



FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Informe Trimestral a Diciembre 2008

INDICE

I.	INTRODUCCIÓN	3
II.	VALOR DE MERCADO Y EVOLUCIÓN DEL FRP	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 CUARTO 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>	12
III.1.3	<i>Paridades</i>	13
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 31 de Diciembre fue US\$ 2.506,8 millones. En el trimestre, la variación neta de capital e intereses alcanzó los US\$ 116,5 millones, equivalente a una Tasa Interna de Retorno (TIR) en dólares de Estados Unidos de América¹ de 4,88% para dicho período². Durante el trimestre no se realizaron aportes.

El desarrollo de la crisis financiera fue el hito más relevante durante la última parte del año. 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 en dólares del fondo durante el cuarto trimestre de 2008, 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 se depreció frente al yen. Mientras la paridad euro/dólar se apreció 1,04%, la paridad yen/dólar se depreció 17,12%. Por otro lado, el euro en su paridad cruzada con el yen, se depreció 15,50% durante el trimestre. Cabe destacar que, la TIR del fondo medida en canasta fue de un 3,45% para dicho período.

El presente informe está dividido en dos partes. La primera, muestra la evolución del FRP durante el cuarto 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 Y EVOLUCIÓN DEL FRP

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 31 de Diciembre alcanzó US\$ 2.506,8 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	2008						Resumen 2008
		1er Trim	2do Trim	3er Trim	4to Trim			
					Octubre	Noviembre	Diciembre	
Valor Inicial	0,0	1.466,4	1.574,3	2.451,7	2.390,2	2.330,7	2.376,4	1.466,4
Aportes	1.340,9	0,0	909,1	0,0	0,0	0,0	0,0	909,1
Cambio Valorización	125,5	108,0	-31,7	-61,5	-59,6	45,7	130,4	131,3
Valor Final	1.466,4	1.574,3	2.451,7	2.390,2	2.330,7	2.376,4	2.506,8	2.506,8

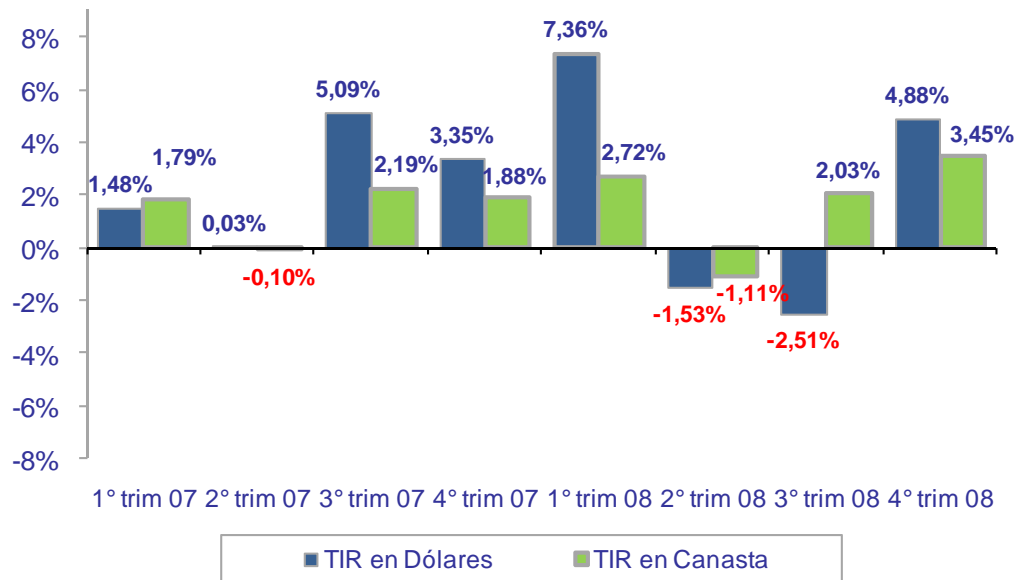
Fuente: JP Morgan

Durante el último trimestre del 2008, el Fondo aumentó su valor de mercado en US\$ 116,5 millones equivalente a una TIR de 4,88% 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 131,3 millones, con una TIR de 6,42% anualizada.

Desde el origen, el valor del FRP a precios de mercado ha presentado un aumento neto de capital e intereses de US\$ 256,8 millones, lo que en términos de rendimiento equivale a una TIR en dólares de 8,41% en base a 365 días.

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

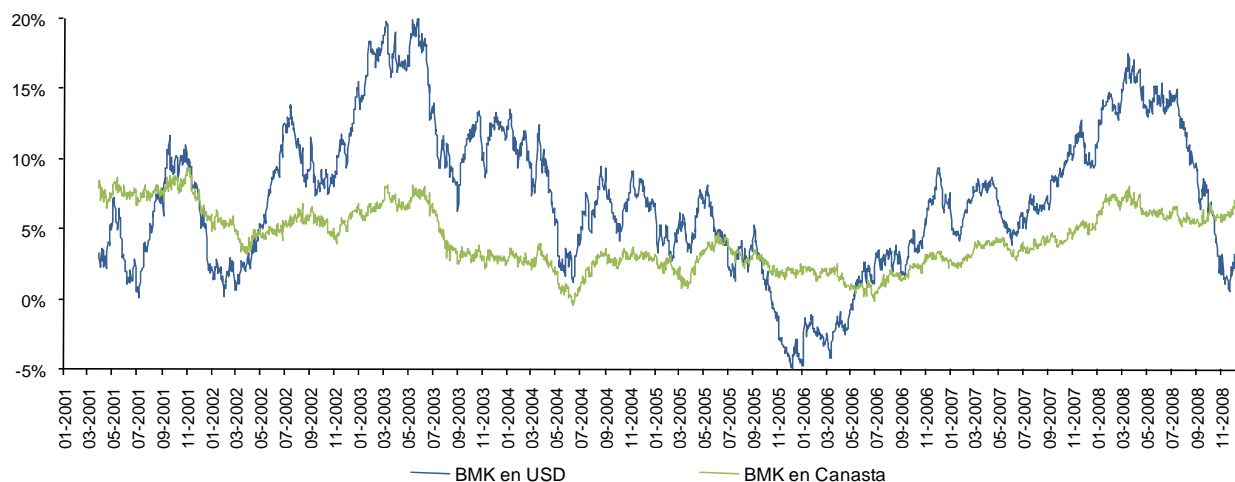
Gráfico 1: TIR Trimestral en Dólares y Canasta³



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 cuarto 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

Activos	Moneda Origen	4to Trimestre 2008		
		Octubre	Noviembre	Diciembre
Soberanos	USD	867,4	1.019,1	1.066,2
	EUR	787,0	842,8	857,9
	YEN	157,5	169,0	178,5
Agencias	USD	37,8	0,0	0,0
	EUR	0,0	0,0	0,0
	YEN	0,0	0,0	0,0
Bancario	USD	261,4	189,0	212,3
	EUR	145,0	85,9	117,2
	YEN	74,5	70,7	74,7
Total		2.330,7	2.376,4	2.506,8

Fuente: JP Morgan

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

Octubre 31 : 0,7886 EUR/USD y 98,3500 JPY/USD

Noviembre 30 : 0,7881 EUR/USD y 95,2450 JPY/USD

Diciembre 31 : 0,7194 EUR/USD y 90,6500 JPY/USD

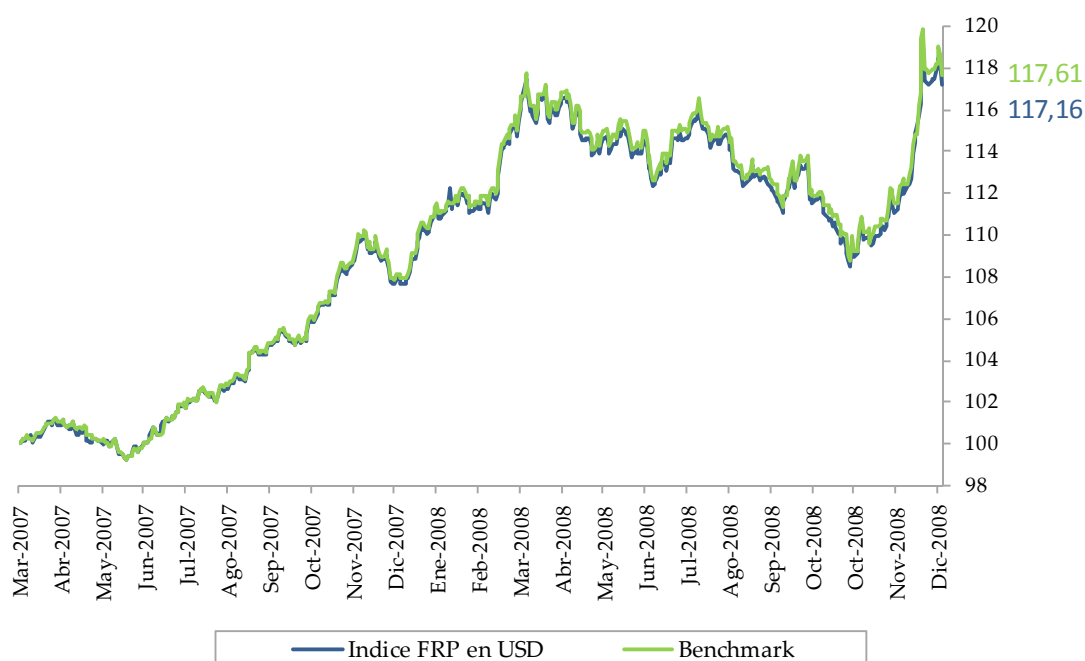
II.2. Evolución del FRP

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 4,88% en el cuarto trimestre del año, en comparación al 5,03% exhibido por el *benchmark*. En términos acumulados, desde el 31 de marzo de 2007, este índice registra una rentabilidad de 9,61% anualizada mientras que el *benchmark* mostró una rentabilidad equivalente a 10,03% 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)

<i>Rentabilidad</i>	<i>Moneda Origen</i>	<i>4to Trim (período)</i>	<i>Acumulada desde 31-03-2007 (anual)</i>
<i>Dólares</i>	<i>Índice FRP</i>	4,88%	9,61%
	<i>Benchmark</i>	5,03%	10,03%
	<i>Retorno Diferencial</i>	-0,16%	-0,41%
<i>Moneda Canasta</i>	<i>Índice FRP</i>	3,46%	6,51%
	<i>Benchmark</i>	3,61%	6,90%
	<i>Retorno Diferencial</i>	-0,16%	-0,39%

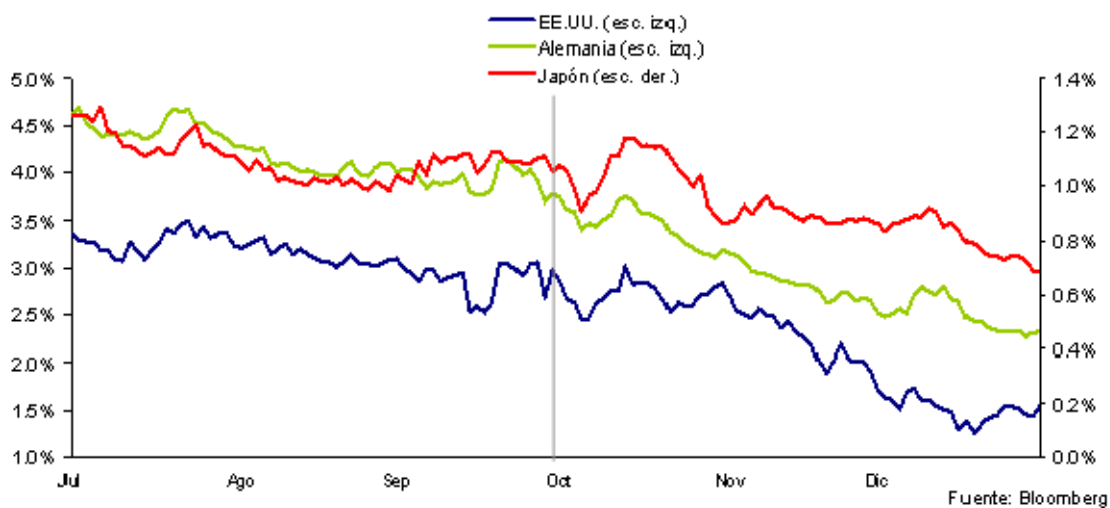
Fuente: Dirección de Presupuestos

III. EVOLUCIÓN DE MERCADOS RELEVANTES EN EL CUARTO TRIMESTRE

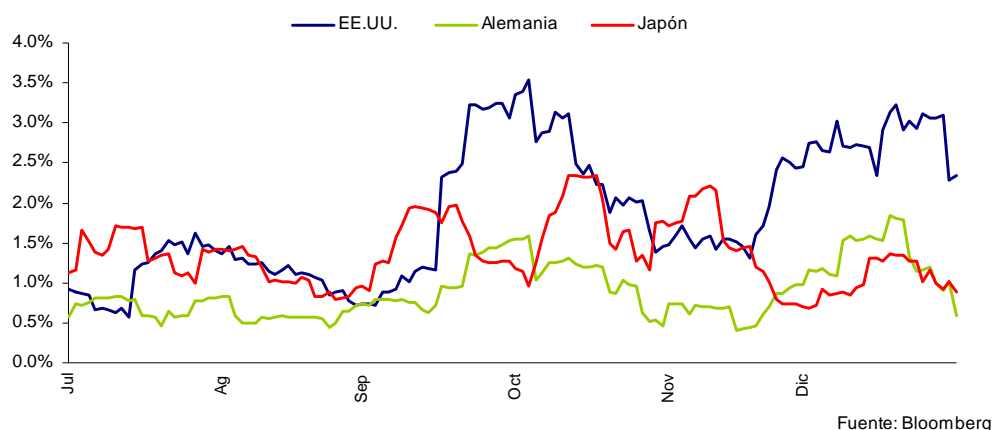
Los indicadores macroeconómicos publicados durante el cuarto trimestre dieron cuenta de los ajustes producidos en las principales economías como consecuencia de la crisis financiera internacional. En particular, quedó en evidencia una moderación en la tasa de crecimiento de los precios explicado principalmente por la caída en el precio de los commodities y un repunte en los niveles de desempleo. Los resultados de actividad del cuarto trimestre ajustaron a la baja las proyecciones de crecimiento para el cierre del periodo y para el año 2009.

En este contexto, el 8 de octubre se produjo una acción coordinada entre los principales bancos centrales (FED, ECB, BOE y los organismos monetarios de Suiza, Canadá y Suecia), oportunidad en la que redujeron en medio punto porcentual sus respectivas tasas de política monetaria. A partir de esa fecha y frente la expectativas de nuevos recortes de tasas, el rendimiento de los instrumentos de renta fija de gobierno continuaron cayendo (Gráfico 4), confirmando además las preocupaciones respecto de la duración y la profundidad de la crisis.

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



Durante el cuarto trimestre aumentó la volatilidad de los instrumentos de renta fija de gobierno, especialmente en EE.UU. A modo de ejemplo, la volatilidad de los bonos del tesoro americano a 5 años plazo casi se duplicó con respecto a los niveles observados el trimestre anterior (gráfico 5).

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

III.1. Principales desarrollos macroeconómicos.

En EE.UU. los indicadores de actividad y de gasto de consumo privado cayeron en el trimestre, a lo que se sumó el deterioro de las ventas al detalle. Durante el periodo, el FOMC redujo la tasa de política monetaria en 175 puntos base. La primera reducción se produjo el 8 de octubre en una reunión extraordinaria y coordinada con otros bancos centrales, por un total de 50 puntos base. Luego, en las reuniones programadas del 29 de octubre y del 16 de diciembre, el FOMC redujo la tasa de instancia en 50 y 75 puntos base, respectivamente. Luego de estos movimientos, la nueva tasa de política monetaria quedó establecida en un rango entre 0% y 0.25%. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continuó al alza, cerrando el año 2008 en 7.1%, lo que se compara con un 6,0% de cierre del trimestre anterior. En relación a evolución de precios, la significativa caída del precio de los commodities, en especial los combustibles, contribuyó a una corrección de la inflación desde 4,9% del cierre del trimestre anterior a 0,1% anual. En tanto, la inflación subyacente cayó desde un 2,5% a 1,8%. En el periodo aumentaron los inventarios del sector inmobiliario, dando cuenta de la debilidad del sector.

En la Zona Euro, el ECB redujo la tasa de política monetaria en tres ocasiones, llevándola desde 4.25% a 2.50%. Países europeos no integrantes de la Zona Euro, también ajustaron a la baja sus tasas de instancia, entre los que destacan, Inglaterra (300 puntos base), Noruega (275 puntos base), Suecia (275 puntos base) y Suiza (225 puntos

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.

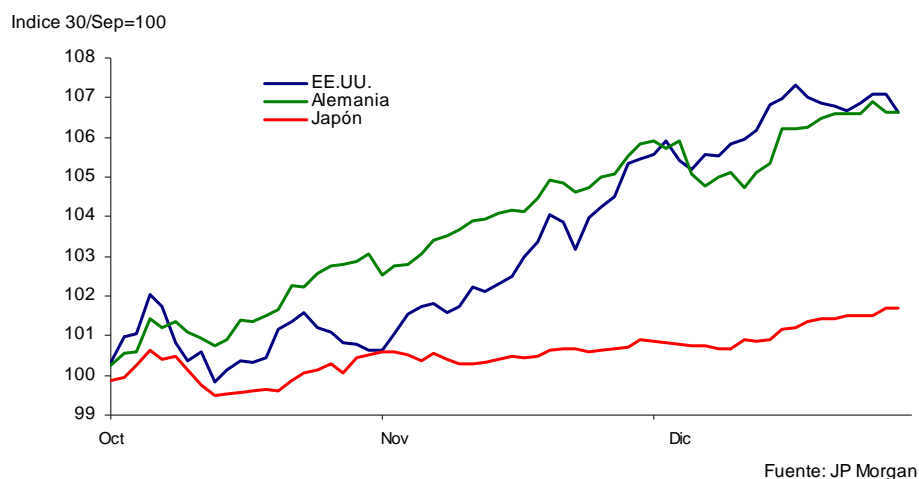
base). En relación a la evolución de los precios, se registró una disminución en la inflación, cerrando el periodo en 1,6% anual. Esto se compara con el 3,6% de inicio de trimestre. En tanto, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente constante, cerrando con una variación de 1,8% anual. En el mercado laboral se observó un leve repunte del desempleo, llegando a una tasa de 7,8% desde un 7,6% del trimestre anterior.

En Japón, el BOJ redujo la tasa de política monetaria en dos ocasiones llevándola desde 0,5% a 0,1%. Lo anterior, como consecuencia del magro desempeño de la demanda interna y de la preocupación que existe en relación al desempeño económico de sus socios comerciales. Al igual que en Europa y EE.UU. la inflación se corrigió a la baja llegando a 1,0% anual, lo que se compara con el 2,1% del trimestre anterior. La inflación subyacente también disminuyó al cerrar en 0,0%, comparándose con el 0,2% del cierre del trimestre anterior. Por otra parte, el desempleo cayó marginalmente a 3,9% desde un 4%.

III.1.1 Mercado de renta fija.

Durante el cuarto 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



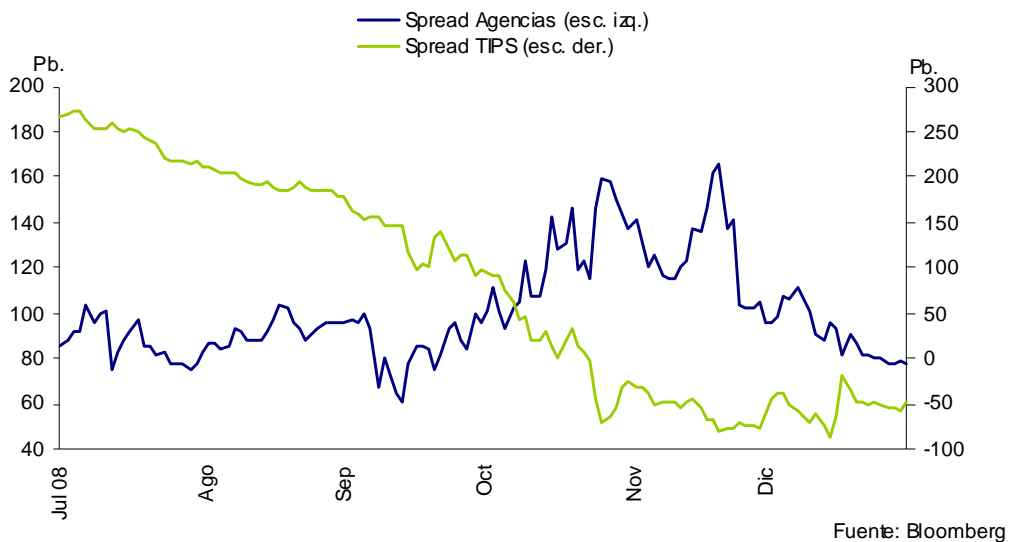
⁷ Retorno Total expresado en moneda de origen.

III.1.2 Principales spreads entre instrumentos de cartera.

El Spread de Agencias a 5 años plazo presentó una caída de aproximadamente 18 puntos base en el trimestre (Gráfico 7). No obstante, dado el comportamiento del Spread durante este periodo, los bonos de Agencia a 5 años rentaron virtualmente igual que un bono del gobierno americano equivalente. Cabe destacar que durante el cuarto trimestre el Spread de Agencias alcanzó su máximo histórico, alcanzando los 166 puntos base para la madurez referida.

Por otra parte, los Bonos Indexados a Inflación (TIPS) de EE.UU. ofrecieron una rentabilidad significativamente menor que los bonos del tesoro (nominales) de madurez equivalente. A modo de ejemplo, para instrumentos de 5 años plazo, los TIPS rentaron aproximadamente 12% menos en el periodo. Esto se ve reflejado en la evolución del Spread de TIPS, el que se contrajo 150 puntos base debido a las bajas expectativas de inflación.

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

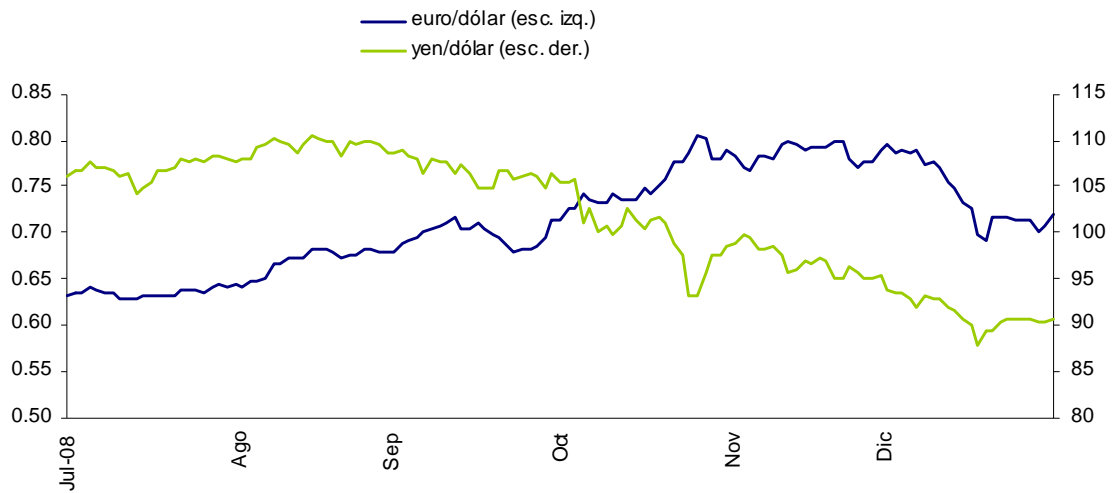


III.1.3 Paridades.

Durante el cuarto trimestre de 2008 la volatilidad de la paridad euro-dólar se mantuvo elevada. No obstante, si se considera el inicio y cierre de periodo, se observa una depreciación marginal del euro equivalente a 1,04%.

Por otro lado, el yen se apreció con respecto al dólar americano en 17,12% como consecuencia de un aumento en la aversión al riesgo y una disminución en el diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y Japón, disminuyendo el apetito por el carry trade (gráfico 8). Esto implica que el euro, en su paridad cruzada con el yen, experimentó una depreciación de 15,50% durante el trimestre.

Gráfico 8: Paridad euro/dólar y yen/dólar



Fuente: JPMorgan

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 31 de Diciembre de 2008	
1	ABN AMRO BANK NV, AMSTERDAM
2	ALLIANCE AND LEICESTER PLC, LEICESTER
3	ALLIED IRISH BANKS, DUBLIN
4	BANCO BILBAO VIZCAYA ARG. SA, N. YORK
5	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO SA, N.YORK
6	BANCO OF IRELAND, DUBLIN
7	BARCLAYS BANK PLC, LONDON
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	CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK, LONDON
13	CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (CIC), LONDON
14	DANSKE BANK AKTIESELSKAB, COPENHAGEN
15	DEXIA BANK BELGIUM SA, BRUSSELS
16	DEXIA CREDIT LOCAL SA, PARIS
17	DNB NOR BANK ASA, OSLO
18	ING BANK NV, AMSTERDAM
19	ING BELGIUM SA/NV, BRUSSELS
20	KBC BANK NV, BRUSSELS
21	MIZUHO CORPORATE BANK LTD., LONDON
22	SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL), N. YORK
23	SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL), STOCKHOLM
24	THE BANK OF NOVA SCOTIA, LONDON

V. ANEXO 2: INTERMEDIARIOS UTILIZADOS POR LA AGENCIA FISCAL

Agencia Fiscal : Fondos FEES y FRP	
Intermediarios utilizados entre Octubre 2008 y Diciembre 2008	
1	BANC OF AMERICA SEC. LLC, USA
2	BARCLAYS CAPITAL INC., USA
3	BARCLAYS CAPITAL, U.KINGDOM
4	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG, MUNICH
5	BNP PARIBAS SA, PARIS
6	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC, USA
7	CREDIT SUISSE SECURITIES(EUROPE) LIMITED, U.KINGDO
8	DEUTSCHE BANK AG, FRANKFURT
9	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC., USA
10	DRESDNER BANK AG, FRANKFURT
11	DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRAL-GENOSS., FRANKFURT
12	GOLDMAN, SACHS & CO., USA
13	GREENWICH CAPITAL MARKETS, INC., USA
14	HSBC SECURITIES (USA) INC., USA
15	J.P. MORGAN SEC. LTD., U.KINGDOM
16	J.P.MORGAN SECURITIES, INC., USA
17	MERRILL LYNCH GOV. SEC. INC., USA
18	MERRILL LYNCH INTL., U.KINGDOM
19	MIZUHO SECURITIES USA INC., USA
20	MORGAN STANLEY & CO. INC., USA
21	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, FRANCE
22	THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC, LONDON
23	UBS LIMITED, U.KINGDOM
24	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+	
AA	90%
AA-	
A+	
A	30%
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.