,82%
	Caja y Equivalentes	41,32	0,50%
Bonos Soberanos Indexados a Inflación		1.350,19	16,40%
	total renta fija soberana	**5.357,83**	**65,06%**
Renta Fija / Administración Externa			
Bonos Corporativos	Rogge (administrador)	821,76	9,98%
	BlackRock (administrador)	821,84	9,98%
	total renta fija corporativa	**1.643,60**	**19,96%**
Renta Variable / Administración Externa			
Acciones Globales, excluyendo Chile	Mellon (administrador)	616,52	7,49%
	BlackRock (administrador)	616,74	7,49%
	total renta variable	**1.233,26**	**14,98%**
Suma	**total fondo**	**8.234,69**	**100,00%**

QUIÉN ADMINISTRA LOS FONDOS SOBERANOS

¿Quién debe ser el ente encargado de administrar los fondos soberanos?, los ministerios de Economía, Finanzas o Hacienda donde están inmersas las Tesorerías, u otros ministerios como los que definen los precios internos de los bienes a estabilizar (ejemplo: caso Colombia con el Ministerio de Minas), o entes privados que pueden resultar más eficientes. Es importante analizar el impacto para las tesorerías de administrar este tipo de fondos.

-Considerando lo señalado anteriormente, en materia de las diferencias entre los estabilización de precios de *commodities,* de los fondos soberanos propiamente tales, donde estos últimos tienen un objetivo de estabilización del gasto público de largo plazo (es decir, un alcance más macro que los primeros), parece evidente que su administración debiese estar en manos de la secretaría de Estado encargada de las finanzas públicas, más que en un ministerio sectorial que tiene un alcance más acotado.

La administración por parte de privados de los fondos soberanos de un país no parece ser una receta recomendable, considerando que los niveles de riesgo son mayores que los que toman las autoridades responsables del financiamiento público. Lo anterior, es sin perjuicio que la función operativa de materialización de las inversiones sí considere el aporte y la experticia de privados, como por ejemplo los bancos de inversión que tiene estructuras y capacidades para gestionar el día a día de las inversiones.

La referida administración, por parte de los ministerios de Finanzas, Hacienda o Economía, requiere de algunas regulaciones que acoten las atribuciones de las entidades públicas participantes y diversifique los controles. En ese sentido, el rol de cada parte debe estar bien especificado y reglado de manera de no generar áreas grises que entorpezcan las decisiones que deben tomarse con la celeridad del caso, especialmente cuando se opera con instrumentos de renta variable.

En el caso chileno hay distintas entidades que tienen responsabilidades en la administración de los fondos soberanos. Por un lado, está el Comité Asesor creado por la Ley de Responsabilidad Fiscal (Ley N°20.128/2006), el que tiene como principal función el asesorar al ministro de Hacienda sobre estrategias de inversión de largo plazo de los recursos de los fondos soberanos, las que se expresan en criterios que definen estrategias de diversificación de cartera -renta fija y variable- y niveles máximos de exposición por emisor.

Por otro lado, el propio ministerio de Hacienda tiene funciones asignadas en materias de apoyo al Comité Financiero y de supervisión de la aplicación de la política de inversión definida por dicha entidad, incluyendo la evaluación del desempeño de todos los administradores de los fondos soberanos. Así también tiene la responsabilidad de la elaboración de los informes trimestrales y mensuales de los fondos soberanos.

RESPONSABILIDADES DE LA TESORERÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA

La Tesorería General de la República tiene la responsabilidad de registrar las inversiones de los fondos soberanos; realizar la contabilidad de los fondos y encargar auditorías independientes de los estados financieros anuales.

Debe apoyar al ministerio de Hacienda en la preparación de los informes de los fondos soberanos; verificar que los registros nominales de las inversiones de los administradores de los fondos sean consistentes con los registros de los custodios; debe procesar las transacciones asociadas a los aportes y retiros hacia y desde los fondos, transferencias entre Administradores Externos y los pagos asociados a la administración de los fondos soberanos, según corresponda. Debe contratar Administradores Externos y Custodios para los fondos soberanos. En síntesis, las funciones de la Tesorería se centran en las actividades de ***middle office*** y de ***controller*** de los fondos soberanos.

Finalmente, la Dirección de Presupuestos del ministerio de Hacienda tiene como responsabilidades apoyar al ministerio de Hacienda en la preparación de los informes de los fondos soberanos, el cálculo de los aportes que corresponda efectuar a los fondos; recomendar al ministro de Hacienda la eventual realización de retiros de los fondos soberanos, y también evaluar, a petición de Hacienda, la eventual realización de aportes extraordinarios al FEES o de íntegros al mismo fondo en calidad de anticipos.

La institucionalidad definida se encarga de la supervisión de los administradores interno (Banco Central de Chile) y de los Administradores Externos (Mellon, Rogge y BlackRock), contando para ello con un custodio internacional, que sirve como apoyo para la supervisión de las actividades de los administradores (JP Morgan).

¿AHORRAR EN DÓLARES O EN MONEDA LOCAL?

Dado que en la mayoría de casos, la moneda de ingresos es diferente a la moneda de gastos, ¿Debe el fondo ahorrar en dólares o en la moneda local, dada la volatilidad cambiaria presente en varios países de la región? ¿qué se gana y que se pierde? ¿Cuáles son los efectos macroeconómicos?

-En principio, pareciera obvio el beneficio de indexar la moneda en la que se invierte a la moneda en la que se van a ejecutar los gastos con cargo a los fondos, pero no siempre eso es posible. Uno de los factores a considerar tiene que ver con el contexto inflacionario, donde resulta evidente que hay efectos cambiarios e inflacionarios derivados de la administración “interna” de los excedentes fiscales depositados en los referidos fondos, y cada economía debe evaluar las implicancias de ello.

Por ejemplo, en el caso chileno la administración en el mercado local de los excedentes disponibles en el FEES, que están fuertemente asociados al precio de la libra de cobre, tendría un impacto sobre precios relativos (transables/no transables), que generaría una serie de efectos no deseados en otros sectores de la economía, los que se verían fuertemente afectados en su capacidad competitiva.

Sin embargo, no hay que olvidar que los recursos disponibles en los fondos soberanos pueden también ser una fuente de financiamiento indirecto de las inversiones en los mercados locales y en ese sentido hay un factor a considerar en las decisiones de administración interna/externa de los recursos disponibles.

A modo de conclusión:

Dado lo anterior, se requiere una política de administración de los recursos disponibles de los fondos soberanos que considere el contexto macroeconómico de corto, mediano y largo plazo y defina, en base a la situación particular de cada economía, la composición del portafolio de instrumentos a considerar en las inversiones, la relación entre instrumentos de origen doméstico/externo, el balance de renta fija versus renta variable y la composición de monedas en las cuales mantener dichas inversiones.