



GOBIERNO DE CHILE
MINISTERIO DE HACIENDA

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Informe Trimestral a Septiembre 2008

INDICE

I.	INTRODUCCIÓN	3
II.	VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN	4
II.1.	VALOR DE MERCADO DEL FRP.....	4
II.2.	EVOLUCIÓN DEL FRP	7
II.2.1	<i>Evolución de las inversiones financieras</i>	7
III.	EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL TERCER TRIMESTRE	9
III.1.	PRINCIPALES DESARROLLOS MACROECONÓMICOS.	10
III.1.1	<i>Mercado de renta fija</i>	11
III.1.2	<i>Principales spreads entre instrumentos de cartera</i>	11
III.1.3	<i>Paridades</i>	12
IV.	ANEXO 1: POSICIONES EN EMISORES SOBERANOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS ...	14
V.	ANEXO 2: INTERMEDIARIOS UTILIZADOS POR LA AGENCIA FISCAL	15
VI.	ANEXO 3: LÍMITES DE INVERSIÓN	16

I. INTRODUCCIÓN

El valor de mercado del FRP al 30 de Septiembre fue de US\$ 2.390,22 millones. Durante el tercer trimestre del 2008 el fondo registró una variación neta de capital e intereses por US\$ -61,49 millones, equivalente a una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares de Estados Unidos de América¹ de -2,51% para dicho periodo².

En este trimestre, el desarrollo de la crisis financiera fue el hito más relevante. Los anuncios por parte de la FED de intervenir las principales Agencias Hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac) y la quiebra de Lehman Brothers ocurridas a mediados de septiembre, marcaron el inicio de una serie de sucesos que terminaron afectando a distintas instituciones, entre ellas, bancos de inversiones, bancos comerciales y compañías de seguros.

La evolución del fondo durante el tercer trimestre de 2008 (medido en dólares), estuvo influenciado por la volatilidad del entorno financiero internacional, principalmente por el comportamiento de las monedas y tasas en las cuales está diversificado el portafolio. En términos de monedas, el dólar americano se apreció frente al euro y, en menor medida, frente al yen. Así, la paridad euro/dólar se apreció en 12,17%, mientras la paridad yen/dólar lo hizo en 0,15%. Por otro lado, el euro en su paridad cruzada con el yen, experimentó una depreciación de -10,71% durante el trimestre. Cabe destacar que, la TIR del fondo medida en canasta fue de un 2,03% para el período en análisis.

El presente informe está dividido en dos partes. La primera, muestra la evolución del FRP durante el tercer trimestre y la composición del portafolio separada por monedas y tipos de riesgo. La segunda, incluye una explicación respecto a la evolución de los mercados relevantes para las inversiones del FRP durante el período analizado, elaborado por el Agente Fiscal.

¹ En adelante dólares

² Si no se indica la base de cálculo de las tasas se expresarán en base periodo

II. VALOR DE MERCADO DEL FONDO Y EVOLUCIÓN

El Fondo de Reserva de Pensiones fue creado el 28 de diciembre del 2006 y entregado en administración al Banco Central el 28 de marzo del 2007; sin embargo, la medición formal del desempeño del FRP se inició el 1 de Abril del 2007, quedando los días previos como un periodo de implementación de la política de inversión del Fondo. Por esta razón la fecha inicial para toda comparación con el benchmark es el 31 de marzo del 2007.

II.1. Valor de Mercado del FRP

El valor de mercado del FRP al 30 de Septiembre alcanzó US\$ 2.390,22 millones. El cuadro a continuación muestra el detalle mensual del cambio en el valor de mercado del fondo:

Cuadro 1: Valor de Mercado FRP

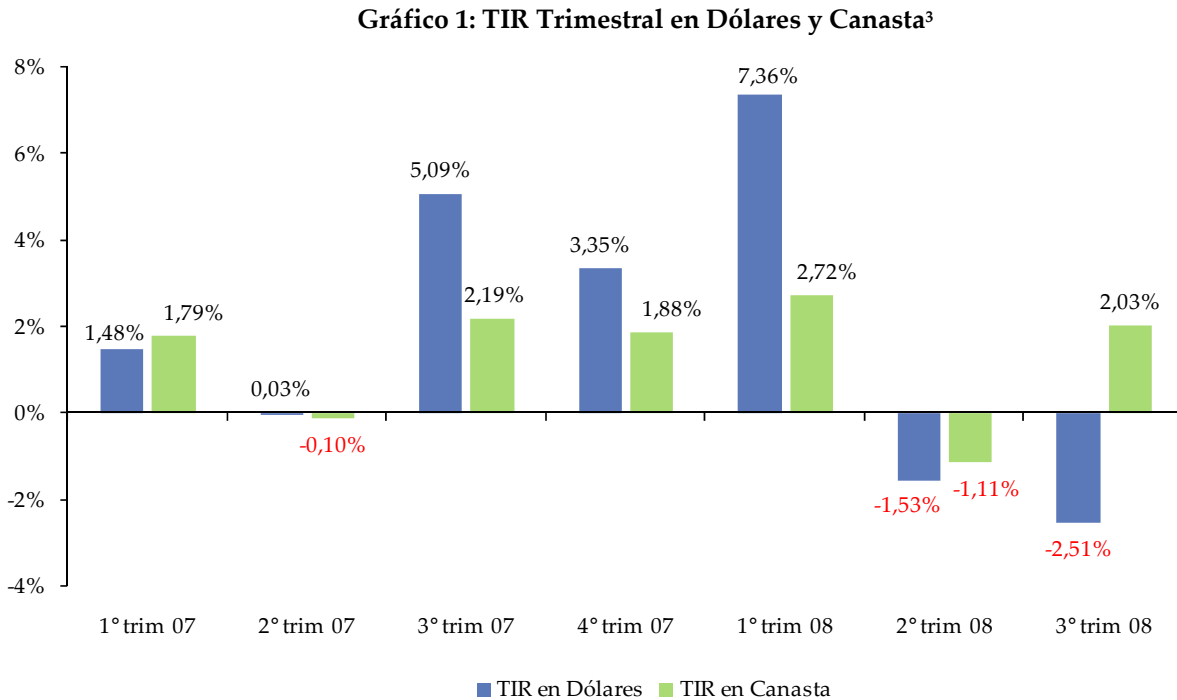
Valor de Mercado (MM USD)	2007	1° Sem. 2008	3° Trim. 2008			Resumen 2008
	Total	Total	Julio	Agosto	Septiembre	
Valor Inicial		1.466,35	2.451,71	2.452,27	2.414,08	1.466,35
Aportes	1.340,90	909,07				909,07
Cambio en Valorización	125,46	76,29	0,55	-38,18	-23,86	14,80
Valor Final	1.466,35	2.451,71	2.452,27	2.414,08	2.390,22	2.390,22

Fuente: JP Morgan

Durante el tercer trimestre del 2008, el fondo medido en dólares disminuyó su valor de mercado en US\$ 61,49 millones equivalente a una TIR de -2,51% para dicho periodo. Sin embargo, si se considera el cambio en la valorización del fondo a lo largo del año, éste exhibe una variación de USD 14,80 millones, con una TIR anualizada de 1,02%.

Desde el origen, el valor del FRP a precios de mercado ha presentado un aumento neto de capital e intereses de US\$ 140,26 millones, lo que en términos de rendimiento equivale a una TIR en dólares de 5,75% en base a 365 días.

El gráfico a continuación muestra el comportamiento trimestral del fondo indicando la TIR en dólares y en moneda canasta.

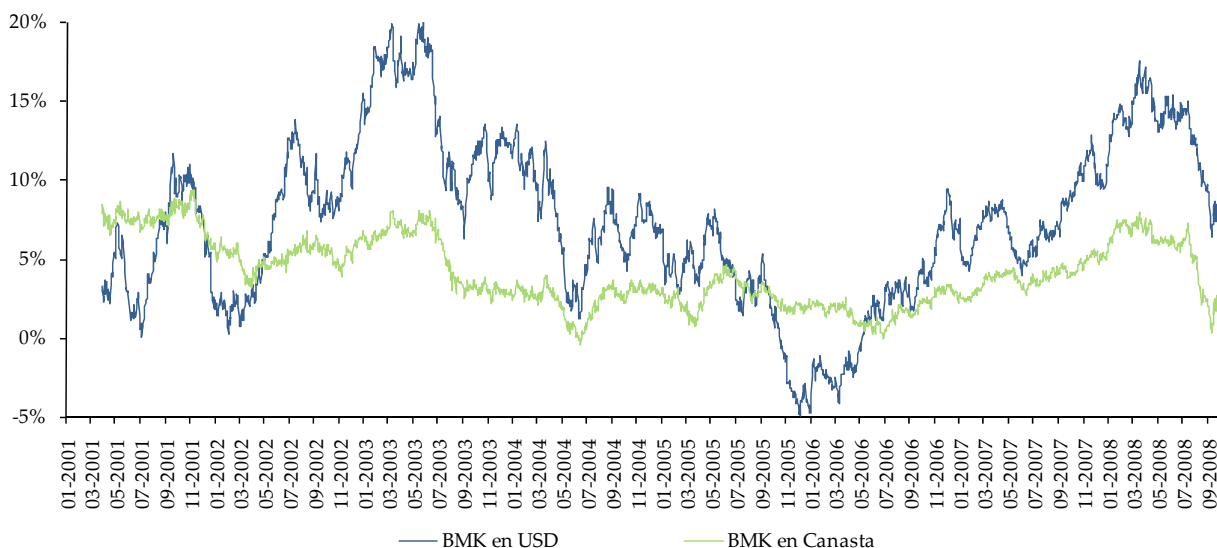


Fuente: Dipres en base a información de JP Morgan y Bloomberg

Al analizar el comportamiento histórico del portafolio de referencia (*benchmark*), se puede observar que el retorno en dólares del primer trimestre del 2008 y los posteriores ajustes del segundo y tercer trimestre, son similares a los exhibidos en el último ciclo expansivo de la reserva federal de EEUU, iniciado el 2001 y que se prolongó hasta mediados del 2004. Como se puede apreciar en el Gráfico 2, el *benchmark* registró mayores retornos anuales -medido en dólares- desde mediados del 2002 por un periodo de casi 2 años seguido de un ciclo de 2 años de retornos decrecientes.

³ Tasa compuesta en base anual. El fondo entra en régimen el 1 de abril 2007

Gráfico 2: Retorno anual móvil del benchmark en dólares y moneda canasta



Fuente: Dipres en base a información de JP Morgan y Bloomberg

La composición del FRP durante el tercer trimestre por clase de riesgo y monedas, valorizados en dólares⁴ fue la siguiente:

Cuadro 2: Composición del FRP por Clase de Activos, Monedas y Duración

Clase de Activos	Moneda Origen	3° Trim. 2008		
		Julio	Agosto	Septiembre
Soberanos	USD	879,35	820,61	845,97
	EUR	684,55	678,55	655,43
	JPY	167,56	167,82	170,03
Agencias	USD	-	28,81	-
	EUR	-	-	-
	JPY	-	-	-
Bancarios	USD	353,68	360,09	367,43
	EUR	293,52	284,91	275,23
	JPY	73,61	73,29	76,13
Total		2,452,27	2,414,08	2,390,22
Duración (años)		2,3	2,38	2,38

Fuente: JP Morgan

⁴ Las paridades usadas para los cierre de mes según fuente JP Morgan fueron:

Julio 31 1,5603 USD/EUR y 108,085 JPY/USD
 Agosto 29 1,4723 USD/EUR y 108,525 JPY/USD
 Septiembre 30 1,4047 USD/EUR y 106,165 JPY/USD

II.2. Evolución del FRP

II.2.1 Evolución de las inversiones financieras

El Gráfico 3 presenta la evolución acumulada del FRP, medido a través de un índice⁵, que muestra las variaciones diarias en el valor de mercado del portafolio expresado en dólares, cuyo valor base es 100 el 31 de marzo del 2007.

Gráfico 3: Evolución del FRP

(Índice 31 marzo 2007 = 100)



Fuente: Dipres en base a información suministrada por JP Morgan, Banco Central y Bloomberg

El índice mostró un retorno de -2,51% en el tercer trimestre del año, en comparación al retorno exhibido por el *benchmark* de -2,54%. En términos acumulados, desde el 31 de marzo de 2007, este índice registra una rentabilidad de 7,52% anualizada mientras que el *benchmark* mostró una rentabilidad equivalente a 7,95% en igual período.

⁵ En contraste a la TIR, este indicador elimina la incidencia que tienen los flujos netos de caja (aportes menos retiros) en la rentabilidad de los Fondos.

El siguiente cuadro muestra un resumen de las rentabilidades en dólares y en moneda canasta del índice del portafolio y de su *benchmark*:

Cuadro 3: Evolución Rentabilidades del FRP
(en dólares y moneda canasta)

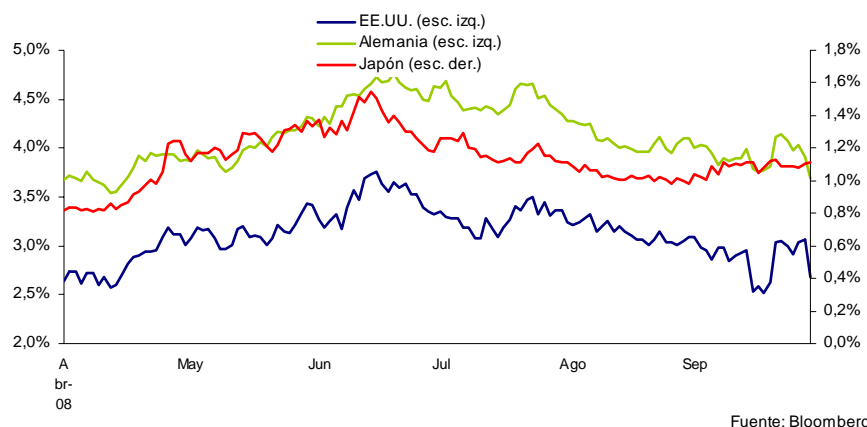
Rentabilidad	Moneda Origen	3° Trim. 2008	Acumulada desde 31/03/2007
		Tasa Periodo	Tasa Anual
Dólares	Índice FEES	-2,51%	7,52%
	Benchmark	-2,54%	7,95%
	Retorno diferencial	0,03%	-0,43%
Moneda Canasta	Índice FEES	2,03%	5,04%
	Benchmark	1,99%	5,45%
	Retorno diferencial	0,04%	-0,41%

Fuente: Dirección de Presupuestos

III. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL TERCER TRIMESTRE

Durante el tercer trimestre del 2008 el desarrollo de la crisis financiera fue el hito más relevante. Los anuncios por parte de la FED de intervenir las principales Agencias Hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac) y la quiebra de Lehman Brothers ocurridas a mediados de septiembre, marcaron el inicio de una serie de sucesos que terminaron afectando a distintas instituciones, entre ellas, bancos de inversiones, bancos comerciales y compañías de seguros.

Gráfico 4: Evolución tasas de interés de bonos de 5 años a madurez.



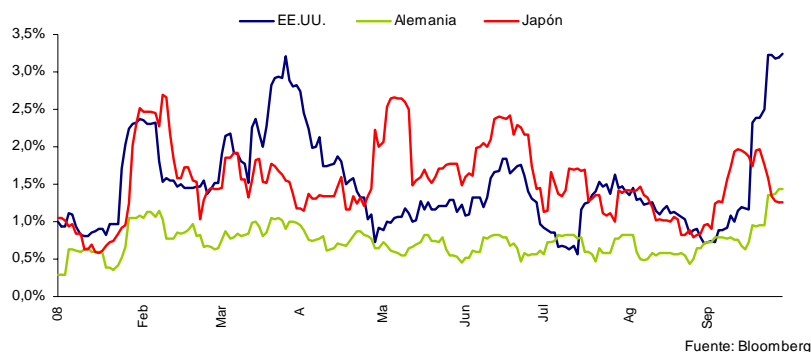
Los eventos negativos comenzaron en EE.UU., con el anuncio de quiebra de Lehman Brothers (15-Sep), el cuarto banco de inversión de EE.UU., seguido por la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America. Adicionalmente, el gobierno americano rescató al grupo AIG (16-Sep) y se anunció la quiebra de Washington Mutual, institución que fuera adquirida por JP Morgan (26-Sep). Estos eventos tuvieron repercusiones en Europa, dejando en evidencia una importante falta de liquidez, reflejo de la incertidumbre y menor confianza en el sistema financiero. A modo de ejemplo, el principal banco belga, Fortis, perdió el 50% de su valor de mercado durante septiembre, lo obligó la compra del 49% de la institución por parte de los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo (28-Sep). A esto, se sumó la nacionalización del banco inglés Bradford & Bingley (28-Sep) y la intervención del banco franco-belga Dexia (30-Sep).

La noticia de la creación de un plan de rescate del gobierno estadounidense generó expectativas mixtas en los mercados financieros. Este plan no fue aprobado por la Cámara de Representantes (en una primera instancia) el 29 de septiembre. Como reacción, se produjeron caídas históricas en las bolsas mundiales y aumentó la demanda por activos de renta fija de gobierno. En términos generales, este plan otorga al gobierno

de EE.UU. USD 700.000 millones para la adquisición de títulos de hipotecas incobrables y otros papeles devaluados que se encuentran en poder de las instituciones con problemas de liquidez.

Debido a esta serie de eventos, la volatilidad de los precios de instrumentos de renta fija aumentó. La volatilidad de los instrumentos soberanos de EE.UU. que se observó en septiembre se compara con la volatilidad observada en marzo de este año, mes en que se produjo la compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan y donde el FOMC recortó la tasa de instancia monetaria en 75 puntos base.

Gráfico 5: Evolución riesgo⁶ de bonos de 5 años a madurez.



III.1. Principales desarrollos macroeconómicos.

Durante el tercer trimestre, EE.UU. continuó exhibiendo debilidad en sus indicadores de actividad. La FED decidió mantener la tasa de política monetaria en 2,0%, indicando riesgos balanceados entre crecimiento e inflación. La tasa de desempleo continuó con tendencia al alza, cerrando en 6,1%, lo que se compara con un 5,5% del cierre del trimestre anterior. En relación a evolución de precios, la inflación permaneció fuera del rango de tolerancia de la autoridad monetaria, situándose en 5,4% anual. Por otra parte, la inflación subyacente alcanzó un 2,5%. Las condiciones del mercado inmobiliario continuaron deteriorándose, al igual que las expectativas de los consumidores.

En la **Zona Euro**, y debido a las presiones inflacionarias, el ECB decidió aumentar la tasa de política monetaria a 4,25%. No obstante, la inflación registró una disminución, cerrando el periodo en 3,6% anual, lo que se compara con el 4% de inicio de trimestre.

⁶ Como una medida aproximada del riesgo se utilizó la desviación estándar de la variación logarítmica diaria de un periodo móvil de 10 días del precio del bono genérico de duración de 5 años.

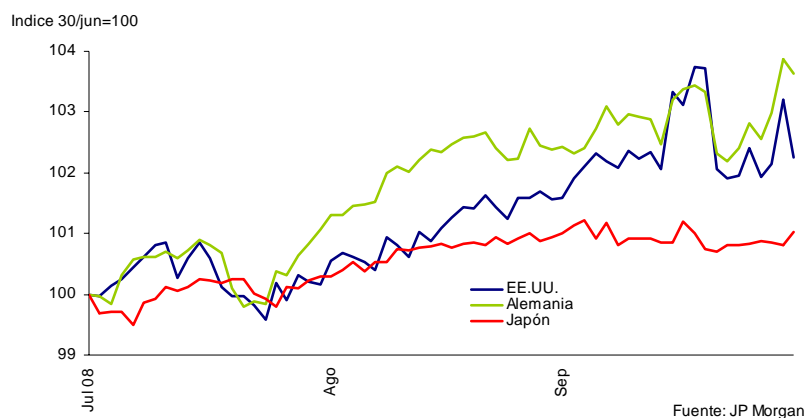
La inflación subyacente continuó su senda ascendente, cerrando con una variación de 1,9% anual. Por otra parte, el mercado laboral exhibió un leve repunte del desempleo, llegando a un a tasa de 7,5%. Los principales indicadores de sentimiento económico siguieron deteriorándose durante el trimestre.

En **Japón**, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de política monetaria en 0,5%. El índice de precios al consumidor alcanzó una variación de 2,1%, su nivel más alto en los últimos 10 años. La inflación subyacente también se mantuvo elevada, cerrando el trimestre en 0,5%. Por otra parte, el desempleo siguió su senda alcista, llegando a 4,2%. Al igual que EE.UU. y Europa, los indicadores de confianza continuaron deteriorándose.

III.1.1 Mercado de renta fija.

Durante el tercer trimestre, y debido a la caída generalizada en el nivel de tasas de interés, los instrumentos de renta fija soberanos experimentaron un desempeño positivo desde la perspectiva de retorno total (gráfico 6).

Gráfico 6: Índice de retorno total, bonos de gobierno 1 – 10 años⁷



III.1.2 Principales *spreads* entre instrumentos de cartera.

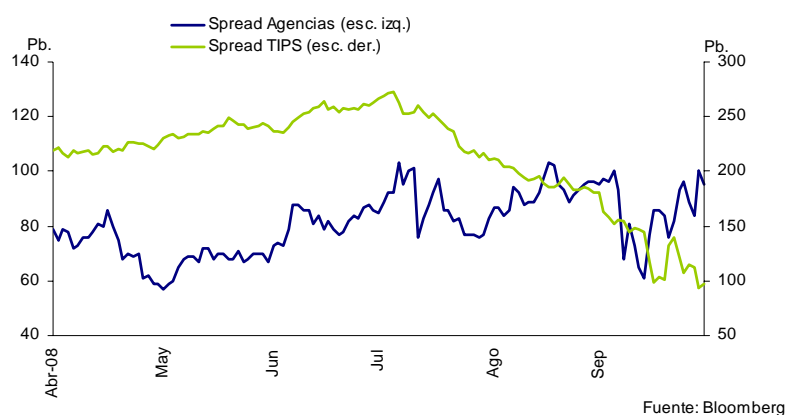
El *Spread* de Agencias⁸ presentó un leve aumento desde inicio del trimestre (Gráfico 7). No obstante lo anterior, y desde la perspectiva de retorno total, las Agencias de cinco

⁷ Retorno Total expresado en moneda de origen.

años a madurez exhibieron un desempeño superior al de los bonos de gobierno americano de madurez equivalente.

Por su parte, los Bonos Indexados a Inflación (TIPS)⁹ de EE.UU. presentaron un menor rendimiento que los bonos nominales del Tesoro Americano debido a expectativas de menor inflación. Esto se tradujo una caída en el *Spread* de TIPS¹⁰ durante el trimestre.

Gráfico 7: Spread Agencias y Spread TIPS para bonos de 5 años



Fuente: Bloomberg

III.1.3 Paridades.

Como consecuencia de una caída en el nivel de tasas de interés más pronunciado en Europa que en Estados Unidos, el dólar americano se apreció frente al euro en el tercer trimestre del 2008. De igual manera, el dólar se apreció frente al yen, aunque en menor medida.

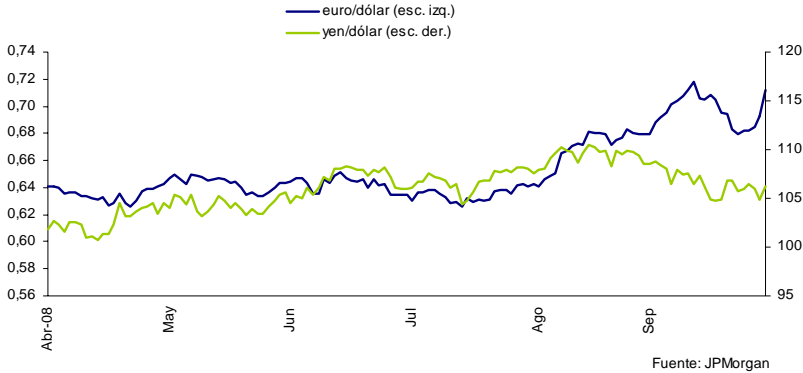
La paridad euro/dólar se apreció en 12,17%, mientras la paridad yen/dólar se apreció en 0,15% (gráfico 8). Por su parte, el euro en su paridad cruzada con el yen, experimentó una depreciación de -10,71% durante el trimestre.

⁸Spread Agencia: Rendimiento bono Agencia menos rendimiento bono US Treasury de madurez equivalente.

⁹ TIPS: Treasury Inflation Protected Securities.

¹⁰ Spread TIPS: Rendimiento bono US Treasury menos rendimiento TIPS de madurez equivalente.

Gráfico 8: Paridad euro/dólar y yen/dólar



IV. ANEXO 1: POSICIONES EN EMISORES SOBERANOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS

La Agencia Fiscal tiene posiciones en **Bonos Soberanos** de Estados Unidos, Alemania, Francia y Japón.

Agencia Fiscal : Fondos FEES y FRP	
Instituciones Financieras con depósitos vigentes al 30 de Septiembre de 2008	
1	ABN AMRO BANK NV, AMSTERDAM
2	ALLIANCE AND LEICESTER PLC, LEICESTER
3	ALLIED IRISH BANKS, DUBLIN
4	BANCA MONTE DEI PASCHI DI S., LONDON
5	BANCO ESPIRITO SANTO SA, LONDON
6	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO SA, N.YORK
7	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG, VIENNA
8	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG, MUNICH
9	BAYERISCHE LANDESBANK, MUNICH
10	BNP PARIBAS SA, PARIS
11	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS SA, N.YORK
12	CAJA DE AH. Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID, MADRID
13	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA, BARCELONA
14	CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (CIC), LONDON
15	DANSKE BANK AKTIESELSKAB, COPENHAGEN
16	DEPFA BANK PLC, DUBLIN
17	DEXIA BANK BELGIUM SA, BRUSSELS
18	DEXIA CREDIT LOCAL SA, PARIS
19	FORTIS BANK SA/NV, BRUSSELS
20	HSH NORDBANK AG, KIEL
21	ING BANK NV, AMSTERDAM
22	INTESA SANPAOLO SPA, MILANO
23	INTESA SANPAOLO SPA, N.YORK
24	MIZUHO CORPORATE BANK LTD., LONDON
25	NATIXIS, PARIS
26	NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE, LONDON
27	NORDEA BANK FINLAND PLC, HELSINKI
28	RABOBANK NEDERLAND, LONDON
29	SOCIETE GENERALE, PARIS
30	SUMITOMO MITSUI BANKING CORPORATION, N.YORK
31	SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL), STOCKHOLM
32	THE BANK OF TOKYO-MITSUBISHI UFJ LTD, N.YORK
33	UNICREDIT SPA, LONDON

V. ANEXO 2: INTERMEDIARIOS UTILIZADOS POR LA AGENCIA FISCAL

Agencia Fiscal : Fondos FEES y FRP	
Intermediarios utilizados entre Julio 2008 y Septiembre 2008	
1	BANC OF AMERICA SEC. LLC, USA
2	BARCLAYS CAPITAL INC., USA
3	BARCLAYS CAPITAL, U.KINGDOM
4	BNP PARIBAS SECURITIES CORP., USA
5	COMMERZBANK A.G., FRANKFURT
6	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC, USA
7	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC., USA
8	DRESDNER BANK AG, FRANKFURT
9	GOLDMAN, SACHS & CO., USA
10	GREENWICH CAPITAL MARKETS, INC., USA
11	HSBC SECURITIES (USA) INC., USA
12	J.P. MORGAN SEC. LTD., U.KINGDOM
13	J.P.MORGAN SECURITIES, INC., USA
14	LEHMAN BROTHERS INC., USA
15	MERRILL LYNCH GOV. SEC. INC., USA
16	MERRILL LYNCH INTL., U.KINGDOM
17	MIZUHO SECURITIES USA INC., USA
18	MORGAN STANLEY & CO. INC., USA
19	UBS LIMITED, U.KINGDOM
20	UBS SECURITIES LLC, USA

VI. ANEXO 3: LÍMITES DE INVERSIÓN

A. Riesgo Crediticio

La inversión de los recursos del Fondo debe cumplir con las siguientes condiciones y requisitos en materia de riesgo crediticio.

Son emisores elegibles los siguientes:

Clases de Activos (Riesgo)	Máximo Permitido
Soberanos	100%
Supranacionales o Multilaterales	60%
Bancos	50%
Instituciones Financieras Externas (Agencias)	30%

A.1 Riesgo Soberano

Son elegibles aquellos países distintos de Chile que en los últimos 24 meses hayan mantenido una clasificación de riesgo de largo plazo equivalente a **A-** o superior, emitida por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos soberanos elegibles (entre las categorías **AAA** y **A-**) son los siguientes:

Clases de Riesgo	Máximo Permitido
AAA	100%
AA+	90%
AA	
AA-	
A+	30%
A	
A-	

A.2 Riesgo Supranacional o Multilateral

Son elegibles aquellos organismos internacionales que dispongan de clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AA-** o superiores, emitidas por al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Los límites de inversión en los riesgos supranacionales elegibles (entre las categorías **AAA** y **AA-**) son los siguientes:

Clases de Riesgo	Limite Máximo (US\$ Millones)
AAA Aaa	800
AA+ Aa1	
AA Aa2	600
AA- Aa3	

A.3 Riesgo Bancario

La metodología de selección de instituciones y asignación de límites está basada en clasificaciones de riesgo internacional y tamaño de las entidades.

Son elegibles aquellas entidades que posean: clasificaciones de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a **A-** en a lo menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**.

Los límites de inversión por emisor se establecen en intervalos discretos según la siguiente tabla:

Clases de Riesgo	Limite Máximo (US\$ Millones)
AAA Aaa	600
AA+ Aa1	
AA Aa2	400
AA- Aa3	
A+ A1	
A A2	300
A- A3	

A.4 Riesgo de Instituciones Financieras Externas

Son elegibles las Agencias de los Estados Unidos de América que posean: clasificaciones de riesgo de largo plazo equivalentes a **AAA**, en al menos dos de las agencias clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's y patrimonio mínimo equivalente a **US\$ 1.000 millones**. Las inversiones no podrán exceder de **US\$ 800 millones** respecto de un mismo emisor.