

INFORME ANUAL FONDOS SOBERANOS

- MINISTERIO DE HACIENDA -

2011



Esta publicación corresponde al Informe Anual de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda para el año 2011. La versión electrónica de este documento se encuentra disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda:
<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>

Registro de Propiedad Intelectual N° 217.843
ISSN: 0718-7424
Junio de 2012, Santiago de Chile
Todos los derechos reservados

INFORME ANUAL FONDOS SOBERANOS

- MINISTERIO DE HACIENDA -

2011

1 PALABRAS DEL MINISTRO	6
2 RESUMEN	8
3 FONDOS SOBERANOS	10
3.1 Objetivos de los fondos soberanos	12
3.2 Reglas de acumulación y retiros	12
4 INSTITUCIONALIDAD	14
4.1 Ministerio de Hacienda y organismos dependientes	15
4.2 Banco Central de Chile	16
4.3 Comité Financiero	17
5 PRINCIPALES ACTIVIDADES EN 2011	18
5.1 Proceso de selección de administradores externos para el FRP	19
5.2 Estudio “Una composición estratégica de activos para el FEES”	19
5.3 Políticas de inversión con mayor énfasis pasivo	20
5.4 Autoevaluación de cumplimiento de los Principios de Santiago	20
5.5 Estados Financieros de los fondos soberanos	20
5.6 Depósitos en moneda extranjera en bancos locales	21
5.7 Expansión de colaterales del programa de préstamo de valores	21
5.8 Código de ética	21
6 TRANSPARENCIA	24
7 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL	28
8 FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL	34
8.1 Política de inversión	35
8.2 Valor de mercado	36
8.3 Rentabilidad	37
8.4 Composición de la cartera	40
8.5 Ingresos del programa de préstamo de valores y costos de administración	43

9 FONDO DE RESERVA DE PENSIONES	44
9.1 Política de inversión	45
9.2 Valor de mercado	47
9.3 Rentabilidad	48
9.4 Composición de la cartera	50
9.5 Ingresos del programa de préstamo de valores y costos de administración	54
10 DESCRIPCIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS	56
10.1 Riesgo de mercado	57
10.2 Riesgo crediticio	58
10.3 Riesgo de liquidez	59
10.4 Riesgo de administración activa	59
10.5 Riesgo operacional	59
10.6 Volatilidad y otros indicadores	60
11 ESTADOS FINANCIEROS: FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL	62
12 ESTADOS FINANCIEROS: FONDO DE RESERVA DE PENSIONES	86
ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS, RECUADROS Y DIAGRAMAS	110
GLOSARIO DE TÉRMINOS	112
SIGLAS	114

1. PALABRAS DEL MINISTRO

La crisis económica europea, asociada al exceso de endeudamiento y problemas de sostenibilidad fiscal por parte de varios países de la zona euro, nos recuerda la importancia de tener políticas fiscales responsables. Chile es reconocido en el mundo entero en esta materia. Su política fiscal, basada en una regla fiscal estructural, ha logrado ser referente para muchas economías con distintos niveles de desarrollo, logrando además un apoyo transversal en la sociedad chilena.

Nuestro Gobierno sigue comprometido con el perfeccionamiento de la regla fiscal. Para ello, la hemos mejorado, incorporando las recomendaciones del Comité Asesor de Balance Estructural, presidido por Vittorio Corbo. Dicho compromiso fue plasmado públicamente en octubre de 2011, en el documento “Una Política de Balance Estructural de Segunda Generación para Chile”¹. En esa misma línea, anunciamos además el establecimiento de un Consejo Fiscal, compuesto por expertos independientes de reconocida experiencia en temas fiscales y presupuestarios, cuyo rol principal será garantizar la independencia en la estimación de las variables estructurales y validar las estimaciones del balance estructural.

Nuestros esfuerzos para mejorar la transparencia de nuestra política fiscal y minimizar la discrecionalidad en su aplicación han sido reconocidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), de la cual Chile es miembro desde 2010. En efecto, en su informe de enero de 2012, valoró las mejoras recientemente introducidas a la regla:

“In an effort to increase transparency and diminish room for discretionary moves, the government has accepted several of the recommendations from a panel of experts (the Corbo Commission) it commissioned in 2010 to write a report about strengthening the fiscal framework. Transitory changes in tax rates will now be considered as affecting structural revenues, which is an improvement. As a result, the structural fiscal deficit is now considered to have reached 3% of GDP rather than 1.1% in 2009, when taxes were cut temporarily as part of the fiscal stimulus. The commission also recommended the creation of an independent fiscal council that would monitor fiscal policy and ensure the correct application of the fiscal rule (Corbo et al., 2011). The government plans to introduce such an institution, and this is very welcome.”

Fuente: OECD Economic Surveys – CHILE, enero de 2012

El rigor de nuestra política fiscal tiene su correlato en los ahorros acumulados en nuestros fondos soberanos, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Al cierre del año 2011, estos alcanzaron un saldo conjunto de \$17.562 millones de dólares. Ello ha seguido consolidando la excelente reputación de la política fiscal chilena y ha permitido que Chile sea uno de los pocos países en el mundo con una posición fiscal acreedora neta. Desde comienzos de 2010, ambos fondos han enterado recursos adicionales por \$2.856 millones de dólares. Estos provienen principalmente de nuevos aportes netos (\$1.993 millones de dólares) y de ganancias en sus inversiones (\$863 millones de dólares). A su vez, desde sus inicios, los fondos han obtenido una rentabilidad en dólares anualizada de 5,1%.

¹ Documento disponible en: http://www.dipres.gob.cl/572/articles-81713_doc_.pdf

Nuestro manejo macroeconómico ha sido reconocido también en los mercados financieros internacionales. En febrero de 2011, Fitch elevó la clasificación de la deuda del Gobierno desde “A” a “A+” en moneda extranjera, y desde “A+” a “AA-” en moneda local. Asimismo, la emisión de bonos en el mercado internacional efectuada por el país en 2011 obtuvo la tasa más baja en la historia registrada por un país latinoamericano para financiamiento en dólares a 10 años.

Adicionalmente, seguimos perfeccionando la gestión de nuestros fondos soberanos. En 2011, en el FRP, concluimos satisfactoriamente el proceso de selección de administradores externos para nuevas clases de activos: acciones y bonos corporativos. Tal como se explica en el capítulo nueve de este informe, esto forma parte de una nueva política de inversión para este fondo, implementada durante el primer trimestre de 2012, que le permitirá que los recursos estén invertidos de manera más acorde con el pasivo que debe financiar: pensiones. En el caso del FEES, si bien la composición de monedas de sus inversiones se ha mantenido inalterada, con una exposición de 50% al dólar, de 40% al euro y de 10% al yen, en mayo de 2011 decidimos limitar la exposición soberana a distintas economías de la zona euro, concentrándonos exclusivamente en bonos alemanes. A su vez, durante el año, realizamos un estudio acerca de la política de inversión del FEES, cuyos resultados constituyen un elemento importante para evaluar posibles futuros cambios en esta materia.

En relación a la información pública de los fondos soberanos, por primera vez se incluyen en este informe estados financieros elaborados por la Tesorería General de la República de acuerdo a las normas “International Financial Reporting Standards (IFRS)” y auditados, sin observaciones, por la empresa auditora Deloitte. Esta iniciativa ha posicionado a la Tesorería General de la República como entidad pionera en la aplicación exitosa de estos estándares contables en el Gobierno Central y refleja nuestro compromiso por un continuo perfeccionamiento de la gestión de Estado.

Además, el Gobierno sigue avanzando en mejorar la transparencia de nuestros fondos soberanos e implementar las mejores prácticas de gestión, en línea con los Principios de Santiago. Es así como hemos aumentado la frecuencia y cobertura de nuestros informes periódicos sobre el estado de los fondos. Todos ellos están disponibles en la web, de forma tal de que la población pueda conocer en detalle cómo y donde están invertidos estos recursos que pertenecen a todos los chilenos. Estos esfuerzos han sido reconocidos a nivel internacional. Así, el Sovereign Wealth Fund Institute nuevamente ha asignado a Chile el puntaje máximo en su índice de transparencia.

Quedan muchos desafíos, pero seguiremos trabajando incansablemente para mantener una conducción fiscal de excelencia y lograr la mejor gestión financiera posible de los ahorros de Chile.

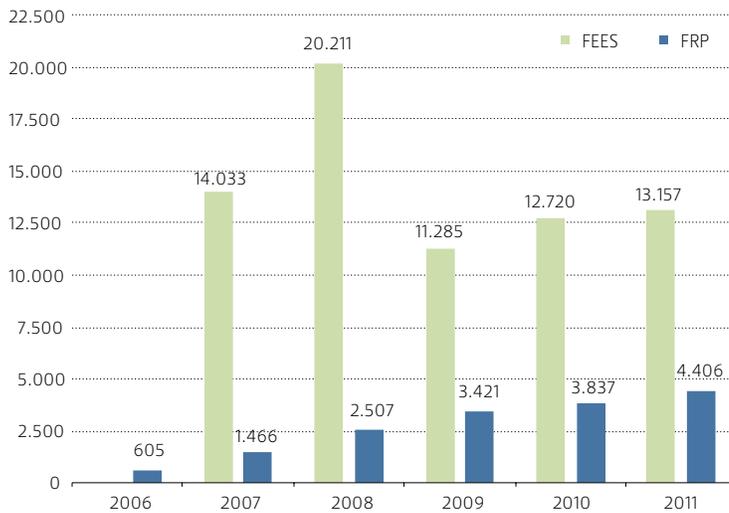
Felipe Larraín

Ministro de Hacienda

2. RESUMEN

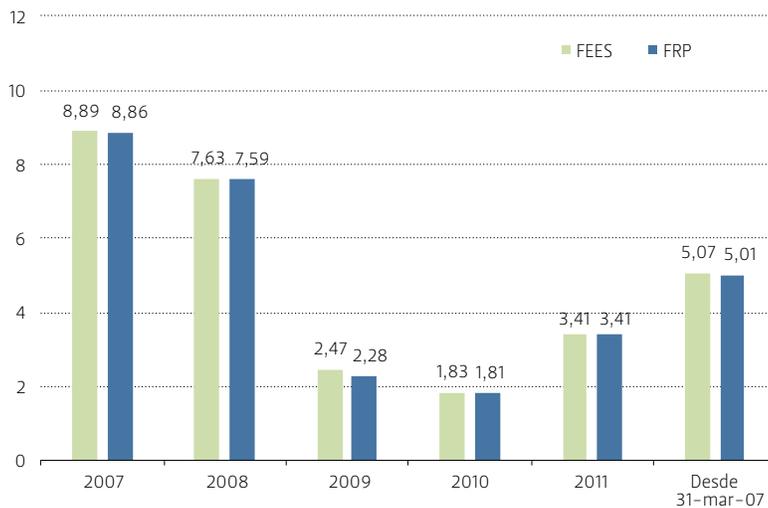
Al 31 de diciembre de 2011, el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) alcanzaron en conjunto un valor de mercado de US\$ 17.562 millones y una rentabilidad neta en dólares desde sus inicios de 5,06%².

Gráfico 1: Valor de mercado
(millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 2: Rentabilidad anual neta en dólares³
(porcentaje)

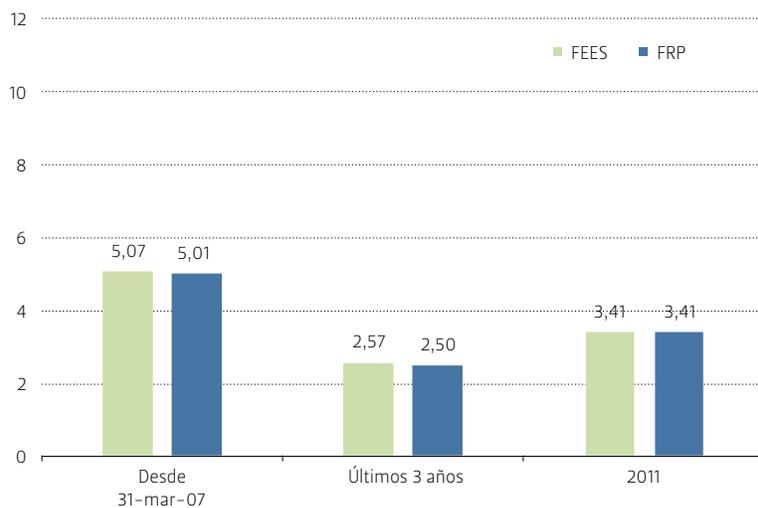


Fuente: Ministerio de Hacienda

2 La rentabilidad informada en el reporte usa la metodología Time Weighted Rate of Return (TWR) a menos que se indique explícitamente el uso de la Tasa Interna de Retorno (TIR). Las rentabilidades para periodos mayores a un año están anualizadas en forma compuesta. Para periodos menores a un año, el retorno corresponde a la variación experimentada durante el periodo indicado. Rentabilidad neta se refiere a que descuenta el costo asociado a la administración por parte del Banco Central de Chile.

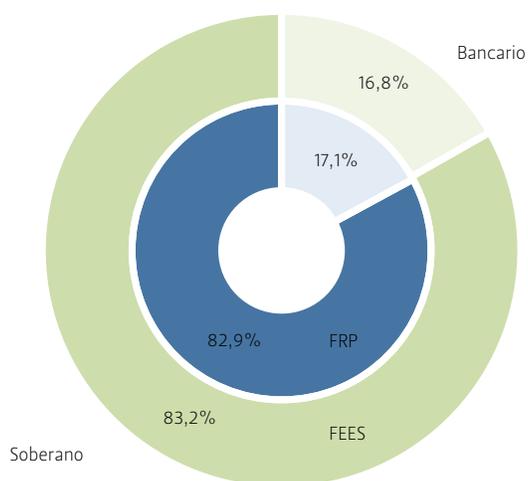
3 La medición de la rentabilidad a través de la metodología TWR se inicia el 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

Gráfico 3: Rentabilidad acumulada anual neta en dólares
(porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4: Composición del riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

CAPÍTULO **3**

Fondos Soberanos

Chile cuenta con dos fondos soberanos, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Ambos fondos fueron creados a partir de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006, que estableció las normas y el marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales que se generan de la aplicación de la regla de balance estructural (véase recuadro 1). Dicha ley dispuso la creación del FRP —que recibió su primer aporte el 28 de diciembre de 2006— y del FEES —creado oficialmente a través del Decreto con Fuerza de Ley N°1 (DFL N° 1), de 2006, del Ministerio de Hacienda— que refundió en un solo fondo los recursos que fueron ahorrados de acuerdo al decreto ley N° 3.653, de 1981, y los del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre. El FEES recibió su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

RECUADRO 1 Una regla de balance estructural que se ha ido perfeccionando en el tiempo

En 2001 se implementó la regla de balance estructural cuyo objetivo es establecer un nivel de gasto fiscal anual congruente con los ingresos estructurales del Gobierno Central. Mediante esta regla se aísla el gasto fiscal de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, del precio del cobre y de otros factores que determinan los ingresos fiscales efectivos. Esto es particularmente importante en el caso de un país como Chile, en el cual gran parte de la volatilidad de sus ingresos fiscales depende del precio del cobre. Esto permite que el Gobierno ahorre en tiempos de bonanza, evitando ajustes drásticos en el gasto fiscal en periodos económicos desfavorables. A su vez, apoya en forma natural la política monetaria, ya que ahorra los excesos de los ingresos fiscales cuando la política monetaria es restrictiva y los utiliza cuando es expansiva. De esta forma, a través de esta política, se ha reducido significativamente la volatilidad del gasto fiscal y la del crecimiento de la actividad económica.

En sus inicios, la regla de balance estructural dependía de la voluntad política del Gobierno de turno. Sin embargo, en la medida que ésta se fue consolidando entre los distintos sectores del país, se pudo formalizar las reglas de acumulación de los ahorros que se estaban generando. De esta forma, en el segundo semestre de 2006, se promulgó la Ley N°20.128, de Responsabilidad Fiscal, que establece las normas y el marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales. En ella se creó el FRP y se facultó al Presidente de la República para crear el FEES, el cual fue oficialmente establecido en febrero de 2007. La misma ley obliga a cada Gobierno a pronunciarse, en su primer año, acerca de cuál será su objetivo respecto de la regla de balance estructural. Además, en 2011 el Ministro de Hacienda anunció la creación de un Consejo Fiscal, cuyo rol principal será garantizar la independencia en la estimación de las variables estructurales y validar las estimaciones del balance estructural.

La metodología utilizada para calcular el balance estructural ha experimentado continuos perfeccionamientos, asociados principalmente a los ajustes cíclicos que deben ser considerados para obtener los ingresos estructurales. Por ejemplo, los últimos cambios, introducidos en el presupuesto de 2011, fueron eliminar los ajustes por medidas tributarias transitorias con fecha de vencimiento legal, los ajustes cíclicos de la partida “otros ingresos” y los ajustes cíclicos de los ingresos por intereses de los activos financieros del Fisco. Estos cambios fueron realizados a partir de un estudio encargado a un Comité Asesor por el Ministerio de Hacienda¹.

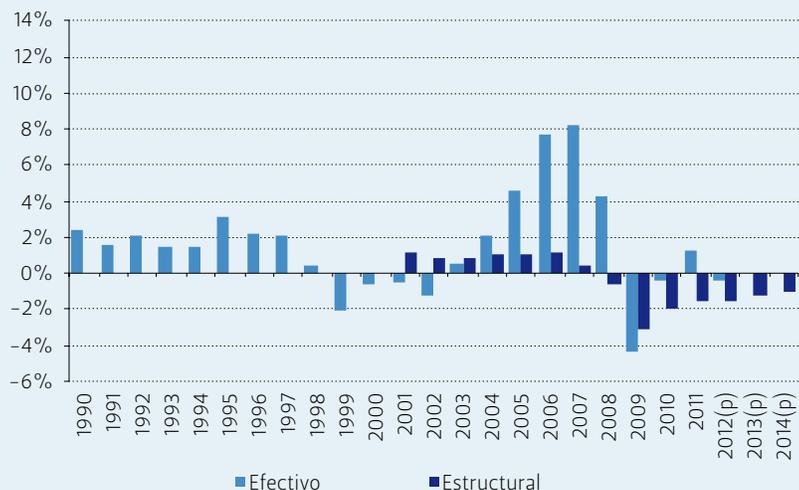
Por su parte, la meta de balance estructural también ha cambiado en el tiempo. En 2001, la meta se fijó inicialmente en 1% del PIB. Posteriormente, en el presupuesto 2008, se redujo a 0,5% del PIB, teniendo en cuenta que se estaban acumulando considerables recursos en los fondos soberanos. A continuación, en 2009, la meta ex ante se rebajó a 0% para enfrentar la crisis que existía en ese momento. Finalmente, a partir del cambio metodológico antes señalado, la meta de 2009 cambió a un déficit estructural de 3%, y desde entonces se ha ido ajustando cada año para converger a un déficit estructural de 1% en 2014 (véase gráfico R1.1).

El éxito de la política fiscal ha permitido obtener el apoyo transversal de amplios sectores del país y, a nivel internacional, se ha constituido en un referente para muchos países en distintos niveles de desarrollo. Es importante señalar que la Organización para

la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en su informe “OECD Economic Surveys – CHILE” de enero de 2012 valoró las mejoras y afinaciones recientemente introducidas a la regla —tales como el tratamiento de cambios transitorios en impuestos y la creación de un consejo fiscal— por ser una relevante contribución a la transparencia y a que disminuye la discrecionalidad en la aplicación de la misma.

Gráfico R1.1 Evolución balance fiscal efectivo y estructural

(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

1 En el presupuesto de 2011 se incorporaron las recomendaciones del informe preliminar del Comité Asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación en Chile. Tanto el informe final, “Propuestas para perfeccionar la regla fiscal, Informe Final”, como el preliminar, “Primer Informe”, se encuentran disponibles en el sitio web de la Dirección de Presupuestos (www.dipres.cl) en la sección de Política de Balance Estructural.

3.1 OBJETIVOS DE LOS FONDOS SOBERANOS

El FEES fue creado para financiar déficits fiscales que pueden generarse en periodos de bajo crecimiento y/o bajo precio del cobre. Lo anterior ayuda a reducir las fluctuaciones en el gasto fiscal que se producen por los ciclos económicos. Asimismo, el FEES puede financiar los pagos de deuda pública y bonos de reconocimiento como también el aporte regular al FRP, tal como lo establece el DFL N°1, de 2006, del Ministerio de Hacienda.

El FRP tiene por objetivo complementar el financiamiento de las obligaciones fiscales en el área de las pensiones y la previsión social. Específicamente, el fondo respalda la garantía estatal de pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios, responsabilidades emanadas de la reforma previsional.

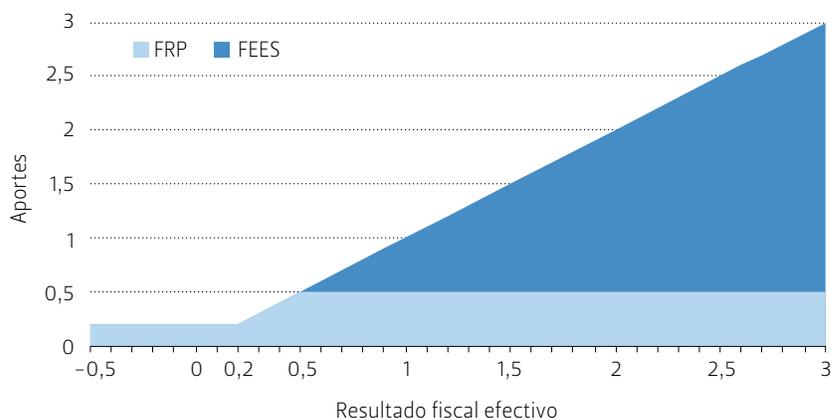
3.2 REGLAS DE ACUMULACIÓN Y RETIROS

Las reglas de acumulación de los fondos están establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006 y las de sus usos están establecidas en esa misma ley, en la Ley de Pensiones de 2008 para el FRP y en el DFL N° 1 para el FEES.

Según la Ley de Responsabilidad Fiscal, 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 pueden aumentar hasta dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. El traspaso debe materializarse durante el primer semestre del año. Esta política estará vigente hasta que el FRP alcance un tamaño equivalente a 900 millones de UF.

En el caso del FEES, el fondo debe recibir el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP, pudiéndose descontar las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados durante el año anterior⁴ (véase gráfico 5).

Gráfico 5: Regla de acumulación de los fondos
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

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 en caso de déficit fiscal. Además puede utilizarse para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública (incluyendo los Bonos de Reconocimiento) y para financiar el aporte anual al FRP cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

Los recursos del FRP sólo pueden ser usados de acuerdo a los objetivos mencionados anteriormente; a saber, para complementar los pagos de las obligaciones de pensiones y del sistema previsional. Hasta el año 2016 es 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 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 superasen 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.

Los retiros y aportes del FEES y del FRP se formalizan mediante decreto del Ministerio de Hacienda.

⁴ La legislación vigente permite disponer de los recursos del superávit fiscal del año en curso y que debiesen aportarse al FEES en el año siguiente tanto para realizar amortización de deuda pública como para efectuar aportes anticipados al fondo.

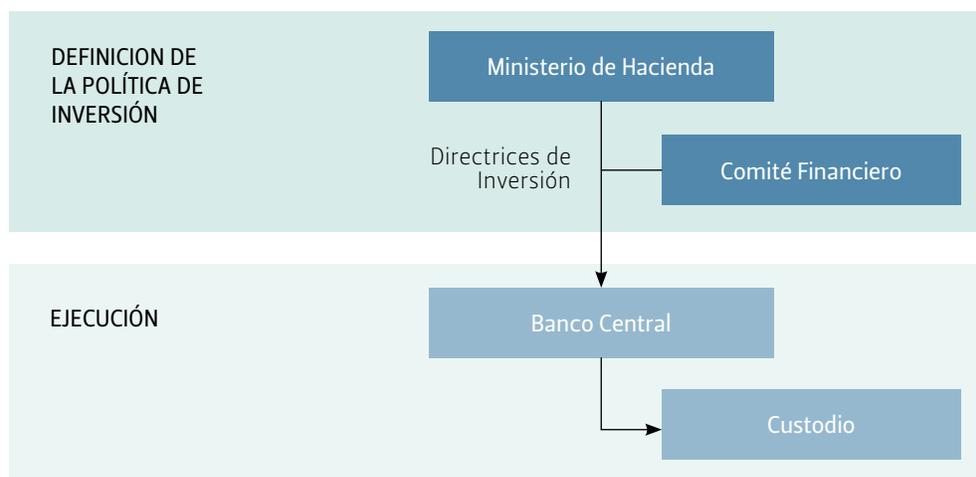
CAPÍTULO 4

Institucionalidad

El marco institucional de los fondos soberanos se diseñó con el fin de facilitar la adecuada toma de decisiones, la ejecución, el monitoreo de riesgos y el control de la política de inversión. Esto a su vez otorga una separación adecuada de roles y responsabilidades, lo que permite la rendición de cuentas y la independencia operativa en su gestión.

Las bases de la institucionalidad de los fondos están establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal, cuyo artículo 12 norma las inversiones de los recursos fiscales (véase diagrama 1). A su vez, en el Decreto Supremo N° 1.383, de 2006, del Ministerio de Hacienda, se designa al Banco Central de Chile (BCCh) para encargarse, previa aprobación del Consejo del Banco y en calidad de Agente Fiscal, de la administración de los recursos de ambos fondos y se establece el marco general para la implementación de la administración de dichos recursos⁵. Por otra parte, el Decreto Supremo N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, creó el Comité Financiero, órgano asesor del Ministro de Hacienda en materia de inversión de los recursos del FEES y del FRP, en cumplimiento del artículo 13 de la Ley de Responsabilidad Fiscal⁶.

Diagrama 1: Institucionalidad de los fondos soberanos



Fuente: Ministerio de Hacienda

4.1 MINISTERIO DE HACIENDA Y ORGANISMOS DEPENDIENTES

La Ley de Responsabilidad Fiscal establece que los fondos son propiedad del Fisco de Chile y que la Tesorería General es el titular de los recursos. A su vez, facultó al Ministro de Hacienda para tomar decisiones de inversión y administración de los recursos de los fondos soberanos. Esta ley además contempla expresamente que el Ministro posee la facultad de delegar la administración operativa de los recursos de los fondos, ya sea al BCCh o a otros administradores externos. En marzo de 2007, el Ministro de Hacienda designó al BCCh para que cumpla dichas tareas, en calidad de Agente Fiscal, debido a su prestigio y experiencia en el manejo de las reservas internacionales.

⁵ El Decreto fue publicado en el Diario Oficial el 17 de febrero de 2007. El acuerdo del Consejo del BCCh aceptando el encargo se publicó en el Diario Oficial el 24 de febrero de 2007.

⁶ Publicado en el Diario Oficial el 11 de agosto de 2007.

El Ministerio de Hacienda reporta el estado de los fondos soberanos al Congreso Nacional y al público en general a través de la publicación de informes mensuales, trimestrales y anuales.

La Tesorería General es responsable de llevar a cabo la contabilidad de los fondos y preparar sus estados financieros auditados. La Dirección de Presupuestos es responsable de los aspectos presupuestarios que tengan relación con los fondos.

4.2 BANCO CENTRAL DE CHILE

Las funciones del BCCh y las normas de procedimiento que permiten el funcionamiento de la administración fueron establecidas en el Decreto Supremo N° 1.383, de 2006, del Ministerio de Hacienda. De acuerdo a éste, las principales funciones que puede desempeñar el BCCh a petición del Ministro de Hacienda en relación con los fondos soberanos son las siguientes:

1. Administrar directamente todo o parte de los recursos fiscales en representación y por cuenta del Fisco;
2. Licitarse y delegar la administración de todo o parte de los recursos fiscales a administradores externos en representación y por cuenta del Fisco⁷;
3. Abrir cuentas corrientes separadas para el ejercicio de la Agencia Fiscal;
4. Registrar las transacciones y demás operaciones realizadas para la gestión de los recursos fiscales;
5. Contratar a una entidad que ejerza las funciones de custodio;
6. Supervisar y evaluar el desempeño de los administradores externos designados y del custodio;
7. Informar la posición diaria de las inversiones efectuadas y preparar reportes mensuales, trimestrales y anuales de la gestión del portafolio. Además, preparar anualmente un informe sobre el servicio prestado por el o los custodios; y
8. Realizar los pagos que correspondan en el ejercicio de la Agencia Fiscal.

El BCCh debe desempeñar su rol de Agente Fiscal cumpliendo las directrices de inversión establecidas por el Ministerio de Hacienda. En ellas se especifican los activos elegibles y la composición estratégica de la cartera, se definen los comparadores referenciales para evaluar el desempeño de la administración y se establecen límites y restricciones de inversión que permiten controlar los riesgos a los que están expuestos los recursos de los fondos soberanos.

El BCCh ha contratado a J.P. Morgan Chase Bank N.A. como custodio de las inversiones de los fondos soberanos. Este a su vez realiza algunas funciones de *middle office*⁸, las cuales son complementadas por personal del Ministerio de Hacienda.

7 A partir de un proceso de selección llevado a cabo durante 2011, el BCCh contrató a BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc como administradores delegados para la gestión de la inversión del 35% de la cartera del FRP a partir de enero de 2012.

8 Otras funciones del custodio son calcular rentabilidad de los fondos y monitorear el cumplimiento de los límites de inversión, entre otras.

4.3 COMITÉ FINANCIERO⁹

En cumplimiento del artículo 13 de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Comité Financiero se creó oficialmente mediante el Decreto Supremo N° 621, de 2007, del Ministerio de Hacienda, con el fin de asesorar al Ministro en el análisis y diseño de la estrategia de inversión de los fondos soberanos. El Comité Financiero es un ente asesor externo, compuesto por profesionales de vasta experiencia en los ámbitos económicos y financieros. Actualmente, está integrado por Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Presidente), Cristián Eyzaguirre Johnston (Vice-Presidente), Arturo Cifuentes Ovalle, Martín Costabal Llona, Eric Parrado Herrera y Eduardo Walker Hitschfeld.

Las principales funciones y atribuciones del Comité Financiero son las siguientes:

- Asesorar, a solicitud del Ministro de Hacienda, sobre la política de inversión de largo plazo de los fondos soberanos, incluyendo la selección de las clases de activos y comparadores referenciales, la definición de los límites a las desviaciones permitidas, la delimitación de las posibilidades de inversión y la inclusión de nuevas alternativas de inversión;
- Recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones específicas en relación a inversiones y custodia, procesos de licitación y selección de administradores de los fondos, estructura y contenidos de reportes;
- Opinar, a solicitud del Ministro de Hacienda, acerca de la estructura y contenidos de los reportes que son presentados al Ministerio de Hacienda por las entidades encargadas de la administración y custodia de los fondos y expresar una opinión sobre su gestión y sobre la coherencia con las políticas de inversión establecidas;
- Emitir opinión sobre la estructura y contenidos de los reportes que se preparan trimestralmente por el Ministerio de Hacienda; y
- Asesorar al Ministro de Hacienda en todas aquellas materias relacionadas con la inversión de los fondos en que éste solicite una opinión.

9 Para mayor información acerca de las actividades realizadas por el Comité Financiero durante 2011, ver su Informe Anual el cual se encuentra disponible en: www.hacienda.cl/fondos-soberanos/comite-financiero.html.

CAPÍTULO **5**

Principales
actividades en 2011

5.1 PROCESO DE SELECCIÓN DE ADMINISTRADORES EXTERNOS PARA EL FRP

Durante 2011, el Banco Central de Chile realizó un proceso de selección de administradores externos para gestionar las carteras de acciones y bonos corporativos de la nueva política de inversión del FRP, con el apoyo de un consultor internacional, Strategic Investment Solutions (SIS), y del personal del Ministerio de Hacienda. En este proceso de selección se contactaron a las cuarenta y seis empresas que participaron en la etapa de solicitud de propuestas del proceso llevado a cabo en 2008¹⁰. De las empresas contactadas, quince presentaron propuestas para acciones y doce para bonos corporativos. Después de un proceso exhaustivo de revisión de sus propuestas, diez empresas, cinco para cada mandato, fueron invitadas a San Francisco, EE.UU., para ser entrevistadas por personal del Banco Central de Chile, del Ministerio de Hacienda y de SIS. Posteriormente, tres empresas para cada mandato fueron invitadas a Santiago para ser entrevistadas por las mismas entidades y algunos miembros del Comité Financiero. A partir de estas entrevistas y de las propuestas recibidas, el Banco Central, teniendo en cuenta la opinión de SIS, realizó una propuesta de los administradores a contratar al Comité Financiero.

Sobre la base de las recomendaciones del Comité, el Ministro de Hacienda autorizó en noviembre de 2011 la contratación de dos empresas para cada mandato. El proceso se dio por terminado con la aprobación por el Consejo del Banco Central de Chile y la comunicación formal por parte de dicha entidad a las empresas seleccionadas. Las empresas contratadas por el Banco Central de Chile son BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Mellon Capital Management Corporation para el portafolio de acciones, y BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Rogge Global Partners Plc para el portafolio de bonos corporativos.

5.2 ESTUDIO “UNA COMPOSICIÓN ESTRATÉGICA DE ACTIVOS PARA EL FEES”

Durante el año 2011, se realizó un estudio acerca de la política de inversión del FEES el cual fue encargado por el Ministerio de Hacienda al profesor Eduardo Walker a fines de 2010. Las principales conclusiones del estudio fueron las siguientes:

- A mediano y largo plazo, la volatilidad de los ingresos fiscales totales está determinada en gran parte por la volatilidad de los ingresos mineros, a pesar que éstos representan menos del 20% de los ingresos totales.
- Los resultados indican que, por sí mismas, las carteras que ayudan a la cobertura del riesgo en los ingresos fiscales poseen altas volatilidades (medidas en UF), similares a las de invertir en acciones. Esta volatilidad es necesaria al momento de cubrir un pasivo (el ingreso fiscal) cuyo valor es a su vez volátil. Por lo tanto, existe un sacrificio (*trade-off*) en términos de la volatilidad de corto plazo (que implica un posible riesgo reputacional o *headline risk*) y una mayor capacidad de cobertura de sorpresas adversas en los ingresos fiscales.
- La inversión en yenes, a corto y largo plazo y, en menor medida, la inversión en bonos de largo plazo denominados en francos suizos y bonos de largo plazo en euros, son las principales clases de activos que ayudan a cubrir el riesgo en los ingresos fiscales.
- Las recomendaciones prácticas que se derivan de este estudio apuntan a aumentar la importancia relativa del yen y de otras monedas y a reducir la importancia relativa del dólar norteamericano y del euro.

A partir de este estudio y de análisis adicionales realizados por el Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero espera formular, durante el primer semestre de 2012, eventuales recomendaciones al Ministro de Hacienda respecto a la política de inversión del fondo. A partir de estas recomendaciones, el Ministro evaluará los cambios que podrían ser incorporados en la política de inversión del FEES y la oportunidad para su implementación.

10 Este listado fue actualizado de acuerdo a los eventos corporativos sucedidos desde 2008.

5.3 POLÍTICAS DE INVERSIÓN CON MAYOR ÉNFASIS PASIVO

En la primera parte del año, el Ministerio de Hacienda elaboró nuevas directrices de inversión para ambos fondos soberanos. Estas directrices, acordadas con el BCCh, requieren que este último invierta los fondos en forma más apegada a sus comparadores referenciales o *benchmarks*, limitando la posibilidad de inversiones discrecionales. Las nuevas directrices entraron en vigencia el 1° de mayo de 2011. Las rentabilidades obtenidas durante el año son consistentes con este mayor énfasis pasivo (véase capítulos 8.3 y 9.3).

5.4 AUTOEVALUACIÓN DE CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE SANTIAGO

El Ministerio de Hacienda realizó por primera vez, durante el primer semestre de 2011, una autoevaluación del grado de cumplimiento de los fondos soberanos chilenos con cada uno de los Principios de Santiago¹¹. Esto como parte del esfuerzo sistemático de este Gobierno para mejorar la información disponible al público y administrarlos de acuerdo a las mejores prácticas internacionales. La autoevaluación se incluyó en el Informe Anual de 2010 de los Fondos Soberanos que preparó el Ministerio de Hacienda¹². Adicionalmente, durante el año se agregó una sección especial en el sitio web en inglés que contiene esta autoevaluación en ese idioma (www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/good-governance-practices-santiago.html). El objetivo del Gobierno de Chile es actualizar esta autoevaluación cada dos años.

5.5 ESTADOS FINANCIEROS DE LOS FONDOS SOBERANOS

Durante el año 2011 y parte de 2012, la Tesorería General elaboró estados financieros de los fondos soberanos según las Normas Internacionales de Información Financiera (International Financial Reporting Standards o IFRS) los cuales fueron auditados sin observaciones por la empresa Deloitte. Los estados financieros se incluyen en este informe en los capítulos 11 y 12 para el FEES y el FRP, respectivamente. La preparación de estos estados financieros tomó más de un año debido a que fue necesario asignar recursos y desarrollar las capacidades técnicas en la Tesorería General para poder prepararlos de acuerdo a convenciones internacionales. Al contar con esta información y hacerla pública, los fondos chilenos se sitúan a la par de muchos fondos soberanos que proporcionan este tipo de información de acuerdo a normas de contabilidad internacionales y auditada por una empresa independiente. También permite que tanto el público nacional como internacional pueda entender de mejor forma la situación financiera de nuestros fondos soberanos, al estar en un formato ampliamente utilizado.

11 Los Principios de Santiago son una serie de principios y prácticas generalmente aceptados que han sido aceptados por los principales fondos soberanos del mundo con el fin de mejorar sus prácticas, especialmente en la información que entregan al público nacional e internacional. Esto último con el fin de facilitar la comprensión del desempeño de sus inversiones y demostrar su orientación financiera al momento de realizar las inversiones y así mitigar las aprensiones de muchos países receptores de inversiones.

12 www.hacienda.cl/fondos-soberanos/informe-anual.html.

5.6 DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA EN BANCOS LOCALES

A partir de una solicitud del Ministerio de Hacienda, el Comité Financiero evaluó y posteriormente recomendó que se considere a futuro los depósitos en moneda extranjera en la banca local como alternativa de inversión para el FEES, sujeto a criterios de elegibilidad y riesgo similares a los utilizados con entidades bancarias en el exterior. Su recomendación se fundamentó en que, de esta forma, se logra ampliar el abanico de opciones de inversión bancaria sin incurrir en riesgo transfronterizo ni afectar al tipo de cambio local, debido a que son inversiones en moneda extranjera, en instrumentos emitidos y transados en Chile. Esta recomendación no ha sido implementada a la fecha de publicación de este informe.

5.7 EXPANSIÓN DE COLATERALES DEL PROGRAMA DE PRESTÁMO DE VALORES

El 1° de mayo entró en vigencia el nuevo programa de préstamos de valores, que expande la lista de colaterales que pueden ser aceptados como garantía en el programa en dólares¹³. Antes de esa fecha, solamente podían ser utilizados como colaterales instrumentos emitidos por el Gobierno de EE.UU. La modificación, consultada y recomendada por el Comité Financiero en 2010, permite agregar como colaterales elegibles a los siguientes instrumentos financieros: deuda emitida por las agencias patrocinadas por el Gobierno de EE.UU y *Mortgage Backed Securities* (MBS) emitidos y garantizados por las agencias patrocinadas por el Gobierno de ese país¹⁴. Esta modificación tuvo por objetivo acceder a un mayor número de contrapartes, ya que este tipo de colaterales es ampliamente utilizado. Es importante señalar que este cambio significó un importante aumento en los ingresos provenientes del programa (véase capítulos 8.5 y 9.5).

5.8 CÓDIGO DE ÉTICA

Para dar cumplimiento de mejor forma al principio 13 de los Principios de Santiago, que requiere que las normas profesionales y éticas estén claramente definidas y que se den a conocer a los miembros de los órganos de Gobierno, la dirección y el personal del fondo soberano, el Ministerio de Hacienda elaboró un Código de Principios Éticos para los profesionales involucrados en la administración de los fondos soberanos (y la deuda) del Área de Finanzas Internacionales del Ministerio. Este código complementa la normativa de probidad funcionaria a la cual todos los funcionarios públicos están sujetos y entró en vigencia en enero de 2011. El código se encuentra disponible en el sitio web (véase recuadro 2)¹⁵.

13 El programa de préstamo de valores se realiza en dólares y euros. Este último no sufrió modificaciones.

14 J.P. Morgan Chase Bank N.A. es el administrador del programa de préstamo de valores y proporciona una indemnización del 100% en el caso que los colaterales no fuesen suficientes para cubrir el valor del instrumento otorgado en préstamo a alguna contraparte, en el caso que este último no lo devolviese. Es importante señalar que el valor del colateral recibido de la contraparte debe ser equivalente a 102% del valor del instrumento otorgado en préstamo.

15 Por su parte, el BCCh ha definido normas profesionales y éticas para sus empleados. Por su parte, los miembros del Comité Financiero están sujetos a los estándares éticos que se definen en el decreto que lo estableció y a otros adicionales que se han establecido en forma interna.

RECUADRO 2 Código de ética

Como parte del continuo esfuerzo por fijar altos estándares de integridad y excelencia, el área de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda (encargados de los fondos soberanos y la deuda pública) se ha dotado de un Código de Principios Éticos que se aplica a sus profesionales, de manera adicional a la normativa de probidad funcionaria.

Este Código ha sido elaborado en base a experiencias internacionales, como el Código Ético y Normas de Conducta Profesional del Instituto CFA, y nacionales, como el Manual de Principios Éticos adoptado por el Banco Central de Chile, entre otros. La publicación de este Código demuestra el compromiso con los mejores estándares internacionales de gestión de este tipo de fondos, como son los Principios de Santiago.

El Código se encuentra disponible en la página web del Ministerio de Hacienda, sección fondos soberanos: www.hacienda.gov.cl/fondos-soberanos/codigo-de-etica.html

Entre los aspectos regulados en el Código de Ética se encuentran los siguientes:

- Profesionalismo. Incluye una descripción de la conducta profesional que se espera del equipo: su actuación meritoria y conforme a la ley.
- Incompatibilidades y conflictos de interés. Regulan la independencia y objetividad del personal respecto a actividades adicionales que sus miembros pueden realizar, entre otros aspectos.
- Uso y reserva de información. Establece normas respecto al tratamiento de la información a la que tienen acceso los miembros del equipo.
- Obligaciones con el Ministerio de Hacienda. Explica el deber de los miembros del equipo de actuar en conformidad con los intereses del Ministerio. Asimismo, señala el deber de los supervisores de garantizar el cumplimiento del Código.

Una vez al año, el personal del Área de Finanzas Internacionales se compromete por escrito a cumplirlo.

CAPÍTULO 6

Transparencia

El Gobierno de Chile está comprometido con el desarrollo y perfeccionamiento de todos los aspectos involucrados en la gestión de los fondos soberanos, incluyendo aquellos relacionados con la transparencia de las decisiones y el acceso a la información relevante sobre su administración. Por ello, regularmente se elaboran y difunden reportes sistemáticos de sus inversiones, aportes, retiros y su valor de mercado. Asimismo, a través de la página web y de comunicados de prensa se dan a conocer los principales temas tratados en cada sesión del Comité Financiero junto con sus recomendaciones y se informa de toda decisión significativa sobre la administración de los fondos soberanos adoptada por el Ministerio de Hacienda.

Aunque la ley requiere que el Ministerio de Hacienda prepare solamente informes mensuales y trimestrales acerca de las actividades de los fondos soberanos chilenos, desde 2008 el Ministerio de Hacienda también prepara un informe anual con un detalle completo acerca de la política de inversión de los fondos, sus resultados y riesgos, y de otras actividades relacionadas con su administración. Por ejemplo, como ya se señaló anteriormente, en el informe anual de 2010 se publicó la primera autoevaluación de los Principios de Santiago y en el informe de este año se incluyen por primera vez sus estados financieros auditados preparados de acuerdo a normas internacionales de contabilidad.

Adicionalmente, se han introducido mejoras en la calidad de la información que se incluye en los informes mensuales y trimestrales. Por ejemplo, desde mediados de 2010 se amplió la frecuencia de la información de la rentabilidad de los fondos, de trimestral a mensual, y se aumentó la información disponible acerca de sus carteras de inversión.

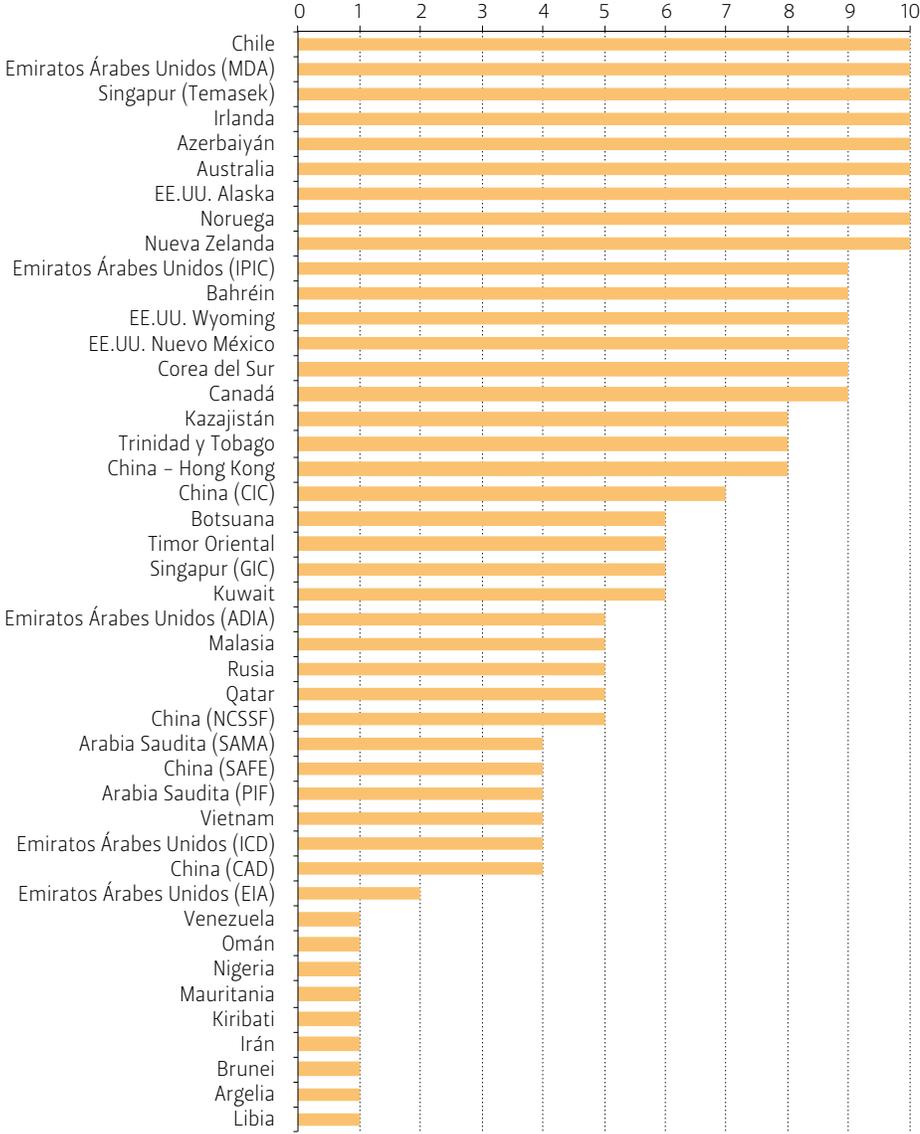
Para garantizar el acceso al público a toda la información relevante del FEES y del FRP, esta información se publica en español y en inglés y se encuentra disponible en el sitio web de los fondos soberanos¹⁶.

Asimismo, Chile sigue comprometido con las iniciativas internacionales que buscan establecer un marco de principios y prácticas generalmente aceptadas para los fondos soberanos y promover su transparencia. En particular, el Ministerio de Hacienda participa activamente en el Foro Internacional de Fondos Soberanos, instancia que reúne anualmente a los principales fondos soberanos del mundo para compartir e intercambiar opiniones acerca de temas de relevancia y facilitar el entendimiento de sus actividades y de los Principios de Santiago.

Estos esfuerzos se han visto reflejados en el reconocimiento internacional acerca del nivel de transparencia de nuestros fondos. En particular, desde el tercer trimestre de 2009 hasta la fecha, el Sovereign Wealth Fund Institute ha otorgado a Chile el puntaje máximo en su índice “Linaburg-Maduell”, que mide la transparencia de los principales fondos soberanos (véase gráfico 6).

¹⁶ www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html.

Gráfico 6: Índice de transparencia Linaburg-Maduell al cuarto trimestre de 2011



Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute.

CAPÍTULO **7**

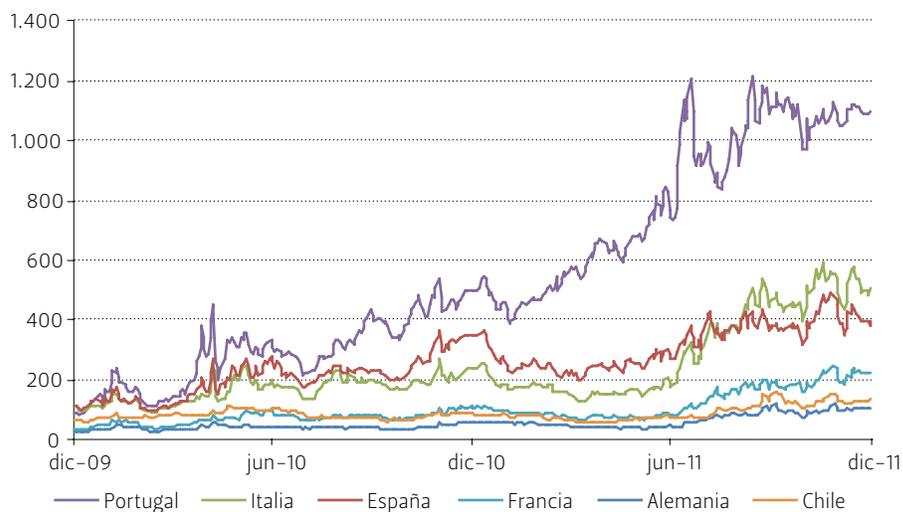
Análisis de la Economía Internacional¹⁷

¹⁷ Este capítulo en su totalidad corresponde al capítulo 2.A “Análisis de mercado” del Informe Anual del Comité Financiero 2011.

El año 2011 se caracterizó por la profundización de la crisis europea y la ocurrencia de una serie de eventos que afectaron las principales variables financieras que impactan directamente el desempeño de los portafolios de inversión de los fondos soberanos.

En la zona euro, la crisis siguió profundizándose, afectando de manera significativa a varios países sistémicamente importantes, como España e Italia. Hacia fines de año éstos últimos tuvieron que enfrentar mayores costos de financiamiento, reflejando la mayor incertidumbre asociada a la sustentabilidad de su deuda pública y sus sustanciales déficits fiscales. En Grecia la situación empeoró a tal punto que los mercados reflejaban la expectativa que los tenedores de sus bonos soberanos incurrirían en pérdidas mayores al 50%, para aliviar parte de las presiones financieras de dicho país en el corto plazo. A pesar de lo anterior, hacia fines de año todavía persistían dudas sobre si Grecia cumpliría con sus obligaciones financieras y si ajustaría su nivel de gasto con el fin de reducir su déficit. La situación de otros países, como, Portugal, también empeoró. En el segundo trimestre de 2011, éste se convirtió en el tercer país, después de Grecia e Irlanda, en solicitar apoyo financiero a la Comunidad Europea y al Fondo Monetario Internacional. En este escenario el costo de financiamiento de dichos países, de las entidades financieras con exposición a esos países (principalmente europeas) y el costo de los Credit Default Swaps (CDS¹⁸), aumentaron considerablemente durante 2011 (véase gráfico 7). En este contexto, en los últimos dos meses del año el Banco Central Europeo volvió a bajar la tasa de política monetaria e impulsó un programa de extensión masiva de créditos a bancos europeos a tres años plazo y al 1% de interés, con el fin de hacer frente a la falta de liquidez que se estaba presentando en los mercados financieros (véase gráfico 8).

Gráfico 7: Credit Default Swaps (CDS) a 5 años de algunos países europeos y Chile, 2010 – 2011
(puntos base)

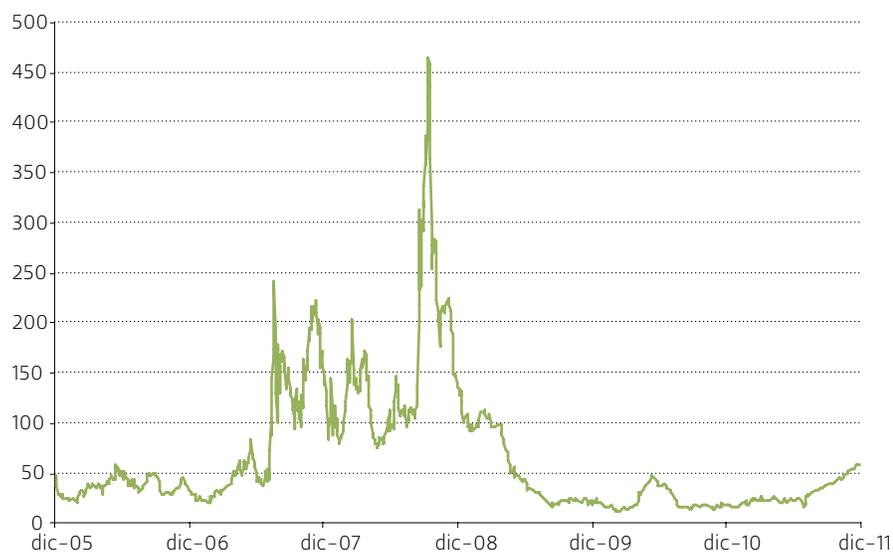


Fuente: Bloomberg

18 Representa el costo de los instrumentos financieros para protegerse de un incumplimiento por parte del emisor.

Gráfico 8: TED Spread¹⁹, 2006 – 2011

(puntos base)



Fuente: Bloomberg

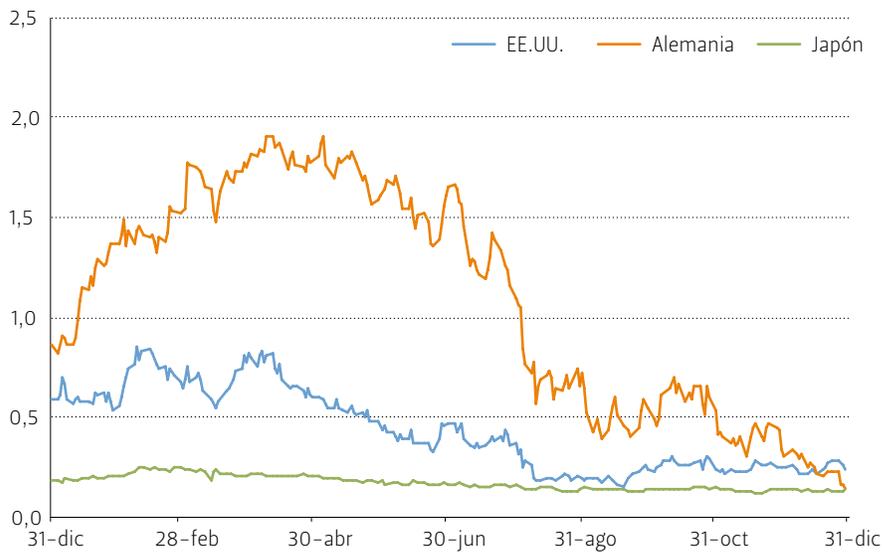
Para el caso de EE.UU., su alto nivel de endeudamiento fiscal y sus dificultades políticas para lograr un acuerdo de sustancial ajuste fiscal, significó que Standard and Poor's rebajara su clasificación de riesgo de AAA a AA+ en el tercer trimestre de 2011 (véase recuadro 3). Sin embargo, su economía se ha estado expandiendo moderadamente, lo que ha permitido mejorar lentamente sus indicadores de empleo. Aún así, todavía persisten debilidades significativas en el sector inmobiliario, el endeudamiento de los hogares y la inversión. Ello ha motivado a la Reserva Federal a extender su compromiso público de mantención de su tasa de política monetaria en el rango 0-0,25% hasta fines de 2014.

La economía japonesa comenzó a recuperarse en mayo del fuerte impacto adverso que tuvo el terremoto ocurrido en marzo de 2011. El Banco Central de Japón mantuvo su tasa de política monetaria en el rango 0-0,1%, con el fin de estimular la recuperación de la economía.

Las tasas de interés de los bonos emitidos por EE.UU., Alemania, y Japón han alcanzado niveles históricamente bajos en el segundo semestre de 2011, reflejando la valoración de estos como instrumentos de refugio, a medida que se intensificaba la crisis europea (véase gráfico 9).

19 El TED Spread corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de Estados Unidos). Un mayor TED Spread está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.

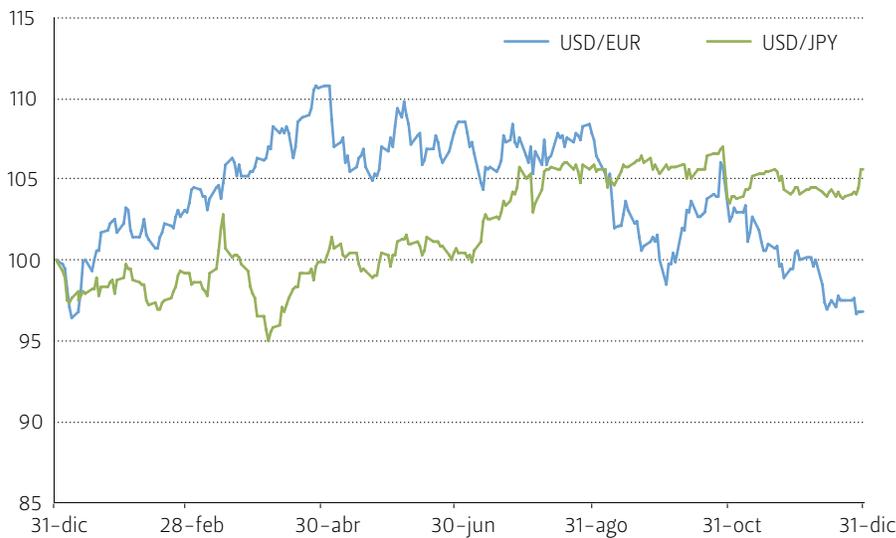
Gráfico 9: Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2011
(porcentajes)



Fuente: Bloomberg

Las paridades cambiarias fluctuaron considerablemente en el 2011. El euro (EUR) terminó el año en 1,30 USD/EUR, lo que representa una depreciación de 3,16% en el año 2011. Por su parte el yen (JPY) terminó el año en un valor de 76,91 JPY/USD, lo que representa una apreciación anual de 5,5%. Es importante destacar que el valor del dólar por unidad de yen alcanzó su máximo histórico a fines de octubre lo que gatilló la intervención de la autoridad monetaria japonesa para depreciar el valor del yen (véase gráfico 10).

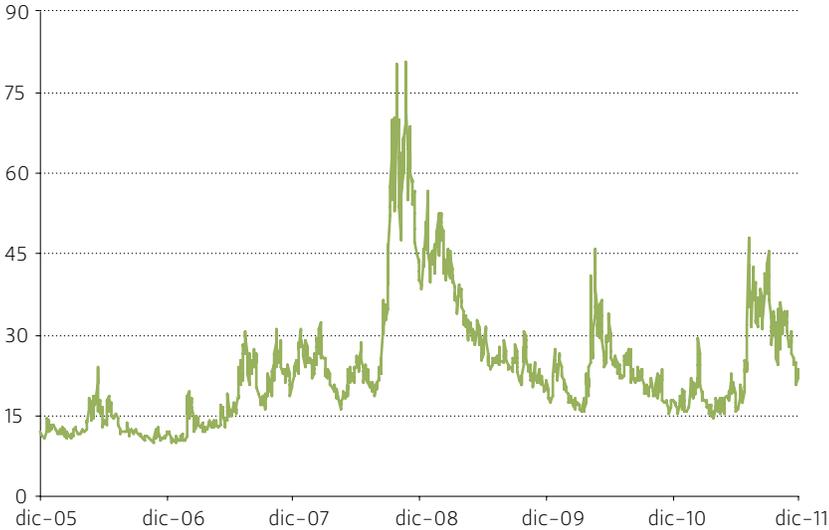
Gráfico 10: Índice de paridades cambiarias en 2011
(31 de diciembre de 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg

La intensa volatilidad de los mercados de capitales queda reflejada en el comportamiento del índice VIX, que representa la volatilidad esperada del índice accionario S&P 500 en EE.UU. (véase gráfico 11).

Gráfico 11: Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 – 2011
(en porcentajes)



Fuente: Bloomberg

RECUADRO 3 El límite de la deuda en EE.UU. y sus implicancias para los fondos soberanos

Las dificultades que enfrentó el Gobierno de EE.UU. para aumentar el límite de endeudamiento público a mediados de 2011, es decir, la cantidad máxima autorizada por el Congreso de EE.UU. para el endeudamiento del Tesoro, dejaron en evidencia la difícil situación fiscal de este país. El Gobierno se vio en la necesidad de solicitar al Congreso un aumento en el límite de endeudamiento después de alcanzar el máximo autorizado en mayo de ese año. Sin este aumento, el Gobierno no podría cumplir con sus necesidades presupuestarias y/o sus obligaciones financieras. Sin embargo, este proceso fue complejo porque su aprobación fue supeditada a la implementación de medidas concretas para reducir en forma sustentable el déficit fiscal.

En este escenario, la clasificadora de riesgo Standard and Poor's advirtió que bajaría la clasificación de riesgo de EE.UU., si no se definían medidas concretas para dar sustentabilidad al nivel de endeudamiento de dicho país. Esta advertencia generó incertidumbre en los mercados financieros internacionales, porque los bonos del Tesoro de los Estados Unidos han sido considerados históricamente como los instrumentos de inversión más seguros.

Después de varios meses de debate en el Congreso, y sin llegar a un acuerdo concreto de cómo reducir el déficit, a comienzos de agosto éste autorizó el aumento del límite de la deuda y estableció un Comité para que definiera reducciones en el gasto fiscal. Si dicho Comité no era capaz de acordar a fines de 2011 qué gastos deberían ser reducidos, se gatillarían reducciones automáticas. A pesar de lo anterior, Standard and Poor's redujo la clasificación de EE.UU. de AAA a AA+, argumentando que las medidas acordadas eran insuficientes para reducir el endeudamiento en el mediano plazo. Es importante señalar que las otras clasificadoras de riesgo, Fitch y Moody's, mantuvieron la clasificación de ese país y que las tasas de interés de los bonos de EE.UU. no sólo no aumentaron (que es lo que ocurriría si el mercado financiero estima que el riesgo soberano aumentó) sino que incluso cayeron después del anuncio.

Los fondos soberanos se vieron favorecidos por la incertidumbre generalizada en los mercados financieros sobre la solidez financiera de diversos países en el mundo, especialmente debido a la crisis europea, debido a que sus portafolios de inversión estaban constituidos principalmente por instrumentos de renta fija de EE.UU., Alemania y Japón, considerados como activos de reserva. A su vez, esto reafirma la recomendación del Comité Financiero de no alterar la política de inversión, a pesar de las dificultades que estaba enfrentando el Gobierno de los EE.UU., manteniendo una perspectiva de largo plazo en sus recomendaciones.

CAPÍTULO 8

Fondo de Estabilización Económica y Social

8.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

Coherentemente con los objetivos descritos en el capítulo 3.1, el objetivo principal de la política de inversión del FEES es maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Esta aversión al riesgo se refleja en la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

La política de inversión considera una composición estratégica de activos de 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos (nominales) y 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación, con una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes (véase cuadro 1). Es importante mencionar que, a partir de mayo de 2011, el fondo se invierte con un mayor énfasis pasivo, permitiendo desviaciones marginales respecto a la composición estratégica de activos. Según esta composición referencial, el 85% de fondo debe estar expuesto a instrumentos soberanos según la siguiente distribución por país: 42,5% en instrumentos emitidos por el Gobierno de EE.UU., 34% en Alemania y 8,5% en Japón. El 15% restante se debe invertir en bancos cuya elección depende del BCCh de acuerdo a los límites por emisor que se encuentran establecidos en las directrices de inversión. En el fondo no se permite el apalancamiento y el uso de derivados se limita solamente para cobertura cambiaria.

Cuadro 1: Índices del comparador referencial
(porcentaje)

Comparador Referencial	USD	EUR	JPY	Total
Mercado monetario	15,0	12,0	3,0	30,0
Merrill Lynch Libid 3 Month Average	7,5	6,0	1,5	15,0
Merrill Lynch Treasury Bills Index	7,5	6,0	1,5	15,0
Bonos soberanos (nominal)	31,5	28,0	7,0	66,5
Barclays Capital Global Treasury: USA	31,5	—	—	31,5
Barclays Capital Global Treasury: Germany	—	28,0	—	28,0
Barclays Capital Global Treasury: Japan	—	—	7,0	7,0
Bonos soberanos indexados (real)	3,5			3,5
Barclays Capital U.S. Treasury: U.S. TIPS 1-10 años	3,5			
Total	50,0	40,0	10,0	100,0

Fuente: Ministerio de Hacienda

La política de inversión vigente ha sido consistente con los objetivos del FEES. Ésta considera la inversión en instrumentos de renta fija en monedas de reserva, que típicamente se ven favorecidas en momentos de crisis. Ello no sólo permite maximizar el valor acumulado de estos recursos medido en moneda extranjera, sino que también su conversión a pesos (moneda en la cual se realiza la mayor parte del gasto fiscal) cuando el uso de estos recursos es más necesario. A modo de ejemplo, durante la crisis de 2008, la rentabilidad de los fondos no se vio mermada. Por el contrario, su desempeño en pesos fue muy favorable. Esto contrasta con la rentabilidad obtenida por otros fondos del mundo, cuyo perfil más riesgoso los hizo sufrir importantes pérdidas de corto plazo.

A pesar de los buenos resultados obtenidos con la política vigente y de acuerdo a lo señalado en el capítulo 5, se espera que, durante el 2012, el Comité Financiero realice alguna recomendación respecto a la política de inversión que incorpore los resultados del estudio realizado por el profesor Eduardo Walker durante 2011 para una mejor adaptación de la política de inversión a los objetivos del fondo. A partir de esta recomendación, el Ministro de Hacienda evaluará los posibles cambios y la oportunidad para su implementación, si lo estima conveniente.

8.2 VALOR DE MERCADO

El valor de mercado del FEES al cierre de 2011 fue US\$ 13.157 millones, comparado con US\$ 12.720 millones al cierre de 2010. El aumento en el valor del fondo se debió a ganancias netas de las inversiones por US\$ 437 millones. En 2011 no se realizaron aportes. Desde su inicio, el 6 de marzo de 2007, el FEES ha recibido aportes de capital por la suma de US\$ 19.462 millones, ha sido objeto de retiros por US\$ 9.428 millones (véase cuadro 2) y ha generado ganancias financieras netas de US\$ 3.122 millones (véase cuadro 3).

Cuadro 2: Aportes y retiros al FEES

(millones de dólares)

Periodo	Aportes		Retiros	
	Monto	% PIB	Monto	% PIB
2007	13.100	8,9	—	—
2008	5.000	3,1	—	—
2009	—	—	9.278	5,5
2010	1.362	0,8	150	0,1
2011	—	—	—	—
Total	19.462		9.428	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 3: Evolución y descomposición del valor de mercado del FEES

(millones de dólares)

Descomposición	2007	2008	2009	2010	2011	Desde el inicio ^(a)
Valor de Mercado Inicial	0	14.033	20.211	11.285	12.720	0
Aportes	13.100	5.000	0	1.362	0	19.462
Retiros	0	0	-9.278	-150	0	-9.428
Interés Devengado	326	624	404	228	237	1.819
Ganancias (pérdidas) de capital	607	556	-51	-4	201	1.309
Costos de Adm., Custodia y otros	-0,3	-2,0	-1,6	-1,1	-1,2	-6,2
Ganancias financieras netas	933	1.178	352	223	437	3.122
Valor de Mercado Final	14.033	20.211	11.285	12.720	13.157	13.157

(a) El FEES fue creado al refundir en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N° 3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007.

Fuente: Ministerio de Hacienda

8.3 RENTABILIDAD

En 2011 la rentabilidad neta de costos de administración en dólares fue de 3,41%. Ésta se descompone en un retorno de 4% en moneda de origen y en -0,59% por los efectos de los tipos de cambio²⁰. Por su parte, la rentabilidad neta equivalente en pesos fue 14,75%, explicada principalmente por la depreciación del peso con respecto al dólar en el año. Desde el 31 de marzo de 2007, la rentabilidad neta en dólares anualizada fue 5,07% y se debe principalmente al efecto de la rentabilidad en moneda de origen (4,15%). En el mismo periodo la rentabilidad neta equivalente en pesos fue 4,36% (véase cuadro 4 y gráfico 12). La TIR en dólares fue de 3,42% en 2011 y 4,93% anualizada desde la creación del fondo.

Cuadro 4: Rentabilidad neta del FEES
(porcentaje)

Retornos ^(a)	2011	Últimos 3 años	Desde el Inicio ^(b)
Moneda de Origen	4,00	2,71	4,15
Tipo de Cambio	-0,59	-0,14	0,92
Retorno en USD	3,41	2,57	5,07
Tipo de Cambio CLP	11,34	-6,06	-0,71
Retorno en CLP ^(c)	14,75	-3,49	4,36

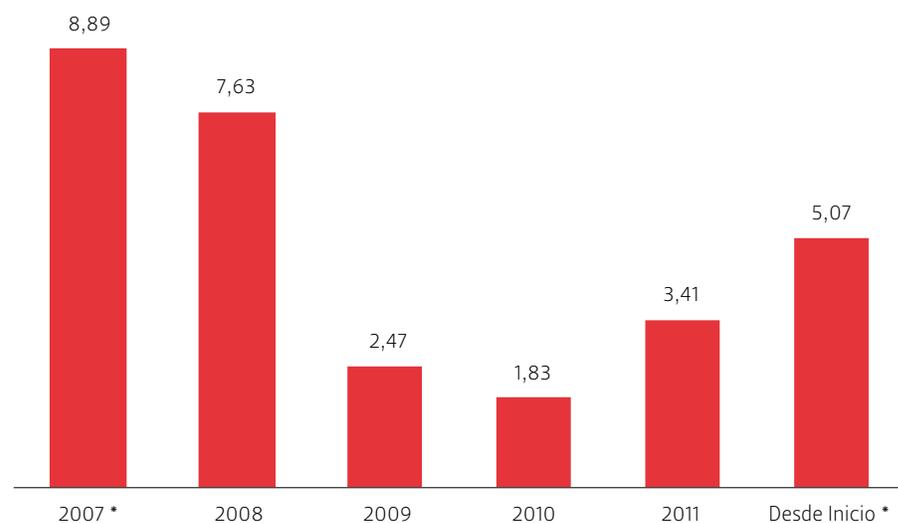
(a) Time Weighted Return (rentabilidad que se calcula como la tasa de crecimiento que tienen los fondos que se mantuvieron invertidos durante todo el período).

(b) La medición de la rentabilidad desde el inicio se calcula a partir del 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

(c) El retorno en CLP corresponde a la suma de la variación porcentual de la paridad peso-dólar al retorno en dólares.

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 12: TWR anual del FEES
(porcentaje)



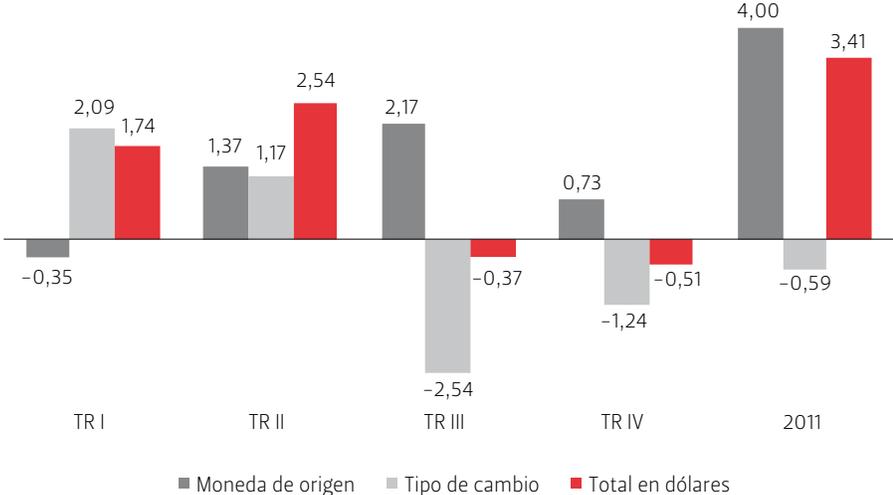
*Calculada a partir del 31 de marzo de 2007.

Fuente: Ministerio de Hacienda

20 La rentabilidad de los fondos soberanos se ve afectada principalmente por las tasas de interés y los tipos de cambio. El nivel y los movimientos de las tasas de interés determinan en gran parte el valor de los instrumentos financieros en su moneda de emisión (moneda de origen). No obstante, dado que los fondos se invierten en dólares, euros y yenes, y que la rentabilidad del portafolio se mide en dólares, la paridad de esta moneda con respecto a las demás impacta el resultado de los fondos.

El gráfico 13 presenta la descomposición trimestral del retorno neto en 2011, separando la rentabilidad en moneda de origen y en tipo de cambio. Es posible observar que en el primer y segundo trimestre se experimentaron los retornos más altos, 1,74% y 2,54% respectivamente. Estos resultados se debieron al impacto positivo que tuvieron las paridades cambiarias en ambos trimestres, principalmente por la apreciación del euro con respecto al dólar y, en menor parte, por la rentabilidad positiva en moneda de origen del segundo trimestre. Las rentabilidades en el tercer y cuarto trimestre fueron negativas, -0,37% y -0,51% respectivamente. Al contrario de lo sucedido en la primera parte del año, el euro con respecto al dólar se depreció fuertemente en el segundo semestre afectando negativamente los resultados del fondo. Esto fue compensado en parte por las rentabilidades positivas en moneda de origen del tercer y cuarto trimestre debido al rendimiento positivo de los instrumentos del fondo, que se vieron favorecidos por el deterioro de la situación en los mercados internacionales, y por la apreciación del yen con respecto al dólar en el mismo periodo.

Gráfico 13: Rentabilidad neta del FEES trimestral desglosada en moneda de origen y tipo de cambio (porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda

La evolución del rendimiento de las inversiones del fondo se puede visualizar a través de un índice que cambia su valor a partir de los retornos diarios obtenidos por su cartera. Es posible observar que a fines de 2011 el índice alcanzó 126,5 con respecto a un valor inicial de 100 el 31 de marzo de 2007 (véase gráfico 14).

Gráfico 14: Índice que representa la rentabilidad del FEES

(31 de marzo 2007 = 100)

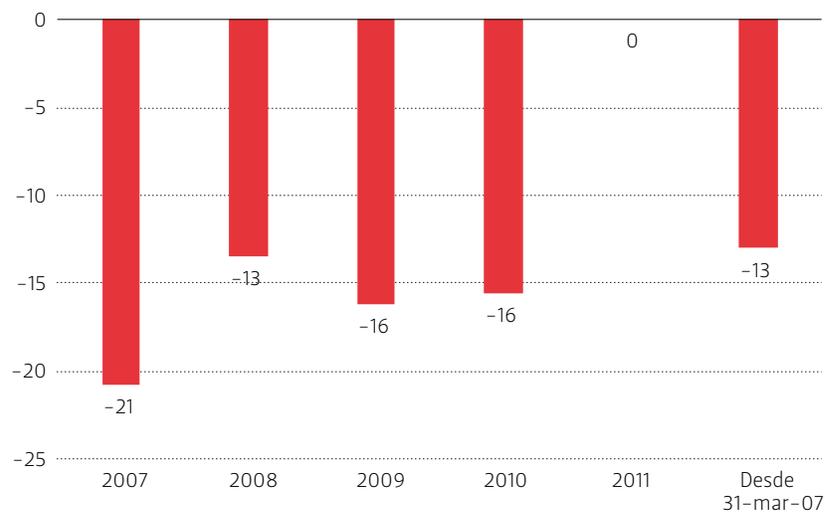


Fuente: Ministerio de Hacienda

En relación a la gestión del BCCh, el retorno neto del FEES en dólares en 2011 fue igual al de su *benchmark*, consistente con el mayor énfasis pasivo en el fondo a partir del 1° de mayo de 2011. Desde el 31 de marzo de 2007, el retorno anualizado del BCCh ha estado por debajo de su *benchmark* en 13 puntos base (véase gráfico 15).

Gráfico 15: Retorno en exceso del FEES con respecto al *benchmark*

(puntos base)



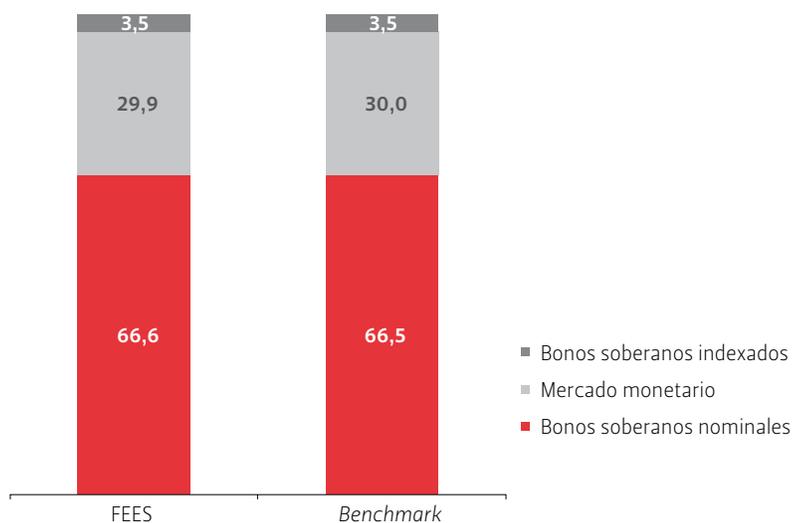
Fuente: Ministerio de Hacienda

8.4 COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

La composición del portafolio de inversión del FEES durante 2011 se mantuvo muy similar a la de años anteriores. La distribución de sus inversiones por clase de activo, países y monedas refleja la composición de sus comparadores referenciales, que en su mayor parte no ha cambiado desde el inicio del fondo.

A diciembre de 2011, la composición por clase de activos del FEES consistía en US\$ 8.756 millones en bonos soberanos nominales, US\$ 3.939 millones en instrumentos del mercado monetario²¹ y US\$ 461 millones en bonos soberanos indexados a inflación. Al cierre del año, en términos porcentuales, el fondo tenía una composición por clases de activo y monedas casi idéntica a la de su *benchmark* (véase gráfico 16 y 17).

Gráfico 16: Composición por clase de activo del FEES al 31 de diciembre de 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

²¹ Incluye letras emitidas por entidades soberanas con una madurez menor a un año.

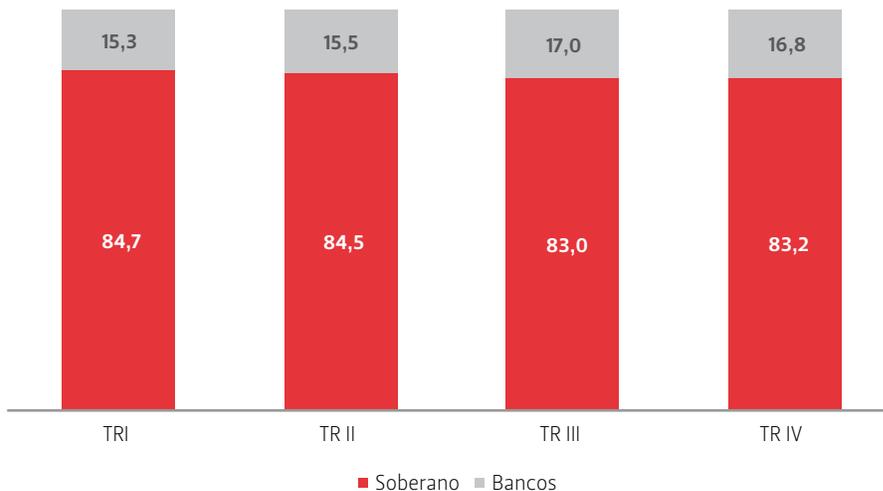
Gráfico 17: Composición de monedas del FEES al 31 de diciembre de 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

En relación a la exposición por tipo de riesgo crediticio, ésta se mantuvo relativamente estable durante 2011 (véase gráfico 18). En el caso de los instrumentos soberanos, a partir del 1° de mayo de 2011 el fondo se ha invertido solamente en Estados Unidos, Alemania y Japón, coherentemente con un mayor énfasis pasivo de la política de inversión implementado en esa fecha. Al cierre de 2011 la exposición soberana en el FEES era US\$ 10.950 millones, que en términos porcentuales representaban el 83,2% (véase cuadro 5). Por su parte, la exposición bancaria era de US\$2.207 millones, que en términos porcentuales representaba el 16,8% de su portafolio. Es importante mencionar que las inversiones en bancos durante 2011 correspondieron principalmente a depósitos a plazo en bancos europeos elegidos por el BCCh tomando en consideración la relación riesgo y retorno de cada uno de ellos al momento de realizar el depósito. El cuadro 6 presenta el detalle de los bancos con depósitos vigentes al cierre de 2011.

Gráfico 18: Composición por exposición crediticia del FEES en 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 5: Composición del FEES por tipo de riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011
(millones de dólares y porcentajes del total)

Exposición	País	MM US\$	% del Total
Soberana	EE.UU.	5.548	42,2
	Alemania	4.272	32,5
	Japón	1.130	8,6
	Total	10.950	83,2
Bancaria	Alemania	866	6,6
	Holanda	564	4,3
	Austria	326	2,5
	Israel	129	1,0
	Reino Unido	122	0,9
	Japón	92	0,7
	Finlandia	53	0,4
	Dinamarca	50	0,4
	Otros	4	0,0
	Total	2.207	16,8
Total Fondo	13.157	100	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 6: Listado de bancos con depósitos vigentes en el FEES al 31 de diciembre de 2011

Bancos	País
Bank Hapoalim	Israel
Bayerische Landesbank	Alemania
Commerzbank ag	Alemania
Danske Bank Aktieselskab	Dinamarca
Dekabank Deutsche Girozentra	Alemania
Deutsche Bank AG	Alemania
Dnb Nord Banka	Noruega
Erste Group Bank AG	Austria
ING Bank NV	Holanda
Landesbank Baden-Wuerttemberg	Alemania
Lloyds TSB Bank PLC	Reino Unido
Mizuho Corp Bank	Japón
Nordea Bank Finland PLC	Finlandia
NV Bank Nederlandse	Holanda
Rabobank Nederland	Holanda
Raiffeisen Bank International AG (RBI)	Austria
The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ	Japón
Unicredit Bank	Alemania

Fuente: Ministerio de Hacienda

La calidad crediticia de los emisores soberanos en el FEES es función directa de su *benchmark*. Es decir, la distribución por clasificación de riesgo depende de los porcentajes establecidos en él para EE.UU., Alemania y Japón. En el caso de la exposición bancaria, ésta depende de las decisiones tomadas por el BCCh que, como ya se explicó anteriormente, evalúa la relación riesgo y retorno de cada banco al momento de realizar el depósito (véase cuadro 7). Cabe señalar que, al cierre de diciembre, 1,2% del fondo estaba invertido en depósitos a plazo en el banco alemán Bayerische Landesbank, cuya clasificación de riesgo se redujo a BBB+ el 18 de noviembre de 2011, quedando bajo el mínimo permitido en las directrices de inversión (A-). La situación se regularizó en marzo de 2012 una vez que vencieron los depósitos.

Cuadro 7: Exposición crediticia del FEES al 31 de diciembre de 2011
(porcentajes del total)

Emisor	Clasificación de Riesgo									Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	Otros	
Soberano	74,6	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	83,2
Bancario	3,2	0,0	0,0	0,4	2,7	8,3	1,0	1,2	0,0	16,7

Fuente: Ministerio de Hacienda

8.5 INGRESOS DEL PROGRAMA DE PRÉSTAMO DE VALORES Y COSTOS DE ADMINISTRACIÓN

El costo total asociado a la gestión del FEES se descompone en pagos al custodio por US\$ 544,6 mil y la remuneración al BCCh que alcanzó US\$ 613,8 mil, equivalente a 0,47 puntos base (pb) del tamaño del fondo. Por su parte, los ingresos provenientes del programa de préstamo de valores, US\$ 2.868,8 mil, sobrepasaron el costo total asociado a la gestión del fondo (véase cuadro 8). Es importante señalar que, coherentemente con lo explicado en el capítulo 5, los ingresos del programa de préstamos de valores en 2011 más que duplicaron los de 2010. Esto fue el resultado de la expansión del tipo de colaterales que podían ser utilizados en el programa.

Cuadro 8: Costos de administración y custodia, e ingresos del programa de préstamo de valores del FEES
(miles de dólares)

Ítems	2009	2010	2011
Custodia (J.P. Morgan)	816,7	622,1	544,6
Administración (BCCh)	804,6	506,4	613,8
Otros costos	—	—	—
Costos totales	1.621,3	1.128,5	1.158,4
Programa de préstamo de valores	931,9	1.290,3	2.868,8

Fuente: Ministerio de Hacienda

CAPÍTULO 9

Fondo de Reserva de Pensiones

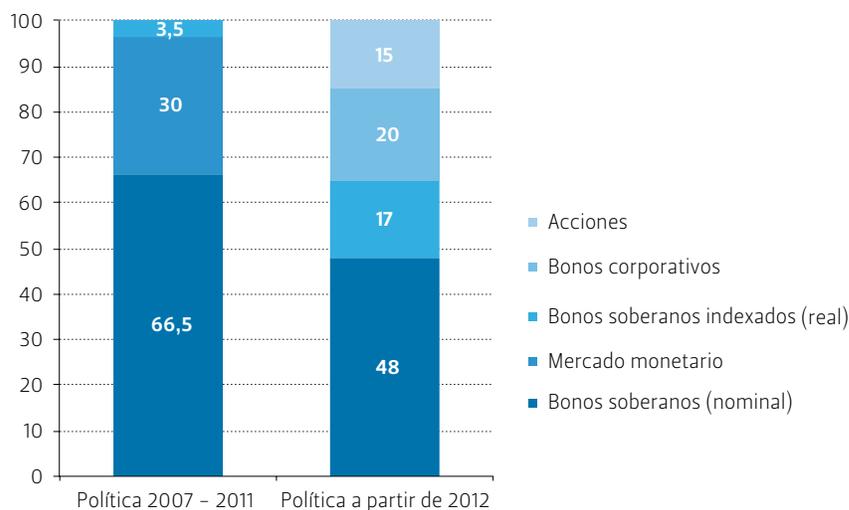
9.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

El principal objetivo de inversión del FRP es generar recursos que permitan financiar parte de las obligaciones fiscales en pensiones. Para esto se ha definido el objetivo específico de maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, considerando el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar.

Al cierre de 2011, la política de inversión vigente (desde la creación de los fondos) del FRP era similar a la del FEES. Esta consideraba una composición estratégica de activos de 30% en instrumentos del mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación, con una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes (para una descripción completa de la política vigente véase el segundo párrafo del capítulo 8.1).

Sin embargo, a comienzos de 2012, comienza la implementación de una nueva política de inversión (véase recuadro 4), que define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos nominales, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos (véase gráfico 19). La nueva política fue recomendada por el Comité Financiero a fines de 2010, con el apoyo de un estudio elaborado por la consultora Mercer, que utilizó los parámetros de retorno y riesgo antes definidos. Es importante mencionar que las clases de activo con exposición soberana serán gestionadas por el BCCCh y las de acciones y bonos corporativos por administradores externos que fueron seleccionados durante 2011, como se mencionó anteriormente en el capítulo 5.

Gráfico 19: Comparación de la composición estratégica de activos
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

RECUADRO 4 Nueva política de inversión para el Fondo de Reserva de Pensiones

La nueva política de inversión definida para el FRP se basó en los objetivos de inversión del fondo, es decir, maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como una probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. Se considera que el horizonte de inversión es de mediano a largo plazo, considerando el tamaño y la oportunidad de las obligaciones que debe financiar (pensiones).

La nueva política define una composición de cartera de 48% en bonos soberanos nominales, 17% en bonos soberanos indexados a la inflación, 15% en acciones y 20% en bonos corporativos. Los portafolios de bonos soberanos nominales e indexados a inflación serán gestionados directamente por el Banco Central de Chile, mientras que los de acciones y bonos corporativos serán responsabilidad de administradores externos contratados por el banco. La implementación de la nueva política comenzará en enero de 2012 y la composición antes mencionada se logrará a mediados de marzo de 2012.

Las clases de activo definidas en esta política se invertirán según comparadores referenciales altamente diversificados (véase cuadro R4.1) y de acuerdo a un mandato predominantemente pasivo. Para lo anterior se definió un límite de *tracking error ex ante* de 50 puntos base para el portafolio de bonos soberanos, de 30 puntos base para el de acciones y 50 puntos base para el de bonos corporativos.

Los instrumentos y emisores elegibles están determinados por los *benchmarks* utilizados. Además se permite un uso muy limitado de Exchange Traded Funds (ETFs), fondos mutuos y futuros con el fin de facilitar el seguimiento de los *benchmarks*. No se permite el apalancamiento y se autorizó un uso limitado de *forwards* (solamente están permitidos para cobertura cambiaria).

Se ha definido una política de rebalanceo que permite converger a la composición estratégica antes señalada y se gatilla cada vez se realice un aporte al FRP y cuando se sobrepasen ciertos rangos de desviación permitidos para cada clase de activo.

Así, considerando la naturaleza del pasivo a financiar en el FRP (pensiones), su política de inversión puede ser asimilada a la de los fondos de pensiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)¹. Desde el punto de vista de las clases de activo y sus perfiles de riesgo, la política que el FRP había tenido hasta ahora era incluso más conservadora que la de un Fondo E, puesto que este último considera hasta 5% del fondo invertido en acciones y permite la inversión en bonos corporativos. La nueva política permitirá moverse hacia un esquema relativamente similar al de un Fondo D (15% en acciones), que sería más coherente con el objetivo de retorno y perfil de riesgo definidos para el FRP. En suma, la tolerancia al riesgo sigue siendo moderada, pero va en la dirección de una política de inversiones más acorde al pasivo subyacente que se desea financiar a futuro.

¹ Hay que tener en cuenta que la mayor parte de las inversiones en renta fija de los multifondos de las AFP (incluidos los fondos D y E) está invertida en renta fija nacional (en pesos y UF), sin riesgo cambiario. En el caso del FRP, sus recursos son invertidos en el exterior y no existe cobertura cambiaria.

Cuadro R4.1 : Composición estratégica de activos y *benchmarks*
(porcentaje del portafolio)

Composición estratégica de activos		<i>Benchmarks</i>
Clase de Activo	Porcentaje del Total	
Bonos Soberanos y otros Activos Relacionados ^(a)	48%	Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedged) Barclays Capital Global Aggregate: Government-Related (unhedged)
Bonos Soberanos Indexados a Inflación (real)	17%	Barclays Capital Global Inflation-Linked Index (unhedged)
Bonos Corporativos	20%	Barclays Capital Global Aggregate: Corporates Bond Index (unhedged)
Acciones	15%	MSCI All Country World Index (unhedged con dividendos reinvertidos)

(a) Cada subíndice de esta clase de activo se agrega de acuerdo a su capitalización relativa.

Fuente: Ministerio de Hacienda

9.2 VALOR DE MERCADO

El valor de mercado del FRP al 31 de diciembre de 2011 fue de US\$ 4.406 millones, lo que representa un incremento de US\$ 569 millones con respecto al cierre de 2010. Este aumento se debe principalmente a un aporte por US\$ 443 millones, equivalente a 0,2% del PIB de 2010 (véase cuadro 9) y a ganancias financieras netas por US\$ 126 millones.

Desde su creación, el 28 de diciembre de 2006, el fondo ha recibido aportes por US\$ 3.867 millones y sus inversiones han generado ganancias financieras netas de US\$ 538 millones (véase cuadro 10).

Cuadro 9: Aportes anuales al FRP

(millones de dólares)

Periodo	Monto aporte	% PIB (año ant.)
2006	605	0,5
2007	736	0,5
2008	909	0,5
2009	837	0,5
2010	337	0,2
2011	443	0,2
Total	3.867	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 10: Evolución y descomposición del valor de mercado del FRP

(millones de dólares)

Descomposición	2007	2008	2009	2010	2011	Desde el inicio ^(a)
Valor de Mercado Inicial	605	1.466	2.507	3.421	3.837	0
Aportes	736	909	837	337	443	3.867
Retiros	0	0	0	0	0	0
Interés Devengado	46	71	72	70	75	334
Ganancias (pérdidas) de capital	80	60	6	9	51	206
Costos de Adm., Custodia y otros	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,6
Ganancias financieras netas	125	131	77	79	126	538
Valor de Mercado Final	1.466	2.507	3.421	3.837	4.406	4.406

(a) La creación del FRP se realizó el 28 de diciembre de 2006, con un aporte inicial de US\$604,5 millones.

Fuente: Ministerio de Hacienda

9.3 RENTABILIDAD

La rentabilidad neta de costos de administración en dólares fue 3,41% en 2011. Este valor se descompone en una ganancia de 4% en la moneda de origen de los instrumentos en que se invierte y una rentabilidad negativa de 0,59% causada por el efecto de los movimientos de los tipos de cambio, principalmente por la depreciación del euro en el año. Por su parte, la rentabilidad neta equivalente en pesos fue 14,75% en 2011, explicada por la depreciación que experimentó dicha moneda con respecto al dólar. Desde el 31 de marzo de 2007, la rentabilidad neta en dólares anualizada fue 5,01% y su equivalente en pesos 4,3%. Es importante señalar que, hasta el cierre de 2011, los retornos experimentados en las inversiones del FEES y del FRP eran muy parecidos ya que, desde sus inicios, habían tenido políticas de inversión similares (véase cuadro 11 y gráfico 20). En relación a la TIR en dólares, ésta fue de 3,06% en 2011 y 4,03% anual desde la creación del fondo.

Cuadro 11: Rentabilidad neta del FRP

(porcentaje)

Retornos ^(a)	2011	Últimos 3 años	Desde el Inicio ^(b)
Moneda de Origen	4,00	2,64	4,09
Tipo de Cambio	-0,59	-0,14	0,92
Retorno en USD	3,41	2,50	5,01
Tipo de Cambio CLP	11,34	-6,06	-0,71
Retorno en CLP ^(c)	14,75	-3,56	4,30

(a) Time Weighted Return (rentabilidad que se calcula como la tasa de crecimiento que tienen los fondos que se mantuvieron invertidos durante todo el período).

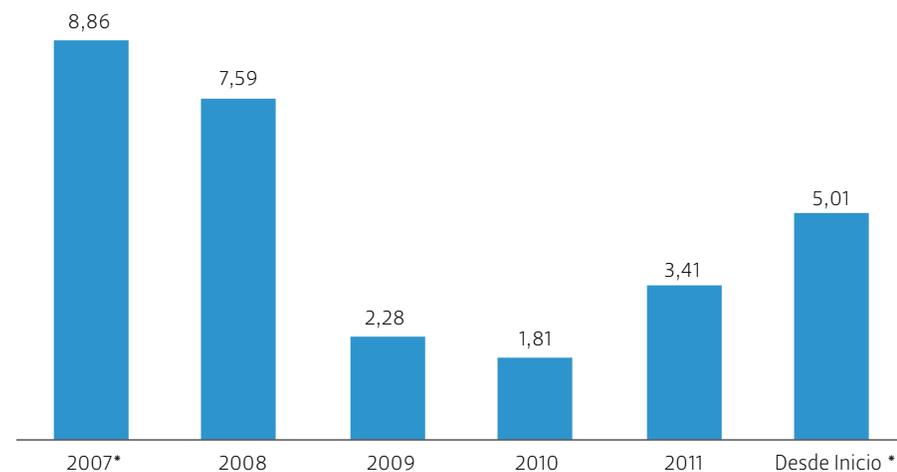
(b) La medición de la rentabilidad desde el inicio se calcula a partir del 31 de marzo de 2007, fecha en que se inició la medición del desempeño del Banco Central de Chile.

(c) El retorno en CLP corresponde a la suma de la variación porcentual de la paridad peso-dólar al retorno en dólares.

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 20: TWR anual del FRP

(porcentaje)

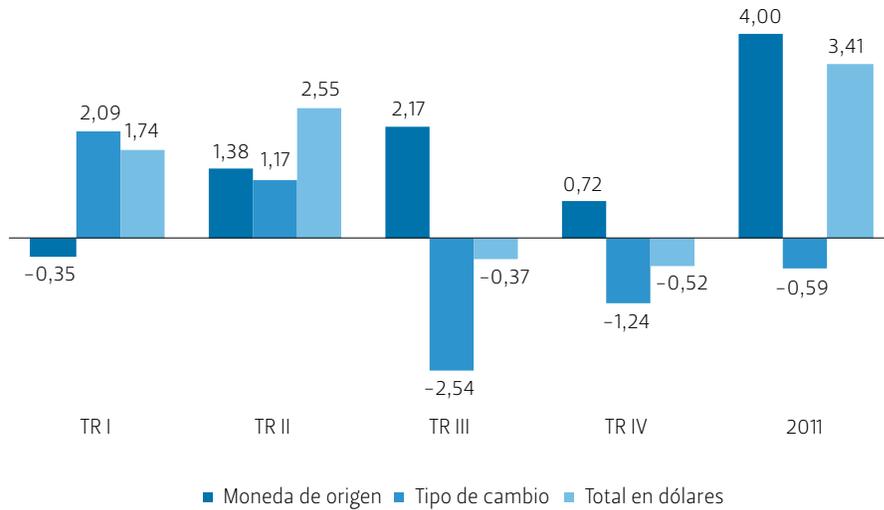


*Calculada a partir del 31 de marzo de 2007.

Fuente: Ministerio de Hacienda

El gráfico 21 presenta la evolución trimestral de la rentabilidad del FRP descompuesta entre rentabilidad en moneda de origen y tipo de cambio. Ver el capítulo 8.3 para una explicación general de los principales factores que afectaron dichos retornos en 2011.

Gráfico 21: Rentabilidad neta del FRP trimestral desglosada en moneda de origen y tipo de cambio
(porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Una manera de visualizar la evolución de las rentabilidades obtenidas por el fondo es a través de un índice que ajusta su valor según los retornos diarios experimentados por la cartera (véase gráfico 22). A pesar de la volatilidad experimentada por el índice, es posible observar que su valor volvió a aumentar con respecto al cierre de años anteriores, alcanzando 126,1 a fines de 2011.

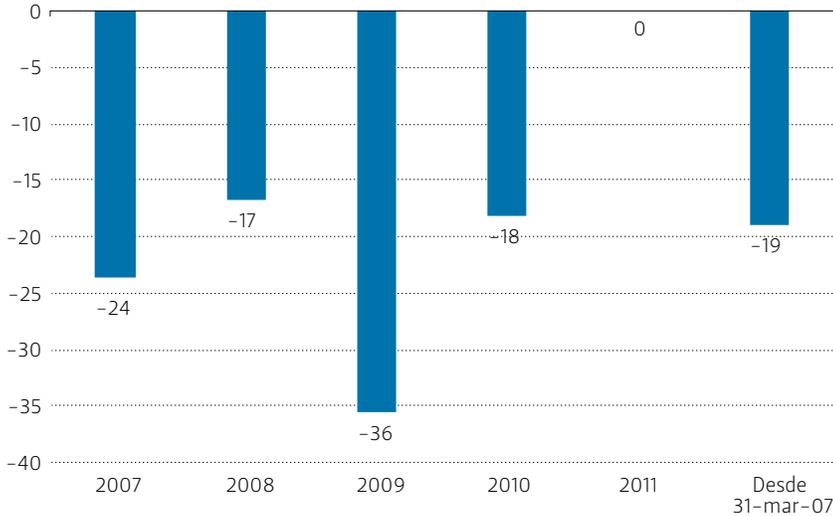
Gráfico 22: Índice que representa la rentabilidad del FRP
(31 de marzo 2007 = 100)



Fuente: Ministerio de Hacienda

El desempeño del BCCCh, medido como la diferencia entre la rentabilidad del portafolio y la del comparador referencial, fue 0 pb en 2011, mientras que desde el 31 de marzo de 2007 la rentabilidad anualizada fue 19 pb inferior a la del *benchmark* (véase gráfico 23). Al igual que en el FEES, el resultado de 2011 es coherente con el mayor énfasis pasivo implementado en la gestión del fondo a partir del 1° de mayo de 2011.

Gráfico 23: Retorno en exceso del FRP con respecto al *benchmark*
(puntos base)



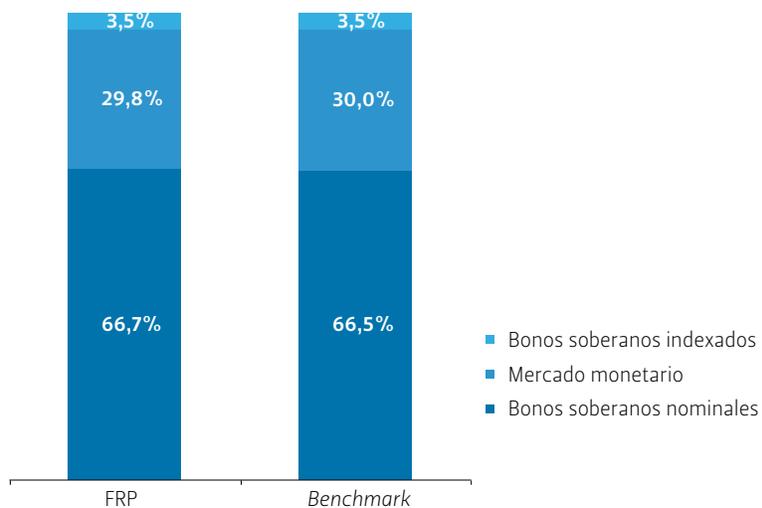
Fuente: Ministerio de Hacienda

9.4 COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

La composición de la cartera del FRP durante 2011 fue muy parecida a la del FEES principalmente porque ambos fondos eran gestionados con un mandato pasivo y los dos fondos, hasta el cierre del año, tenían la misma política de inversión.

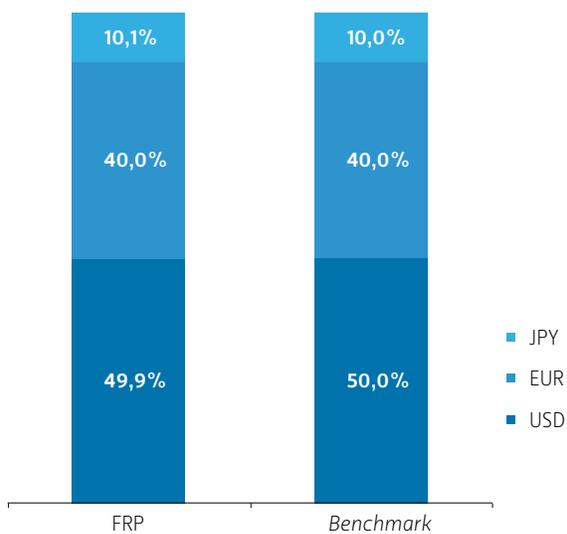
A diciembre de 2011, la composición por clase de activos del FRP consistía en US\$ 2.940 millones en bonos soberanos nominales, US\$ 1.311 millones en instrumentos del mercado monetario y US\$ 154 millones en bonos soberanos indexados a inflación. En términos porcentuales, el fondo tenía una composición por clase de activo y moneda similar a la de su *benchmark* (véase gráfico 24 y 25).

Gráfico 24: Composición por clase de activo del FRP al 31 de diciembre de 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

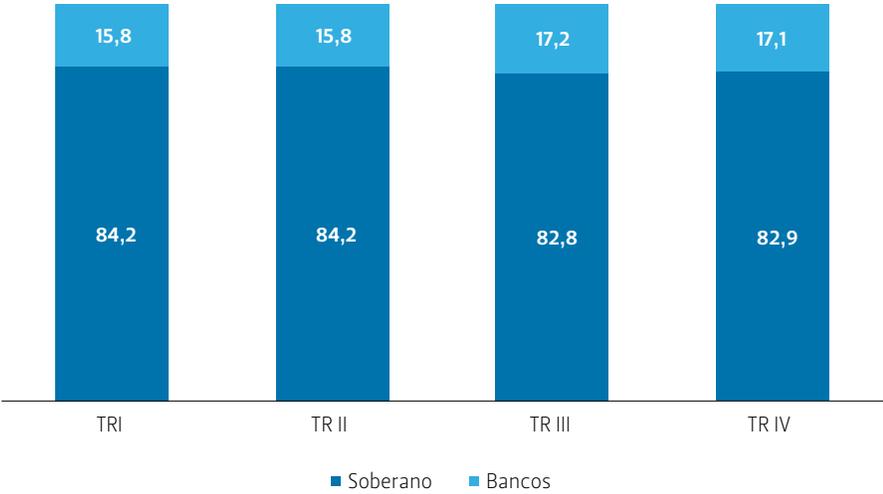
Gráfico 25: Composición de monedas del FRP al 31 de diciembre de 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Al igual que en el FEES, la distribución por tipo de riesgo, soberano y bancario, se mantuvo bastante estable durante el año 2011 y similar a la de su comparador referencial (véase gráfico 26). Sin embargo, en el caso del FRP, es posible observar que la exposición bancaria durante el segundo semestre se acercó al 17% de la cartera. Esto se debió principalmente a que el BCCh mantuvo una mayor proporción en depósitos a plazo, anticipando los recursos que se transferirían a los administradores externos de la nueva política de inversión. Al cierre de 2011, la exposición bancaria era US\$ 753 millones equivalente a 17,1% del portafolio. Por su parte, la exposición soberana era de US\$ 3,653 millones, que en términos porcentuales representaban el 82,9% de su portafolio (véase cuadro 12). El cuadro 13 presenta el detalle de los bancos con depósitos vigentes al cierre de 2011.

Gráfico 26: Composición por exposición crediticia del FRP en 2011
(porcentaje del portafolio)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 12: Composición del FRP por tipo de riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011

(millones de dólares y porcentajes del total)

Exposición	País	MM US\$	% del Total
Soberana	EE.UU.	1.839	41,8
	Alemania	1.435	32,6
	Japón	378	8,6
	Total	3.653	82,9
Bancaria	Holanda	265	6,0
	Alemania	226	5,1
	Austria	79	1,8
	Noruega	63	1,4
	Japón	38	0,9
	Dinamarca	32	0,7
	Reino Unido	25	0,6
	Suecia	23	0,5
	Otros	2	0,0
	Total	753	17,1
Total Fondo	4.406	100,0	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 13: Listado de bancos con depósitos vigentes en el FRP al 31 de diciembre de 2011

Bancos	País
Bayerische Landesbank	Alemania
Danske Bank Aktieselskab	Dinamarca
Dekabank Deutsche Girozentra	Alemania
Deutsche Bank AG	Alemania
Dnb Nord Banka	Noruega
Erste Group Bank AG	Austria
ING Bank NV	Holanda
Landesbank Baden-Wuerttemberg	Alemania
Lloyds TSB Bank PLC	Reino Unido
Mizuho Corp Bank	Japón
NV Bank Nederlandse	Holanda
Rabobank Nederland	Holanda
Raiffeisen Bank International AG	Austria
Skandinaviska Enskilda Banken	Suecia
Unicredit Bank	Alemania

Fuente: Ministerio de Hacienda

La distribución por clasificación de riesgo tanto para bonos soberanos como para bancos se presenta en el cuadro 14. Al igual que el FEES, al cierre de diciembre de 2011 un pequeño porcentaje del FRP (0,7%) se encontraba invertido en el banco alemán Bayerische Landesbank, que dejó de ser elegible a mediados de noviembre de ese año producto de una disminución en su clasificación de riesgo. Esta situación se normalizó a comienzos de 2012, una vez que los depósitos vencieron.

Cuadro 14: Exposición crediticia del FRP al 31 de diciembre de 2011
(porcentajes del total)

Emisor	Clasificación de Riesgo									Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	Otros	
Soberano	74,3	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	82,9
Bancario	4,8	0,0	0,0	0,0	5,1	6,5	0,0	0,7	0,0	17,1

Fuente: Ministerio de Hacienda

Es importante destacar que, a partir de 2012, con la implementación de la nueva política de inversión, la composición de cartera se diferenciará bastante con respecto a la composición actual. Esto se debe a la incorporación de dos nuevas clases de activos, acciones y bonos corporativos, y la inclusión de un mayor número de emisores en renta fija soberana.

9.5 INGRESOS DEL PROGRAMA DE PRÉSTAMO DE VALORES Y COSTOS DE ADMINISTRACIÓN

El costo total asociado a la gestión del FRP se descompone en servicios de custodia, por US\$ 217,8 mil, y la remuneración asociada a la administración del BCCh, que alcanzó US\$ 194,7 mil. El costo del BCCh representó 0,44 pb del tamaño del portafolio durante 2011. Por su parte, los ingresos generados por el programa de préstamo de valores, por US\$ 923,2 mil permitieron financiar la totalidad de los gastos de administración y custodia (véase cuadro 15). Al igual que en el FEES, el aumento en los ingresos del programa de préstamo de valores en comparación con años anteriores estuvo asociado principalmente a una ampliación del tipo de instrumentos elegibles como colateral.

Cuadro 15: Costos de administración y custodia, e ingresos del programa de préstamo de valores del FRP
(miles de dólares)

Ítems	2009	2010	2011
Custodia (J.P. Morgan)	192,9	252,8	217,8
Administración (BCCh)	155,4	153,6	194,7
Otros costos ^(a)	—	—	20,0
Costos totales	348,3	406,4	432,5
Programa de préstamo de valores	205,7	399,8	923,2

(a) Primer pago al consultor Strategic Investment Solutions.

Fuente: Ministerio de Hacienda

CAPÍTULO

10

Descripción de los Principales Riesgos Financieros

Los fondos soberanos se exponen a diversos tipos de riesgos producto de su inversión en diferentes instrumentos financieros, los que se pueden categorizar como riesgo de mercado, de crédito, de liquidez, de administración activa y operacional. Para limitar la exposición a estos riesgos, el Ministerio de Hacienda incluye restricciones de inversión en las directrices de ejecución, que deben ser cumplidas por el BCCh al realizar las operaciones. Su cumplimiento es monitoreado por un área independiente dentro de dicha institución, por el custodio y, en última etapa, por el Ministerio de Hacienda. Asimismo, el marco institucional y la infraestructura del BCCh proveen los controles adecuados para mitigar el riesgo operacional.

10.1 RIESGO DE MERCADO

El valor de mercado de los instrumentos financieros de los fondos soberanos puede estar expuesto a pérdidas como consecuencia de los cambios en las condiciones de mercado de las tasas de interés y los tipos de cambio. A continuación se describe cada uno de estos riesgos para los fondos soberanos.

Riesgo de tasa de interés

Los movimientos de las tasas de interés afectan directamente el precio de los instrumentos de renta fija. Un incremento de las tasas produce una caída en su valor de mercado, mientras que una baja de éstas causa una ganancia. El parámetro que mide la sensibilidad de un portafolio a un movimiento paralelo de la estructura de tasas es la duración. Mientras mayor sea ésta, mayor será el riesgo de pérdida al que está expuesta la cartera ante un alza en las tasas de interés.

En el caso de los fondos soberanos se ha definido una duración de referencia que se calcula a partir de la de los índices que componen el *benchmark*, que alcanzó 2,49 años a fines de 2011. Por su parte, el FEES y el FRP tenían a esa fecha una duración de 2,46 y 2,50 años, respectivamente (véase cuadro 16). Las directrices establecen que la duración efectiva de los fondos no debe sobrepasar en más de 1 mes la de referencia. Al 31 de diciembre de 2011, la diferencia entre la duración del comparador referencial y la de los fondos no excedía un mes.

Cuadro 16: Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2011

(años)

Fondo	Portafolio	Benchmark
FEES	2,46	2,49
FRP	2,50	2,49

Fuente: Ministerio de Hacienda

Riesgo de tipo de cambio

Como consecuencia de que el retorno de los fondos se mide en dólares, el valor de las inversiones se ve también afectado por los movimientos en las paridades cambiarias, ya que la cartera incluye inversiones denominadas en euros y yenes. Es así como el valor en dólares de un bono soberano emitido en euros se ve afectado por la evolución del cambio USD/EUR. Una apreciación (depreciación) del dólar genera pérdidas (ganancias) adicionales a las que se producen por los movimientos de las tasas de interés. En el caso de los fondos, su exposición cambiaria, medida en dólares, es de 50% y es originada por sus inversiones en euros (40%) y yenes (10%).

10.2 RIESGO CREDITICIO

El emisor de un instrumento de renta fija puede entrar en una situación de cesación de pagos o default si por falta de liquidez o de capital no puede cumplir sus obligaciones financieras. De esta manera, los recursos se exponen a un mayor riesgo crediticio en la medida que aumenten las probabilidades de default de una institución o gobierno destinatario de las inversiones de los fondos. A su vez, cambios en la percepción de mercado acerca de la solvencia del emisor originan la caída en el valor de mercado de los instrumentos emitidos por éste. En el caso de los fondos soberanos, la exposición a este tipo de riesgo es controlada de distintas formas dependiendo si la exposición es soberana o bancaria. En el primer caso solamente se permite la inversión en EE.UU., Alemania y Japón con ciertos rangos de desviación (véase cuadro 17). Para bancos se han definido mínimos de clasificación crediticia y límites al monto máximo por institución (véase cuadro 18). Adicionalmente, no se puede invertir más de 20% en bancos²².

Cuadro 17: Exposición soberana
(porcentajes)

País	Punto Central	Rango de desviación
EE.UU.	50%	48%-52%
Alemania	40%	38%-42%
Japón	10%	8%-12%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cuadro 18: Máxima exposición crediticia por emisor bancario

Clases de Riesgo	Límite Máximo
AAA	3,0% * Portafolio de inversión cierre trimestre anterior
AA+	
AA	2,0% * Portafolio de inversión cierre trimestre anterior
AA-	
A+	
A	1,5% * Portafolio de inversión cierre trimestre anterior
A-	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Por otra parte, el riesgo que proviene de la ejecución de las transacciones; es decir, de las pérdidas que podrían ocurrir en el caso que la contraparte no entregue los instrumentos cuando se compran o el pago cuando se venden, es mitigado a través del uso de estructuras transaccionales o post-transaccionales que permiten la entrega de los instrumentos contra pago. Finalmente, el riesgo de mantener las inversiones bajo una institución de custodia es controlado registrando la propiedad de los fondos a nombre del Fisco y de forma separada.

²² Por otra parte, la exposición bancaria no puede ser menor al 10% de la cartera en cada fondo.

10.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se pueden generar si es necesario vender instrumentos en forma anticipada para satisfacer necesidades de efectivo. Este riesgo se acentúa en situaciones de incertidumbre, ya que algunas inversiones podrían estar expuestas a descuentos importantes en sus precios producto de la falta de demanda o profundidad de mercado.

En los fondos este riesgo se mitiga manteniendo un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo. El porcentaje de inversión en instrumentos del mercado monetario al 31 de diciembre de 2011 era de 29,9% para el FEES y de 29,8% para el FRP. Se consideran activos líquidos las letras del Tesoro, los certificados de depósito y los depósitos a plazo, entre otros. Todos ellos se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y los dos primeros por transarse en un mercado que permite liquidarlos rápidamente sin penalizaciones importantes. Por su parte, los depósitos a plazo otorgan liquidez en la medida que van venciendo.

10.4 RIESGO DE ADMINISTRACIÓN ACTIVA

Dependiendo de sus características, objetivos y especialización, un administrador de cartera puede gestionar las inversiones de forma activa o pasiva. En una estrategia pasiva, el administrador invierte en instrumentos muy parecidos a los contenidos en los comparadores referenciales con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad. Por el contrario, un administrador activo toma posiciones en instrumentos distintos a los del *benchmark* —las que se ven reflejadas en una distinta duración o composición de monedas del portafolio, entre otros— con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste. Estas posiciones agregan un componente de riesgo adicional al de una administración pasiva, conocido como riesgo activo.

El riesgo activo se puede medir a través del *tracking error* (TE)²³, el cual cuantifica el grado de seguimiento del portafolio respecto al *benchmark*. Mientras más activa es la administración más alto es el TE. A fines de 2011, el TE del FEES era 17 pb y el del FRP era 18 pb, coherentes con una administración pasiva.

10.5 RIESGO OPERACIONAL

El riesgo operacional se refiere a las pérdidas que podrían ocurrir por errores en los procesos internos, sistemas, eventos externos o fallas humanas. Ejemplos de riesgo operacional son los errores en las transacciones, fraudes, fallas en la ejecución de las responsabilidades legales (contratos), etc.

Este riesgo ha sido mitigado delegando al BCCh la administración operativa de los fondos, utilizando la misma infraestructura que el BCCh tiene disponible para el manejo de las reservas internacionales. La gestión operativa de los fondos radica en la Gerencia de Mercados Internacionales. El BCCh dispone, además, de procesos de control que contemplan una adecuada separación de las responsabilidades y funciones, aplicaciones computacionales de acuerdo a los estándares de calidad del mercado y sistemas de respaldo que permiten garantizar la continuidad operativa de la inversión de los fondos. Esto se suma a los procesos de auditoría internos y externos realizados en el BCCh para evaluar la eficacia de los controles existentes.

²³ Corresponde a la desviación estándar de las desviaciones mensuales de los retornos con respecto al *benchmark* en un período de 3 años. Se presenta en forma anualizada.

10.6 VOLATILIDAD Y OTROS INDICADORES

Uno de los indicadores típicamente utilizado para medir el riesgo de un portafolio es la volatilidad de sus retornos, que se calcula a partir de su desviación estándar. Los retornos del FEES y del FRP experimentaron una volatilidad anual de 4,8% en 2011. Este valor aumenta a 6,1% para ambos fondos si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (véase cuadro 19). Cabe señalar que las fluctuaciones de las paridades cambiarias causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los fondos en el año 2011.

Cuadro 19: Volatilidad mensual anualizada de los fondos soberanos y su comparador referencial
(porcentaje)

Volatilidad	2011	Inicio
FEES	4,8	6,1
FRP	4,8	6,1
<i>Benchmark</i>	4,7	6,1

Fuente: Ministerio de Hacienda

Por otra parte, desde el inicio de los fondos el mayor retorno mensual experimentado por el FEES y el FRP fue de 5,44% y de 5,47%, respectivamente (ambos en diciembre de 2008), mientras que el más bajo fue de -3,31% para el FEES y de -3,33% para el FRP (ambos en enero del año 2009). Asimismo, el mayor retorno trimestral fue de 7,31% para el FEES y de 7,36% para el FRP (primer trimestre de 2008) y el menor fue de -2,52% para el FEES y -2,51% para el FRP (tercer trimestre de 2008). Véase cuadro 20.

Cuadro 20: Máximos y mínimos retornos históricos, FRP y FEES
(porcentaje)

Rango	Mes		Trimestre	
	FEES	FRP	FEES	FRP
Mayor Retorno	5,44 (Dic-08)	5,47 (Dic-08)	7,31 (I 08)	7,36 (I 08)
Menor Retorno	-3,31 (Ene-09)	-3,33 (Ene-09)	-2,52 (III 08)	-2,51 (III 08)

Fuente: Ministerio de Hacienda

A fines de diciembre de 2011, el Value-at-Risk (VaR), medida que se utiliza para cuantificar las pérdidas potenciales en un período de tiempo con una cierta probabilidad, era de US\$ 52 millones para el FRP y US\$ 154 millones para el FEES²⁴.

²⁴ VaR mensual obtenido a partir de la volatilidad diaria del portafolio y con un nivel de confianza del 84%.

CAPÍTULO

11

Estados Financieros: Fondo de Estabilización Económica y Social

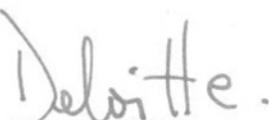
Estados Financieros por los años terminados
el 31 de diciembre de 2011 y 2010 e informe
de los auditores independientes²⁵

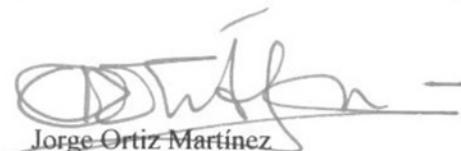
²⁵ Los estados financieros del Fondo de Estabilización Económica y Social para los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010 fueron elaborados por la Tesorería General y auditados por Deloitte. A continuación se encuentra una transcripción de los estados financieros y se incluye una copia del informe de Deloitte.

INFORME DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

A los señores Tesorería General de la República
Fondo de Estabilización Económica y Social

1. Hemos efectuado una auditoría a los estados de situación financiera de Fondo de Estabilización Económica y Social al 31 de diciembre de 2011 y 2010, y a los correspondientes estados de resultados integrales, de cambios en el patrimonio neto y de flujos de efectivo por los años terminados en esas fechas. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas), es responsabilidad de la Tesorería General de la República. Nuestra responsabilidad consiste en emitir una opinión sobre estos estados financieros, basada en las auditorías que efectuamos.
2. Nuestras auditorías fueron efectuadas de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas en Chile. Tales normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestro trabajo con el objeto de lograr un razonable grado de seguridad que los estados financieros están exentos de representaciones incorrectas significativas. Una auditoría comprende el examen, a base de pruebas, de las evidencias que respaldan los montos e informaciones revelados en los estados financieros. Una auditoría comprende, también, una evaluación de los principios de contabilidad utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la Administración del Fondo, así como una evaluación de la presentación general de los estados financieros. Consideramos que nuestras auditorías constituyen una base razonable para fundamentar nuestra opinión.
3. En nuestra opinión, los mencionados estados financieros presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de Fondo de Estabilización Económica y Social al 31 de diciembre 2011 y 2010, cambios en el patrimonio neto, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo por los años terminados en esas fechas, de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera.
4. Como se indica en Notas 1 y 2h, el uso de recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social está establecido en el Decreto con Fuerza de Ley N°1 del 11 de diciembre de 2006.


Marzo 20, 2012


Jorge Ortiz Martínez
Rut: 12.070.100-2

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Estado de situación financiera al 31 de Diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses - US\$)

ACTIVOS	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
ACTIVOS CORRIENTES			
Efectivo y efectivo equivalente	9	4.110.279	621.982
ACTIVOS FINANCIEROS CON EFECTO EN RESULTADOS:			
Depósitos a plazo		2.203.016.101	2.607.262.476
Bonos de Gobierno		8.755.831.787	8.501.341.879
Bonos indizados		461.479.981	445.263.240
Letras del Tesoro		1.732.190.505	938.340.841
Papeles comerciales		-	227.270.737
Instrumentos derivados		13.778	-
Total inversiones	6	13.152.532.152	12.719.479.173
TOTAL ACTIVOS		13.156.642.431	12.720.101.155

PATRIMONIO NETO	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Recursos del Fisco		10.034.619.597	8.822.294.205
Aportes del Fisco	7	-	1.362.325.392
Retiros del Fisco	7	-	(150.000.000)
Resultados acumulados		2.685.481.558	2.462.490.328
Utilidad del año		436.541.276	222.991.230
PATRIMONIO NETO		13.156.642.431	12.720.101.155

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Estado de resultados integrales por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses – US\$)

	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
INGRESOS OPERACIONALES:			
Intereses ganados	8	208.345.009	199.919.655
Utilidad sobre inversión		370.031.110	52.346.745
Total Ingresos Operacionales		578.376.119	252.266.400
PERDIDAS OPERACIONALES:			
Pérdida sobre inversiones		-	(19)
Pérdida neta no realizada		(140.676.451)	(28.146.680)
Total Pérdidas Operacionales		(140.676.451)	(28.146.699)
Total Resultado Operacional		437.699.668	224.119.701
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN:			
Gasto Agencia Fiscal	7	(613.758)	(506.400)
Gasto Custodio	7	(544.634)	(622.071)
UTILIDAD DEL AÑO		436.541.276	222.991.230

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Estados de cambios en el patrimonio neto por los años terminados al 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses - US\$)

	Notas	Recursos del Fisco (US\$)	Resultados Acumulados (US\$)	Utilidad del año (US\$)	Total (US\$)
Saldos al 1 de enero de 2011		10.034.619.597	2.462.490.328	222.991.230	12.720.101.155
Distribución del resultado del año anterior		-	222.991.230	(222.991.230)	-
Utilidad del año		-	-	436.541.276	436.541.276
Saldos al 31 de diciembre de 2011		10.034.619.597	2.685.481.558	436.541.276	13.156.642.431
Saldos al 1 de enero de 2010		8.822.294.205	2.110.675.538	351.814.790	11.284.784.533
Distribución del resultado del año anterior		-	351.814.790	(351.814.790)	-
Aportes del Fisco	7	1.362.325.392	-	-	1.362.325.392
Retiros del Fisco	7	(150.000.000)	-	-	(150.000.000)
Utilidad del año		-	-	222.991.230	222.991.230
Saldos al 31 de diciembre de 2010		10.034.619.597	2.462.490.328	222.991.230	12.720.101.155

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Estados de flujo de efectivo – Método indirecto por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses – US\$)

	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Resultado del año		436.541.276	222.991.230
Pérdida neta no realizada		140.676.451	28.146.680
Cambios en Fondos de Administración y Custodia		(573.729.430)	(1.462.999.424)
Flujos provenientes de las actividades de la operación		3.488.297	(1.211.861.514)
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Aumentos por aportes de patrimoniales	7	-	1.362.325.392
Disminución por retiros patrimoniales	7	-	(150.000.000)
Flujos de efectivo por actividades de financiamiento		-	1.212.325.392
AUMENTO NETO DEL EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE		3.488.297	463.878
EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE AL COMIENZO DEL AÑO		621.982	158.104
EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE AL TERMINO DEL AÑO		4.110.279	621.982

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS

(Cifras en dólares - US\$)

1. INFORMACIÓN GENERAL

El Fondo de Estabilización Económica y Social (también en adelante “FEES”) fue creado mediante Ley N° 20.128 del 30 de septiembre de 2006 del Ministerio de Hacienda de Chile con la finalidad de refundir en un fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a que se refiere el Decreto Ley N° 3.653 de 1981 y el Fondo de Compensación para los ingresos del Cobre constituido conforme al convenio de préstamo BIRF N° 2625 CH, según lo señalado en Decreto con Fuerza de Ley N°1 de fecha 11 de diciembre de 2006.

La entrada en vigencia de este Fondo ha sido regulado mediante las siguientes instrucciones impartidas por el Ministerio de Hacienda:

- a) Decreto N° 1.383 de 2006, el cual faculta al Banco Central de Chile en carácter de Agente Fiscal a Administrar el Fondo de Estabilización Económica y Social e instruye que éste informe respecto de las Inversiones al Ministro de Hacienda y a la Tesorería General de la República.
- b) Oficio Ministerio de Hacienda N° 433 de 2011, mediante el cual se comunica al Agente Fiscal las nuevas Directrices de Ejecución relacionadas con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social.
- c) Oficio Contraloría General de la República N° 71.390 de 2009, mediante el cual se instruye sobre el criterio de valorización del Fondo.
- d) Decreto N° 1.636 de 2010, el cual reglamenta la coordinación y funcionamiento de las actividades de asesoría, apoyo a la gestión y fiscalización de los activos y pasivos financieros del Tesoro Público en especial del Fondo de Estabilización Económica y Social.

En el artículo 4° del mencionado Decreto se pueden destacar las siguientes actividades vinculadas a la Tesorería General de la República:

- Registrar las inversiones de los Fondos Soberanos, así como las operaciones de endeudamiento, de acuerdo a las normas contables y presupuestarias establecidas por la Contraloría General de la República y/o la Dirección de Presupuestos, según corresponda.
- Realizar, adicionalmente, la contabilidad de los Fondos Soberanos de acuerdo a estándares de contabilidad reconocidos internacionalmente o su equivalente nacional, preparar estados financieros trimestrales y anuales de los Fondos Soberanos de acuerdo a dichas normas y encargar auditorías independientes de los estados financieros anuales. Para ello, seleccionará y contratará la o las firmas auditoras entre aquellas que se encuentran facultadas para prestar sus servicios profesionales a entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- Apoyar al Ministerio de Hacienda en la preparación de los informes de los Fondos Soberanos y del Informe de Estadísticas de la Deuda Pública.
- Verificar que los registros nominales de las inversiones de los administradores de los Fondos Soberanos sean consistentes con los registros de los Custodios.
- Procesar las transacciones asociadas a los aportes y retiros hacia y desde los Fondos Soberanos, transferencias entre Administradores Externos y los pagos asociados a la administración de los Fondos Soberanos, según corresponda.
- Contratar Administradores Externos y Custodios para el Fondo.

- Mantener actualizado un manual de procedimiento para el manejo de todas las funciones y atribuciones que se detallan en este artículo.
- Realizar cualquier otra labor de asesoría, coordinación o apoyo a la gestión que sea necesaria para el desempeño de sus funciones.

La información proporcionada por la contabilidad de los Fondos Soberanos, deriva de una entidad como la Tesorería General de La República, cuya existencia temporal tiene plena vigencia y proyección futura, por lo que las cifras resultantes del proceso contable no están referidas a valores estimados de realización.

Características cualitativas de los estados financieros de los Fondos

- Principio de Relevancia de la Información, como una categoría de los Estados Financieros del Fondo, de la cual se infiere el principio de Materialidad e Importancia Relativa, que implica que en la contabilidad, para ponderar la correcta aplicación de los principios y normas, se debe actuar con sentido práctico siempre y cuando no se distorsione el cuadro general de la información.
- Principio de Confiabilidad de la Información, como una categoría de género de la cual se infieren como especies los siguientes principios de información: Principio de Representación Fiel, Principio de la Sustancia sobre la Forma, Principio de Neutralidad, Principio de la Prudencia, y Principio de Integralidad, dentro de un sistema de control interno basado fundamentalmente en el rol verificador del Banco Central de Chile de la información preparada por el Agente Custodio, en su calidad de Agente Fiscal.
- Principio de Comparabilidad que constituye uno de los propósitos de la contabilidad de los Fondos Soberanos de ceñirse a la normativa financiera internacional, para los efectos de ser consistente con las prácticas contables mundiales.
- Principio de Comprensibilidad, para generar estados financieros de los Fondos Soberanos preparados con propósitos de información general.

Los presentes estados financieros fueron aprobados por el Tesorero General de la República con fecha 20 de marzo de 2012.

2. PRINCIPALES CRITERIOS CONTABLES UTILIZADOS

a. Bases de preparación y presentación de los estados financieros

Los Estados Financieros del Fondo son preparados de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB).

Adicionalmente, el Fondo ha aplicado anticipadamente la NIIF 9, Instrumentos Financieros (emitida en noviembre de 2009 y modificada en octubre de 2010). El Fondo ha elegido el 1 de enero de 2009 como su fecha de aplicación inicial. La NIIF 9 introduce nuevos requerimientos para la clasificación y medición de activos financieros bajo el alcance de IAS 39, Instrumentos Financieros. Específicamente, NIIF 9 exige que todos los activos financieros sean clasificados y posteriormente medidos ya sea al costo amortizado o a valor razonable sobre la base del modelo de negocio de la entidad para la gestión de activos financieros y las características de los flujos de caja contractuales de los activos financieros.

Como es exigido por NIIF 9, los instrumentos de deuda son medidos a costo amortizado si y solo si (i) el activo es mantenido dentro del modelo de negocios cuyo objetivo es mantener los activos para obtener los flujos de caja contractuales y (ii) los tér-

minos contractuales del activo financiero dan lugar en fechas específicas a flujos de caja que son solamente pagos del principal e intereses sobre el monto total adeudado. Si uno de los criterios no se cumple, los instrumentos de deuda son clasificados a valor razonable con cambios en resultados. Sin embargo, el Fondo podría elegir designar en el reconocimiento inicial de un instrumento de deuda que cumpla con los criterios de costo amortizado para medirlo a valor razonable con cambios en resultados si al hacerlo elimina o reduce significativamente un descalce contable. En el período actual, el Fondo no ha decidido designar medir a valor razonable con cambios en resultados ningún instrumento de deuda que cumpla los criterios de costo amortizado.

Los instrumentos de deuda que son posteriormente medidos a costo amortizado están sujetos a deterioro.

Las inversiones en instrumentos de patrimonio (acciones) son clasificadas y medidas a valor razonable con cambios en resultados, a menos que el instrumento de patrimonio no sea mantenido para negociación y es designado por el Fondo para ser medido a valor razonable con cambios en otros resultados integrales. Si el instrumento de patrimonio es designado a valor razonable con cambios en otros resultados integrales, todas las pérdidas y ganancias de su valorización, excepto por los ingresos por dividendos los cuales son reconocidos en resultados de acuerdo con NIC 18, son reconocidas en otros resultados integrales y no serán posteriormente reclasificados a resultados.

Los estados se presentan en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica y se han preparado a partir de la información de los Fondos Soberanos que el Banco Central de Chile, como Agente Fiscal, recibe de su Agente Custodio J.P. Morgan.

Los estados financieros presentados por la Tesorería General de la República para el FEES son:

- Estado de Situación Financiera
- Estado de Resultados Financieros
- Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- Estado de Flujos de Efectivo
- Notas a los Estados Financieros.

b. Período contable

Los estados financieros cubren los años comprendidos entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2011 y 2010.

c. Moneda funcional y de presentación

Las partidas incluidas en los Estados Financieros del Fondo se registran utilizando la moneda del entorno económico principal con que la entidad opera. En este orden, los valores de los Fondos se presentan en dólares de los Estados Unidos de América, como moneda funcional y de presentación.

Las cifras se presentan en dólares de los Estados Unidos de América. Los aportes a los Fondos han sido en dólares y las inversiones se han realizado principalmente en dólares americanos.

Las transacciones en moneda extranjera distinta al dólar de los Estados Unidos, se convierten a la moneda funcional utilizando los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones. Las pérdidas y ganancias en moneda extranjera que resultan de la liquidación de estas transacciones y de la conversión a los tipos de cambio de cierre de los activos monetarios denominados en moneda extranjera, se reconocen en el Estado de Resultados Financieros.

d. Clasificación y valorización de inversiones

Las inversiones del Fondo son activos líquidos en moneda extranjera que efectúa el Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal a través de intermediarios elegibles, básicamente bancos e instituciones financieras, con el objeto de rentabilizar los recursos fiscales, de los que se puede disponer de inmediato para financiar las actividades de los Fondos Soberanos.

Activos y pasivos financieros:

Clasificación:

El Fondo clasifica sus inversiones en instrumentos de deuda y de capitalización, e instrumentos financieros derivados, como activos financieros a valor razonable con efecto en resultados.

Activos financieros a valor razonable neto en resultados:

Un activo financiero a valor razonable con efecto en resultados si es adquirido principalmente con el propósito de su negociación (venta o recompra en el corto plazo) o es parte de una cartera de inversiones financieras identificables que son administradas en conjunto y para las cuales existe evidencia de un escenario real reciente de realización de beneficios de corto plazo. Los derivados también son clasificados a valor razonable con efecto en resultados. El Fondo adoptó la política de no utilizar contabilidad de cobertura.

Estas inversiones en instrumentos financieros del exterior, se encuentran reconocidas, valorizadas y clasificadas de acuerdo a las normas internacionales de información financiera, de acuerdo al siguiente detalle:

Instrumentos Financieros a Valor Razonable con efecto en Resultados:

Bonos de Gobiernos, Bonos Indizados, Bonos Bullet Agencia, Letras del Tesoro, Papeles Comerciales e instrumentos derivados. Las consideraciones mantenidas para clasificar los documentos ya señalados en esta categoría de inversión, se basan en que son instrumentos que poseen un mercado secundario razonablemente activo, bajo condiciones normales. Se registran a su valor razonable y los cambios en ellos son reconocidos directamente en resultados.

El Custodio determina los valores razonables utilizando el último precio de transacción del día del cierre en el mercado en que se transan.

Activos financieros a costo amortizado:

Los activos financieros a costo amortizado son activos financieros no derivados con pagos fijos o determinables y vencimiento fijo, sobre los cuales la administración tiene la intención de percibir los flujos de intereses, reajustes y diferencias de cambio de acuerdo con los términos contractuales del instrumento.

Pasivos financieros:

Los pasivos financieros a costo amortizado serán clasificados como otros pasivos.

Reconocimiento, baja y medición:

Las compras y ventas de inversiones en forma regular se reconocen en la fecha de la transacción, la fecha en la cual el Fondo se compromete a comprar o vender la inversión. Los activos financieros y pasivos financieros se reconocen inicialmente al valor razonable.

Los costos de transacción se imputan a gasto en el estado de resultados cuando se incurre en ellos en el caso de activos y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados, y se registran como parte del valor inicial del instrumento en el caso de activos a costo amortizado y otros pasivos.

Los costos de transacciones son costos en los que se incurre para adquirir activos o pasivos financieros. Ellos incluyen honorarios, comisiones y otros conceptos vinculados a la operación pagados a agentes, asesores, corredores y operadores.

Los activos financieros se dan de baja contablemente cuando los derechos a recibir flujos de efectivo a partir de las inversiones han expirado o el Fondo ha transferido sustancialmente todos los riesgos y beneficios asociados a su propiedad.

Con posterioridad al reconocimiento inicial, todos los activos financieros y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultado son medidos al valor razonable. Las ganancias y pérdidas que surgen de cambios en el valor razonable de la categoría “Activos financieros o pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados” son presentadas en el estado de resultados integrales dentro del rubro “Cambios netos en valor razonable de activos financieros y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados” en el período en el cual surgen.

Los ingresos por dividendos procedentes de activos financieros a valor razonable con efecto en resultados se reconocen en estado de resultados integrales dentro de “Ingresos por dividendos” cuando se establece el derecho del Fondo a recibir su pago. El interés sobre títulos de deuda a valor razonable con efecto en resultados se reconoce en el estado de resultados integrales dentro de “Intereses y reajustes” en base a la tasa de interés efectiva.

Los activos financieros a costo amortizado y otros pasivos se valorizan, después de su reconocimiento inicial, a base del método de interés efectivo. Los intereses y reajustes devengados se registran en la cuenta “Intereses y reajustes” del estado de resultados integrales.

El método de interés efectivo es un método para calcular el costo amortizado de un activo financiero o pasivo financiero y para asignar los ingresos financieros o gastos financieros a través del período pertinente. El tipo de interés efectivo es la tasa que descuenta exactamente pagos o recaudaciones de efectivo futuros estimados durante toda la vigencia del instrumento financiero, o bien, cuando sea apropiado, un período más breve, respecto del valor contable del activo financiero o pasivo financiero. Al calcular el tipo de interés efectivo, el Fondo estima los flujos de efectivo considerando todos los términos contractuales del instrumento financiero, pero no considera las pérdidas por crédito futuras. El cálculo incluye todos los honorarios y puntos porcentuales pagados o recibidos entre las partes contratantes que son parte integral del tipo interés efectivo, costos de transacción y todas las otras primas o descuentos.

Estimación del valor razonable:

El valor razonable de activos y pasivos financieros transados en mercados activos (tales como derivados e inversiones para negociar) se base en precios de mercado cotizados en la fecha del estado de situación financiera. El precio de mercado cotizado utilizado para activos financieros mantenidos por el Fondo es el precio de compra; el precio de mercado cotizado apropiado para pasivos financieros es el precio de venta (en caso de existir precios de compra y venta diferentes). Cuando el Fondo mantiene instrumentos financieros derivados que se pagar por compensación utiliza precios de mercado intermedios como una base para establecer valores razonables para compensar las posiciones de riesgo y aplica este precio de compra o venta a la posición neta abierta, según sea apropiado.

La jerarquía de valor razonable tendrá los siguientes niveles:

- (a) Precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para activos o pasivos idénticos (Nivel 1);
- (b) Variables distintas a los precios cotizados incluidos en el Nivel 1 que sean observables para el activo o pasivo, directamente (es decir, como precios) o indirectamente (es decir, derivadas de los precios) (Nivel 2); y
- (c) Variables utilizadas para el activo o pasivo que no estén basadas en datos de mercado observables (variables no observables) (Nivel 3).

e. Efectivo

En la preparación de los Estados Financieros del Fondo se distingue entre el efectivo en cuenta corriente de la Tesorería General de la República mantenido para el Fondo, y el efectivo que mantiene el Custodio, producto de las operaciones propias de la administración del Fondo.

f. Fondos en administración

Representan los valores entregados al Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal para la administración de los recursos del Fondo, valores de los que se puede disponer parcial o totalmente, para la labor encomendada.

g. Fondos en custodia

Representan los valores entregados por el Banco Central de Chile, en su calidad de Agente Fiscal, en custodia a J.P. Morgan Chase & Co., que presta servicios de custodia global de los valores e instrumentos del Fondo.

h. Patrimonio neto

El patrimonio neto de los Fondos Soberanos está compuesto por el saldo inicial de los Activos Totales a valor nominal, más los Aportes Fiscales, menos los Retiros Fiscales, más el resultado del año.

De acuerdo a lo señalado en los artículos N°s 1, 2, 3 y 4 del Decreto con Fuerza de Ley N° 1 del 11 de septiembre de 2006, el Fondo estará constituido y se incrementará con los siguientes recursos:

Refúndense en un solo Fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a que se refiere el decreto ley N° 3.653 de 1981 y los del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre constituido conforme al Convenio de Préstamo BIRF N° 2.625 CH. Dicho nuevo Fondo se denominará “Fondo de Estabilización Económica y Social”, en adelante también “el Fondo”.

Adicionalmente, señala que:

- a) con los que a la fecha de entrada en vigencia del Decreto con Fuerza de Ley se encontraren depositados en las cuentas correspondientes a los Fondos señalados en el artículo 1°, que se refunden;
- b) con los íntegros que procedan por la aplicación del artículo segundo transitorio de la Ley N° 19.030;
- c) con un aporte anual equivalente al saldo que resulte de restar al superávit efectivo, el aporte a que se refiere la letra a) del artículo 6° y el aporte efectuado en uso de la facultad señalada en el artículo 11, ambos de la ley N° 20.128, siempre que dicho saldo sea positivo; y
- d) con otros aportes extraordinarios que sean dispuestos para el Fondo, mediante decreto del Ministerio de Hacienda, provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda; así como los demás recursos que autoricen otras leyes.

Los recursos señalados en las letras anteriores serán enterados mediante una o más cuotas hasta completar el total del aporte.

Los recursos del Fondo se mantendrán en una o más cuentas especiales del Servicio de Tesorerías.

No obstante lo dispuesto en Artículo N° 2 del D.F.L N° 1, durante la ejecución presupuestaria se podrá efectuar íntegros al Fondo, en calidad de anticipos y con cargo a la determinación que se realizará en el mismo ejercicio presupuestario, o en ejercicios presupuestarios futuros, conforme al Artículo N° 20 de la Ley N° 20.128.

El producto de la rentabilidad que genere la inversión de los recursos del Fondo, esto es, los retornos obtenidos por la inversión financiera de los recursos descontados los costos de dicha gestión, se mantendrán en calidad de anticipos efectuados a dicho Fondo.

Con todo, si los anticipos efectuados fueren superiores a los montos que correspondiere aportar de acuerdo a la determinación realizada en el ejercicio presupuestario respectivo, el exceso constituirá un anticipo con cargo a la determinación que deberá efectuarse en el siguiente ejercicio presupuestario.

Los recursos del Fondo podrán destinarse a lo siguiente:

- a) al financiamiento de la Ley de Presupuestos, hasta por el monto que se establezca en dicha ley, y que se incluya en el Cálculo de Ingresos Generales de la Nación respectiva;
- b) a la sustitución de ingresos y/o financiamiento de mayor gasto que se produzca durante la ejecución presupuestaria, conforme a las autorizaciones y limitaciones establecidas en la legislación vigente;
- c) a las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto de Deuda Pública, incluidos los originados en contratos de canje de tasas de interés y/o de monedas;
- d) a las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto del pago de Bonos de Reconocimiento a que se refiere el artículo 11 transitorio del decreto ley N° 3.500 de tasas de interés y/o de monedas;
- e) al financiamiento del aporte a que se refiere la letra a) del artículo 6° de la ley N° 20.128, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda; y
- f) al financiamiento de aportes extraordinarios al Fondo a que se refiere el artículo 5° de la ley N° 20.128, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

No obstante lo anterior, mediante decreto del Ministerio de Hacienda, se podrá disponer que, con cargo a los recursos del Fondo, se reintegren a Rentas Generales de la Nación, aquellos montos de aporte fiscal que fueron destinados a pagos por los conceptos señalados en las letras precedentes en el ejercicio anterior, y que fueron incluidos en el cálculo de los aportes a que se refiere el inciso final del artículo 20 de la ley N° 20.128.

i. Estado de flujos de efectivo

Para efecto de la preparación del Estado de Flujos de Efectivo, los Fondos Soberanos han definido las siguientes consideraciones:

- El efectivo y equivalentes al efectivo incluyen el efectivo en caja, los depósitos a plazo en entidades de crédito y otras inversiones a corto plazo de gran liquidez.
- Resultado Neto de Operación: Esta conformado por los gastos administrativos de funcionamiento de los Fondos Soberanos.
- Resultado Neto de Financiamiento: Está conformado por las actividades que producen cambios en el tamaño y composición del patrimonio neto como los ingresos por concepto de aportes fiscales y los gastos por concepto de retiros fiscales.

El Fondo utilizan el método indirecto para la preparación del Estado de Flujos de Efectivo, para cuyo efecto se considera como componentes de la variación de fondos del año, el resultado neto operativo conformado por los costos incurridos en el año por concepto de gastos de administración, comisiones y seguros, y el resultado neto de financiamiento producto de la diferencia entre los aportes y retiros fiscales del período.

j. Presentación neta o compensada de instrumentos financieros

Los activos y pasivos financieros son compensados y el monto neto es así informado en el estado de situación financiera cuando existe un derecho legal para compensar los montos reconocidos y existe la intención de liquidar sobre una base neta o realizar el activo y liquidar el pasivo simultáneamente.

k. Nuevos pronunciamientos contables:

Las siguientes nuevas Normas e Interpretaciones han sido adoptadas en estos estados financieros.

Enmiendas a NIIF	Fecha de aplicación obligatoria
NIC 24, Revelación de Partes Relacionadas	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.
NIC 32, Instrumentos Financieros: Presentación - Clasificación de Derechos de Emisión	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de febrero de 2010.
Mejoras a NIIF Mayo 2010, colección de enmiendas a siete Normas Internacionales de Información Financiera	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.

Nuevas Interpretaciones	Fecha de aplicación obligatoria
CINIIF 19, Extinción de pasivos financieros con instrumentos de patrimonio	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de julio de 2010.

Enmiendas a Interpretaciones	Fecha de aplicación obligatoria
CINIIF 14, El límite sobre un activo por beneficios definidos, requerimientos mínimos de fondeo y su interacción	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.

La Administración del Fondo, estima que la adopción de las normas, enmiendas e interpretaciones, antes descritas, no han tenido un impacto o efecto significativo en los estados financieros del Fondo.

Las siguientes nuevas Normas e Interpretaciones han sido emitidas pero su fecha de aplicación aún no está vigente:

Nuevas NIIF	Fecha de aplicación obligatoria
NIIF 10, Estados Financieros Consolidado	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 11, Acuerdos Conjuntos	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 12, Revelaciones de Participaciones en Otras Entidades	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIC 27 (2011), Estados Financieros Separados	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIC 28 (2011), Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 13, Mediciones de Valor Razonable	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.

Enmiendas a NIIFs	Fecha de aplicación obligatoria
NIC 1, Presentación de Estados Financieros – Presentación de Componentes de Otros Resultados Integrales	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2012.
NIC 12, Impuestos diferidos - Recuperación del Activo Subyacente	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2012.
NIC 19, Beneficios a los empleados (2011)	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIC 32, Instrumentos Financieros: Presentación – Aclaración de requerimientos para el neteo de activos y pasivos financieros	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2014.
NIIF 1 (Revisada), Adopción por primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera – (i) Eliminación de Fechas Fijadas para Adoptadores por Primera Vez – (ii) Hiperinflación Severa	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2011.
NIIF 7, Instrumentos Financieros: Revelaciones – (i) Revelaciones – Transferencias de Activos Financieros – (ii) Modificaciones a revelaciones acerca de neteo de activos y pasivos financieros	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2011 (para transferencias de activos financieros). Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013 (para modificaciones a revelaciones acerca de neteo).

La Administración del Fondo de estima que la futura adopción de las Normas, enmiendas e interpretaciones antes descritas no tendrá un impacto significativo en los Estados Financieros del Fondo.

3. POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO

Las pautas y parámetros para administrar el Portafolio de Inversión están dadas al Agente Fiscal por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio Ordinario N° 433 del 12 de abril de 2011 y se pueden describir de la siguiente manera:

a) Clases de Activos:

Los recursos fiscales del Portafolio de Inversión serán invertidos en tres clases de activos: 1) Mercado Monetario, 2) Bonos Soberanos (Nominal), 3) Bonos Soberanos Indexados a inflación (Real). La composición referencial por clase de activo será identificada de la siguiente manera:

Clase de Activos	Porcentaje del Portafolio
Mercado Monetario	30,0%
Bonos Soberanos (Nominal)	66,5%
Bonos Soberanos Indexados a inflación (Real)	3,5%
Total	100,0%

b) Composición de moneda y rango de desviación.

La inversión del Portafolio de Inversión podrá ser efectuada en las siguientes monedas elegibles:

- **Monedas Principales:**
 - Dólar de los Estados Unidos de América (USD)
 - EURO (EUR)
 - Yen Japonés (JPY)

- La inversión del Portafolio deberá mantener la siguiente composición de monedas:

Moneda	Punto Central	Rango Desviación
USD	50%	48% - 52%
EUR	40%	38% - 42%
JPY	10%	8% - 12%

Las inversiones en monedas secundarias o en instrumentos expresados en éstas, deberán estar cubiertas con operaciones forwards o swaps de moneda respecto de una moneda principal.

c) **Riesgo crediticio:**

La inversión de los recursos deberá cumplir con las siguientes condiciones y requisitos en materia de riesgo crediticio:

- Emisores elegibles**

Emisores	Mínimo Permitido (% de PI)	Máximo Permitido (% de PI)
Soberanos	80%	90%
Bancos	10%	20%

PI: Portafolio de Inversión

- Riesgo soberano**

Se debe considerar la siguiente metodología de selección de países y asignación de límites:

Requisitos de Selección: Los países elegibles son: Estados Unidos de América, Alemania y Japón. La inversión en riesgo soberano deberá mantener la siguiente composición por países elegibles:

País	Punto Central	Rango de Desviación
Estados Unidos de América	50%	48% - 52%
Alemania	40%	38% - 42%
Japón	10%	8% - 12%

d) **Otros riesgos:**

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

- Requisitos de Selección:**

- Clasificaciones crediticias de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a A- en a lo menos dos de las clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

- **Asignación de límites por emisor:**

Los límites de inversión para las clasificaciones de riesgo elegibles (entre las categorías AAA y A-) serán los siguientes:

Clasificación de Riesgo	Máximo Permitido
AAA	3,0% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
AA+	
AA	2,0% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
AA-	
A+	
A	1,5% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
A-	

e) **Operaciones cambiarias elegibles:**

- Operaciones de cambio spot
- Operaciones de cambio forward

f) **Límites o reglas específicas para instrumentos y operaciones.**

- Instrumentos Indexados a Inflación: el total de bonos indexados no podrá ser inferior al 2,5% ni superior al 4,5% del Portafolio de Inversión.
- Operaciones forwards o swaps de monedas: Se establece la siguiente normativa para el uso de mecanismos de cobertura cambiaria utilizando forward o swaps de monedas:
 - Se podrán suscribir o mantener contratos de forward o swaps solamente entre monedas elegibles.
 - Los contratos forward o swaps de monedas solo podrán realizarse con contrapartes elegibles que tengan como mínimo una clasificación de riesgo equivalente a AA- o superior, en al menos de las clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.
 - Los contratos forward o swaps de monedas podrán ser bajo la modalidad de "cash delivery" o por compensación.
 - El riesgo de contraparte asociado a cada contrato bajo la modalidad de "cash delivery" corresponderá al 100% del valor nominal del forward o swaps, ambos en su equivalente en US\$. El riesgo de contraparte evolucionará conforme cambie la paridad cambiaria entre el US\$ y la moneda principal del forward o swaps correspondiente durante toda la vigencia del contrato. El plazo de estos contratos no podrá exceder 90 días. Dicho riesgo de contraparte se deberá considerar para efectos de cumplir con los límites establecidos en el Riesgo crediticio (letra c Nota 3).

g) El riesgo de contraparte asociado a cada contrato bajo la modalidad de "cash delivery" corresponderá al 100% del valor nominal del forward o swaps, ambos en su equivalente en US\$. El riesgo de contraparte evolucionará conforme cambie la paridad cambiaria entre el US\$ y la moneda principal del forward o swaps correspondiente durante toda la vigencia del contrato. El plazo de estos contratos no podrá exceder 90 días. Dicho riesgo de contraparte se deberá considerar para efectos de cumplir con los límites establecidos en el Riesgo crediticio (letra c Nota 3).

h) El riesgo de contraparte asociado a cada contrato bajo la modalidad por compensación y que incluye una cláusula de close-out netting en caso de quiebra o insolvencia de la contraparte corresponderá al 15% del valor nominal del forward y al 30% del valor nominal del swaps, ambos en su equivalente en dólares. El riesgo de contraparte evolucionará conforme cambie la paridad cambiaria entre el US\$ y la moneda principal del forward o swaps correspondiente durante toda la vigencia del contrato. Dicho riesgo de contraparte deberá considerar para efectos de cumplir con los límites establecidos en el Riesgo crediticio (letra c Nota 3). Tratándose de contratos por compensación sin cláusula de close-out netting, su tratamiento por concepto de riesgo de contraparte, corresponderá a la modalidad de cash delivery.

- i) El monto nocional de los montos de los contratos de forward o swaps vigentes no podrá exceder, en su conjunto, al 5 % del Portafolio de Inversión.
- Intermediarios: La intermediación podrá efectuarse exclusivamente en países elegibles por riesgo soberano a través de:
 - i. Entidades que puedan comprar en el mercado primario; es decir, dispongan de la categoría de “Primary Dealers” en los Estados Unidos de América el Reino Unido y Francia.
 - ii. Bancos, siendo elegibles para inversión, presten directamente el servicio de intermediación; o bien, filiales de estas entidades bancarias, en la medida que él o los correspondientes bancos matrices acrediten a los menos el 90% de la propiedad.
 - iii. Bancos de inversión, o sus filiales que acrediten que su propiedad pertenecen a lo menos en un 90% a uno o más bancos de inversión, y que dispongan de las mismas clasificaciones de riesgo de largo plazo exigidas a los bancos elegibles para inversión.
 - Restricción Adicional: No se podrá invertir en instrumentos financieros de emisores Chilenos. En todo caso, no se podrá invertir en instrumentos expresados o pagaderos en pesos.
 - Criterios de Valorización: La valoración del Portafolio de Inversión que se debe informar al Ministerio de Hacienda, será aquella que prepare él o los Custodios según el criterio “marked to market”, utilizando sus propias fuentes de valoración. Sin perjuicio de lo anterior, se deja constancia que el Banco Central de Chile, para efectos internos de contabilización y demás fines relacionados con el Decreto de Agencia, podrá utilizar la misma metodología que emplea en sus propias operaciones correspondientes a las reservas internacionales.
 - Programa de Préstamo de Valores: El Agente Fiscal podrá convenir con el o los Custodios del FEES programas de préstamo de valores (en adelante “Programas” o “Securities Lending”) siempre que los Custodios con los cuales se convenga la administración de dichos programas (en adelante “Encargados de Programas”) se obliguen a cumplir los criterios de operación establecidos en las Directrices de Custodia, incluyendo especialmente la obligación de efectuar la restitución de los títulos respectivos o, en su defecto, el valor de mercado de los mismos.
 - Otros: Las operaciones de cambio serán consideradas operaciones spot, siempre y cuando el período entre el trade date y el settlement date no exceda de dos días. Sin perjuicio de lo anterior, las operaciones de cambio que estén relacionadas con la compra o venta de un instrumento se considerarán spot cuando el número de días entre el trade date y el settlement date corresponda a la convención de mercado para el período de settlement del instrumento que se está comprando o vendiendo. La moneda base del PI para los efectos del desempeño de los administradores es el dólar de los Estados Unidos de América. Los pagos relacionados con las funciones encomendadas al Agente Fiscal serán financiados con recursos de la Cuenta Corriente del FEES. En caso de surgir una insuficiencia de fondos en la Cuenta Corriente del FEES, el Agente Fiscal deberá liquidar o transferir inversiones del PI hacia dicha cuenta corriente.

4. JUICIOS Y ESTIMACIONES CONTABLES CRÍTICAS

4.1 Estimaciones contables críticas:

La Administración hace estimaciones y formula supuestos respecto del futuro. Las estimaciones contables resultantes, por definición, rara vez van a ser equivalentes a los resultados reales relacionados. Las estimaciones y supuestos que tienen un riesgo significativo de causar ajustes importantes a los valores contables de activos y pasivos dentro del próximo ejercicio financiero se describen a continuación:

Valor razonable de instrumentos que no cotizan en un Mercado activo o sin presencia bursátil

El valor razonable de tales valores no cotizados en un mercado activo puede ser determinado por el Fondo utilizando fuentes de precios (tales como, agencias de fijación de precios, ver cuales aplican a cada fondo) o precios indicativos de “market Makers” para bonos o deuda el cual es obtenido a través del Custodio.

Los modelos utilizan datos observables, en la medida que se practicable. Sin embargo, factores tales como riesgo crediticio (tanto propio como de la contraparte), volatilidades y correlaciones requieren que la administración haga estimaciones. Los cambios en los supuestos acerca de estos factores podrían afectar el valor razonable informado de los instrumentos financieros.

La determinación de lo que constituye “observable” requiere de criterio significativo de la administración del Fondo. Es así como, se considera que los datos observables son aquellos datos de mercado que se pueden conseguir fácilmente, se distribuyen o actualizan regularmente, son confiables y verificables, no son privados (de uso exclusivo), y son proporcionados por fuentes independientes que participan activamente en el mercado pertinente.

4.2 Juicios importantes al aplicar las políticas contables:

Moneda funcional

La Administración considera el dólar de Estados Unidos de América como la moneda que más fielmente representa el efecto económico de las transacciones, hechos y condiciones subyacentes. El dólar de Estados Unidos de América es la moneda en la cual el Fondo mide su rendimiento e informa sus resultados, así como también la moneda en la cual recibe aportes del Estado chileno.

5. GESTIÓN DE RIESGO FINANCIERO

Los Fondos soberanos se exponen a diversos tipos de riesgos producto de su inversión en diferentes instrumentos financieros, los que se pueden categorizar como riesgo de mercado, de crédito, de liquidez, de administración activa y operacional. Para limitar la exposición a éstos, el Ministerio de Hacienda incluye restricciones de inversión en las directrices de ejecución, las cuales deben ser cumplidas por el Banco Central de Chile (BCCCh) al realizar las operaciones. Su cumplimiento es monitoreado por un área independiente dentro de dicha institución, por el custodio y, en última etapa, por el Ministerio de Hacienda. Asimismo, el marco institucional y la infraestructura del BCCH proveen los controles adecuados para mitigar el riesgo operacional.

5.1 Riesgo de mercado:

El valor de mercado de los instrumentos financieros puede estar expuesto a pérdidas como consecuencia de los cambios en las condiciones de mercado. En el caso específico de inversionistas internacionales de renta fija, las variables financieras que tienen mayor impacto sobre los precios de los instrumentos de sus portafolios son las tasas de interés y los tipos de cambio.

Riesgo de tasa de interés: Los movimientos de las tasas de interés afectan directamente el precio de los instrumentos de renta fija. Un incremento de las tasas produce una caída en su valor de mercado, mientras que una baja de éstas causa una ganancia. El parámetro que mide la sensibilidad de un portafolio a un movimiento paralelo de la estructura de tasas es la duración. Mientras mayor sea ésta, mayor será el riesgo de pérdida al que está expuesta la cartera ante un alza en las tasas de interés.

En el caso de los Fondos Soberanos se ha definido una duración de referencia que se calcula a partir de la de los índices que componen el *benchmark*. Las directrices establecen que la duración efectiva de los fondos no debe sobrepasar en más de 5 meses la de referencia. Durante todo el año esta restricción fue cumplida por el BCCh y al 31 de diciembre de 2011 y 2010 la diferencia entre la duración del comparador referencial y la de los fondos no excedía un mes.

Riesgo de tipo de cambio: Como consecuencia de que el retorno de los fondos se mide en dólares, el valor de las inversiones se ve también afectado por los movimientos en las paridades cambiarias, ya que la cartera incluye inversiones denominadas en euros y yenes. Es así como el valor en dólares de un bono soberano emitido en euros se ve afectado por la evolución del cambio USD/EUR. Una apreciación (depreciación) del dólar genera pérdidas (ganancias) adicionales a las que se producen por los movimientos de las tasas de interés. En el caso de los fondos, su exposición cambiaria, medida en dólares, es de 50% y es originada por sus inversiones en euros (40%) y yenes (10%).

5.2 Riesgo crediticio:

El emisor de un instrumento de renta fija puede entrar en una situación de cesación de pagos o default si por falta de liquidez o de capital no puede cumplir sus obligaciones financieras. De esta manera, los recursos se exponen a un mayor riesgo crediticio en la medida que aumenten las probabilidades de default de una institución o gobierno destinatario de las inversiones de los fondos. A su vez, cambios en la percepción de mercado acerca de la solvencia del emisor originan la caída en el valor de mercado de los instrumentos emitidos por éste. La exposición a este tipo de riesgo es controlada a través de requisitos mínimos de clasificación crediticia y límites al monto máximo y grado de concentración por clase de activo y/o institución.

Por otra parte, el riesgo que proviene de la ejecución de las transacciones; es decir, de las pérdidas que podrían ocurrir en el caso que la contraparte no entregue los instrumentos cuando se compran o el pago cuando se venden, es mitigado a través del uso de estructuras transaccionales o post- transaccionales que permiten la entrega de los instrumentos contra pago. Finalmente, el riesgo de mantener las inversiones bajo una institución de custodia es controlado registrando la propiedad de los fondos a nombre de Fisco y de forma separada.

5.3 Riesgo de liquidez:

El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se pueden generar si es necesario vender instrumentos en forma anticipada para satisfacer necesidades de efectivo. Este riesgo se acentúa en situaciones de incertidumbre, ya que algunas inversiones podrían estar expuestas a descuentos importantes en sus precios producto de la falta de demanda o profundidad de mercado.

En los fondos este riesgo se mitiga manteniendo un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo. Se consideran activos líquidos las letras del Tesoro, los certificados de depósito y los depósitos a plazo, entre otros. Todos ellos se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y los dos primeros por transarse en un mercado que permite liquidarlos rápidamente sin penalizaciones importantes. Por su parte, los depósitos a plazo otorgan liquidez en la medida que van venciendo.

5.4 Riesgo de administración activa:

Dependiendo de sus características, objetivos y especialización, un administrador de cartera puede gestionar las inversiones de forma activa o pasiva. En una estrategia pasiva, el administrador invierte en instrumentos muy parecidos a los contenidos en los comparadores referenciales con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad. Por el contrario, un administrador activo toma posiciones en instrumentos distintos a los de *benchmark* las que se ven reflejadas en una distinta duración o composición de monedas del portafolio, entre otros con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste. Estas posiciones agregan un componente de riesgo adicional al de una administración pasiva, conocido como riesgo activo.

5.5 Riesgo operacional:

El riesgo operacional se refiere a las pérdidas que podrían ocurrir por errores en los procesos internos, sistemas, eventos externos o fallas humanas. Ejemplos de riesgo operacional son los errores en las transacciones, fraudes, fallas en la ejecución de las responsabilidades legales (contratos), etc.

Este riesgo ha sido mitigado delegando el BCCh la administración operativa de los fondos, utilizando la misma infraestructura que le BCCh tiene disponible para el manejo de las reservas internacionales. La gestión operativa de los fondos radica en la Gerencia de Inversiones Internacionales. El BCCh dispone, además, de procesos de control que contemplan una adecuada separación de las responsabilidades y funciones, aplicaciones computacionales de acuerdo a los estándares de calidad del mercado y sistemas de respaldo que permiten garantizar la continuidad operativa de la inversión de los fondos. Esto se suma a los procesos de auditoría internos y externos realizados en el BCCh para evaluar la eficacia de los controles existentes.

5.6 Volatilidad y otros indicadores:

Uno de los indicadores típicamente utilizado para medir el riesgo de un portafolio es la volatilidad de sus retornos, que se calcula a partir de su desviación estándar. Los retornos del FRP y del FEES experimentaron una volatilidad anual de 6,1% en 2010. Este valor aumenta a 6,5% para ambos fondos si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (cuadro 16). Cabe señalar que las fluctuaciones de las paridades cambiarias (6,5%) causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los fondos en el año 2010.

6. ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON EFECTOS EN RESULTADOS

Al 31 de diciembre de 2011 y 2010, las inversiones a valor razonable ascienden a US\$13.152.532.152 y US\$12.719.479.173, respectivamente.

a) El detalle de las inversiones, valorizadas de acuerdo a su valor razonable es el siguiente:

Inversiones Custodio J.P. Morgan	Nivel de jerarquía de valor razonable	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Bonos de Gobierno	1	8.755.831.787	8.501.341.879
Bonos indexados	1	461.479.981	445.263.240
Letras del Tesoro	2	1.732.190.505	938.340.841
Papeles comerciales	2	-	227.270.737
Otras inversiones en instrumentos derivados	2	13.778	-
Total inversiones		10.949.516.051	10.112.216.697

Inversiones Custodio Banco Central de Chile	Nivel de jerarquía de valor razonable	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Depósitos a plazo	2	2.203.016.101	2.607.262.476

b) El detalle de las inversiones, según moneda de inversión, es el siguiente:

Instrumentos a Valor Razonable JP Morgan				
Moneda de origen	2011		2010	
	(US\$)	% del PI	(US\$)	% del PI
Dólar USA	5.548.106.493	50,67%	5.062.887.287	50,07%
Euro	4.271.563.489	39,01%	4.061.025.957	40,16%
Yen	1.129.846.069	10,32%	988.303.453	9,77%
Total	10.949.516.051	100,00%	10.112.216.697	100,00%

Inversiones a valor razonable Banco Central				
Moneda de origen	2011		2010	
	(US\$)	% del PI	(US\$)	% del PI
Dólar USA	1.010.529.822	45,87%	1.198.443.558	45,97%
Euro	992.072.846	45,03%	1.088.348.079	41,74%
Yen	200.413.433	9,10%	320.470.839	12,29%
Total	2.203.016.101	100,00%	2.607.262.476	100,00%

c) El valor total de activos por sector de riesgo se muestra a continuación:

Sector de riesgo	2011		2010	
	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado
Bancario (*)	2.207.140.158	16,78%	2.607.884.458	20,50%
Soberano	10.949.502.273	83,22%	10.112.216.697	79,50%
Total	13.156.642.431	100,00%	12.720.101.155	100,00%

Clase de activo	2011		2010	
	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado
Mercado Monetario (*)	3.939.330.663	29,94%	3.773.496.036	29,67%
Bonos Soberanos	8.755.831.787	66,55%	8.501.341.879	66,83%
Bonos Indexados a Inflación	461.479.981	3,51%	445.263.240	3,50%
TOTAL	13.156.642.431	100,00%	12.720.101.155	100,00%

(*) Incluye efectivo y equivalente de efectivo.

7. CONSTITUCIÓN DEL FONDO

El Fondo puesto a disposición del Banco Central para su administración como Agente Fiscal, se constituyó a partir del mes de marzo de 2007, y los movimientos respecto de ellos para los años 2011 y 2010 son los siguientes:

	2011			
	Aporte (US\$)	Retiros (US\$)	Gastos Comisión (US\$)	Gastos Custodia (US\$)
Enero	-	-	-	-
Febrero	-	-	-	49.259
Marzo	-	-	155.285	51.303
Abril	-	-	-	105.233
Mayo	-	-	-	-
Junio	-	-	155.285	55.710
Julio	-	-	-	-
Agosto	-	-	-	113.052
Septiembre	-	-	151.594	-
Octubre	-	-	-	-
Noviembre	-	-	-	55.970
Diciembre	-	-	151.594	114.107
Totales	-	-	613.758	544.634

2010				
	Aporte (US\$)	Retiros (US\$)	Gastos Comisión (US\$)	Gastos Custodia (US\$)
Enero	-	-	-	52.356
Febrero	-	-	-	49.705
Marzo	-	-	126.600	-
Abril	-	-	-	-
Mayo	-	-	-	-
Junio	-	150.000.000	126.600	269.452
Julio	-	-	-	-
Agosto	1.362.325.392	-	-	44.442
Septiembre	-	-	126.600	46.170
Octubre	-	-	-	-
Noviembre	-	-	-	49.563
Diciembre	-	-	126.600	110.383
Totales	1.362.325.392	150.000.000	506.400	622.071

8. INTERESES Y REAJUSTES

	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Títulos de deuda a valor razonable con efecto en resultados	208.345.009	199.919.655

9. EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE

La composición del rubro Efectivo y efectivo equivalente, comprende los siguientes saldos:

	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Efectivo en Custodio	4.110.279	621.982

10. RENTABILIDAD DEL FONDO

Tipo Rentabilidad	Rentabilidad acumulada		
	Período actual	Ultimos 12 meses	Ultimos 24 meses
Nominal	(0,82%)	3,41%	2,57%

11. GRAVAMENES Y PROHIBICIONES

Al 31 de diciembre de 2011 el Fondo no tiene gravámenes ni prohibiciones vigentes sobre sus activos.

12. CUSTODIA DE VALORES

Al 31 de diciembre de 2011 es la siguiente:

Entidades	Custodia de Valores					
	Custodia Nacional			Custodia Extranjera		
	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Nacionales	% sobre total Activo del Fondo	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Extranjeros	% sobre total Activo del Fondo
Empresas de Depósito de Valores	-	-	-	-	-	-
Otras entidades	-	-	-	13.152.532.152	100%	99,97%
Total cartera de inversiones en custodia	-	-	-	13.152.532.152	100%	99,97%

Al 31 de diciembre de 2010 es la siguiente:

Entidades	Custodia de Valores					
	Custodia Nacional			Custodia Extranjera		
	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Nacionales	% sobre total Activo del Fondo	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Extranjeros	% sobre total Activo del Fondo
Empresas de Depósito de Valores	-	-	-	-	-	-
Otras entidades	-	-	-	12.719.479.173	100%	99,99%
Total cartera de inversiones en custodia	-	-	-	12.719.479.173	100%	99,99%

13. HECHOS POSTERIORES

Entre el 1 de enero de 2012 y la fecha de emisión de los presentes estados financieros, no han ocurrido hechos posteriores, que pudiesen afectar en forma significativa, los saldos o la interpretación de los presentes estados financieros.

CAPÍTULO

12

Fondo de Reserva de Pensiones

Estados Financieros por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010 e informe de los auditores independientes²⁶

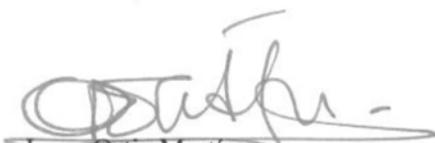
26 Los estados financieros del Fondo de Reserva de Pensiones por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010 fueron elaborados por la Tesorería General y auditados por Deloitte. A continuación se encuentra una transcripción de los estados financieros y se incluye una copia del informe de Deloitte.

INFORME DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

A los señores Tesorería General de la República
Fondo de Reserva de Pensiones

1. Hemos efectuado una auditoría a los estados de situación financiera de Fondo de Reserva de Pensiones al 31 de diciembre de 2011 y 2010 y a los correspondientes estados de resultados integrales, de cambios en el patrimonio neto y de flujos de efectivo por los años terminados al 31 de diciembre de 2011 y 2010. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas), es responsabilidad de la Tesorería General de la República. Nuestra responsabilidad consiste en emitir una opinión sobre estos estados financieros, basada en las auditorías que efectuamos.
2. Nuestras auditorías fueron efectuadas de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas en Chile. Tales normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestro trabajo con el objeto de lograr un razonable grado de seguridad que los estados financieros están exentos de representaciones incorrectas significativas. Una auditoría comprende el examen, a base de pruebas, de las evidencias que respaldan los montos e informaciones revelados en los estados financieros. Una auditoría comprende, también, una evaluación de los principios de contabilidad utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la Administración del Fondo, así como una evaluación de la presentación general de los estados financieros. Consideramos que nuestras auditorías constituyen una base razonable para fundamentar nuestra opinión.
3. En nuestra opinión, los mencionados estados financieros presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de Fondo de Reserva de Pensiones al 31 de diciembre de 2011 y 2010, los resultados de sus operaciones, los cambios en el patrimonio neto y los flujos de efectivo por los años terminados al 31 de diciembre de 2011 y 2010, de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera.
4. Como se indica en Nota 1, la creación del Fondo de Reserva de Pensiones está destinado a completar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia regulada en el Decreto Ley N°3.500 de 1980, y de las pensiones asistenciales reguladas en el Decreto Ley N°869 de 1975.


Marzo 20, 2012


Jorge Ortiz Martínez
Rut: 12.070.100-2

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Estado de situación financiera al 31 de Diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses - US\$)

ACTIVOS	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
ACTIVOS CORRIENTES			
Efectivo y efectivo equivalente	9	1.606.281	798.315
ACTIVOS FINANCIEROS CON EFECTO EN RESULTADOS:			
Depósitos a plazo		751.409.494	811.266.036
Bonos de Gobierno		2.940.059.925	2.559.904.071
Bonos indizados		154.467.211	134.420.415
Letras del Tesoro		558.051.381	264.347.054
Papeles comerciales		-	65.963.201
Instrumentos derivados		1.126	-
Total inversiones	6	4.403.989.137	3.835.900.777
TOTAL ACTIVOS		4.405.595.418	3.836.699.092

PATRIMONIO NETO	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Recursos del Fisco		3.431.926.387	3.094.629.615
Aportes del Fisco	7	443.323.354	337.296.772
Resultados acumulados		404.772.705	326.203.412
Utilidad del año		125.572.972	78.569.293
PATRIMONIO NETO		4.405.595.418	3.836.699.092

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Estado de resultados integrales por los años terminados el 31 de Diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses – US\$)

	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
INGRESOS OPERACIONALES:			
Intereses ganados	8	67.762.795	63.558.259
Utilidad sobre inversión		114.110.826	6.675.467
Ganancia neta no realizada		-	17.397.910
Total Ingresos Netos Operacionales		181.873.621	87.631.636
PERDIDAS OPERACIONALES:			
Pérdida sobre inversiones		-	(8.655.955)
Pérdida neta no realizada		(55.868.111)	-
Total Pérdidas Netas Operacionales		(55.868.111)	(8.655.955)
Resultado Neto Operacional		126.005.510	78.975.681
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN:			
Gasto Agencia Fiscal	7	(194.742)	(153.600)
Otros Gastos de Asesoría	7	(20.000)	-
Gasto Custodio	7	(217.796)	(252.788)
UTILIDAD DEL AÑO		125.572.972	78.569.293

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Estados de cambios en el patrimonio neto por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses - US\$)

	Notas	Recursos del Fisco (US\$)	Resultados Acumulados (US\$)	Utilidad del año (US\$)	Total (US\$)
Saldos al 1 de enero de 2011		3.431.926.387	326.203.412	78.569.293	3.836.699.092
Distribución del resultado del año anterior		-	78.569.293	(78.569.293)	-
Aportes del Fisco	7	443.323.354	-	-	443.323.354
Utilidad del año		-	-	125.572.972	125.572.972
Saldos al 31 de diciembre de 2011		3.875.249.741	404.772.705	125.572.972	4.405.595.418
Saldos al 1 de enero de 2010		3.094.629.615	248.836.221	77.367.191	3.420.833.027
Distribución del resultado del año anterior		-	77.367.191	(77.367.191)	-
Aportes del Fisco	7	337.296.772	-	-	337.296.772
Utilidad del año		-	-	78.569.293	78.569.293
Saldos al 31 de diciembre de 2010		3.431.926.387	326.203.412	78.569.293	3.836.699.092

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

Estados de flujo de efectivo – Método indirecto por los años terminados el 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Cifras en Dólares Estadounidenses – US\$)

	Notas	2011 (US\$)	2010 (US\$)
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Resultado del año		125.572.972	78.569.293
Pérdida neta no realizada		55.868.111	(17.397.910)
Cambios en Fondos de Administración y Custodia		(623.956.471)	(397.855.663)
Flujos provenientes de las actividades de la operación		(442.515.388)	(336.684.280)
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Aumentos por aportes de patrimoniales	7	443.323.354	337.296.772
Flujos de efectivo por actividades de financiamiento		443.323.354	337.296.772
AUMENTO NETO DEL EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE		807.966	612.492
EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE AL COMIENZO DEL AÑO		798.315	185.823
EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE AL TERMINO DEL AÑO		9	1.606.281

Las notas adjuntas forman parte íntegra de los presentes estados financieros.

FONDO DE RESERVA DE PENSIONES

NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS

(Cifras en Dólares Estadounidenses – US\$)

1. INFORMACIÓN GENERAL

El Fondo de Reserva de Pensiones (también en adelante “FRP”) fue creado mediante Ley N° 20.128 del 30 de septiembre de 2006 del Ministerio de Hacienda de Chile, destinado a complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensión mínima de vejez, invalidez y sobrevivencia regulada en el Decreto Ley N°3.500 de 1980 y de las pensiones asistenciales reguladas en el Decreto Ley N°869 de 1.975.

La entrada en vigencia de este Fondo ha sido regulado mediante las siguientes instrucciones impartidas por el Ministerio de Hacienda:

- a) Decreto N°1.383 de 2006, el cual faculta al Banco Central de Chile en carácter de Agente Fiscal a Administrar el Fondo de Reserva de Pensiones e instruye que informe respecto de las Inversiones al Ministro de Hacienda y a la Tesorería General de la República.
- b) Decreto N° 1.382 de 2007, el cual fija las normas, límites, procedimientos y controles para las inversiones de los recursos del Fondo.
- c) Decreto N° 1.649 de 2007, el cual modifica los límites para las Inversiones del Fondo.
- d) Oficio Ministerio de Hacienda N° 432 de 2011, mediante el cual se comunica al Agente Fiscal las nuevas directrices de ejecución relacionadas con la administración de los recursos del Fondo.
- e) Oficio Contraloría General de la República N° 71390 de 2009, mediante el cual se instruye sobre el criterio de valorización del Fondo.
- f) Decreto N° 1.636 de 2010, el cual reglamenta la coordinación y funcionamiento de las actividades de asesoría, apoyo a la gestión y fiscalización de los activos y pasivos financieros del Tesoro Público en especial del Fondo de Reserva de Pensiones.

En el artículo 4° del mencionado Decreto se pueden destacar las siguientes actividades vinculadas a la Tesorería General de La República:

- Registrar contablemente las inversiones de los Fondos Soberanos, así como las operaciones de endeudamiento, de acuerdo a las normas contables y presupuestarias establecidas por la Contraloría General de la República y/o la Dirección de Presupuestos, según corresponda.
- Realizar, adicionalmente, la contabilidad de los Fondos Soberanos de acuerdo a estándares de contabilidad reconocidos internacionalmente o su equivalente nacional, preparar estados financieros trimestrales y anuales de los Fondos Soberanos de acuerdo a dichas normas y encargar auditorías independientes de los estados financieros anuales. Para ello, seleccionará y contratará la o las firmas auditoras entre aquellas que se encuentran facultadas para prestar sus servicios profesionales a entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- Apoyar al Ministerio de Hacienda en la preparación de los informes de los Fondos Soberanos y del Informe de Estadísticas de la Deuda Pública.
- Verificar que los registros nominales de las inversiones de los administradores de los Fondos Soberanos sean consistentes con los registros de los Custodios.

- Procesar las transacciones asociadas a los aportes y retiros hacia y desde los Fondos Soberanos, transferencias entre Administradores Externos y los pagos asociados a la administración de los Fondos Soberanos, según corresponda.
- Contratar Administradores Externos y Custodios para el Fondo Soberano.
- Mantener actualizado un manual de procedimiento para el manejo de todas las funciones y atribuciones que se detallan en este artículo.
- Realizar cualquier otra labor de asesoría, coordinación o apoyo a la gestión que sea necesaria para el desempeño de sus funciones.

La información proporcionada por la contabilidad del Fondo, deriva de una entidad como la Tesorería General de La República, cuya existencia temporal tiene plena vigencia y proyección futura, por lo que las cifras resultantes del proceso contable no están referidas a valores estimados de realización.

Características cualitativas de los estados financieros del Fondo:

- Principio de Relevancia de la Información, como una categoría de los Estados Financieros del Fondo, de la cual se infiere el principio de Materialidad e Importancia Relativa, que implica que en la contabilidad, para ponderar la correcta aplicación de los principios y normas, se debe actuar con sentido práctico siempre y cuando no se distorsione el cuadro general de la información.
- Principio de Confiabilidad de la Información, como una categoría de género de la cual se infieren como especies los siguientes principios de información: Principio de Representación Fiel, Principio de la Sustancia sobre la Forma, Principio de Neutralidad, Principio de la Prudencia, y Principio de Integralidad, dentro de un sistema de control interno basado fundamentalmente en el rol verificador del Banco Central de Chile de la información preparada por el Agente Custodio, en su calidad de Agente Fiscal.
- Principio de Comparabilidad que constituye uno de los propósitos de la contabilidad de los Fondos Soberanos de ceñirse a la normativa financiera internacional, para los efectos de ser consistente con las prácticas contables mundiales.
- Principio de Comprensibilidad, para generar estados financieros de los Fondos Soberanos preparados con propósitos de información general.

Los presentes estados financieros fueron aprobados por el Tesorero General de la República con fecha 20 de marzo de 2012.

2. PRINCIPALES CRITERIOS CONTABLES UTILIZADOS

Los principales criterios contables aplicados en la preparación de estos estados financieros se exponen a continuación. Estos principios han sido aplicados sistemáticamente a todos los ejercicios presentados, a menos que se indique lo contrario.

a. Bases de preparación y presentación de los estados financieros

Los Estados Financieros del Fondo han sido preparados de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB).

Adicionalmente, el Fondo ha aplicado anticipadamente la NIIF 9, Instrumentos Financieros (emitida en noviembre de 2009 y modificada en octubre de 2010). El Fondo ha elegido el 1 de enero de 2009 como su fecha de aplicación inicial. La NIIF 9 introduce nuevos requerimientos para la clasificación y medición de activos financieros bajo el alcance de IAS 39, Instrumentos Financieros. Específicamente, NIIF 9 exige que todos los activos financieros sean clasificados y posteriormente medidos ya sea al costo amor-

tizado o a valor razonable sobre la base del modelo de negocio de la entidad para la gestión de activos financieros y las características de los flujos de caja contractuales de los activos financieros.

Como es exigido por NIIF 9, los instrumentos de deuda son medidos a costo amortizado si y solo si (i) el activo es mantenido dentro del modelo de negocios cuyo objetivo es mantener los activos para obtener los flujos de caja contractuales y (ii) los términos contractuales del activo financiero dan lugar en fechas específicas a flujos de caja que son solamente pagos del principal e intereses sobre el monto total adeudado. Si uno de los criterios no se cumple, los instrumentos de deuda son clasificados a valor razonable con cambios en resultados. Sin embargo, el Fondo podría elegir designar en el reconocimiento inicial de un instrumento de deuda que cumpla con los criterios de costo amortizado para medirlo a valor razonable con cambios en resultados si al hacerlo elimina o reduce significativamente un descalce contable. En el período actual, el Fondo no ha decidido designar medir a valor razonable con cambios en resultados ningún instrumento de deuda que cumpla los criterios de costo amortizado.

Los instrumentos de deuda que son posteriormente medidos a costo amortizado están sujetos a deterioro.

Las inversiones en instrumentos de patrimonio (acciones) son clasificadas y medidas a valor razonable con cambios en resultados, a menos que el instrumento de patrimonio no sea mantenido para negociación y es designado por el Fondo para ser medido a valor razonable con cambios en otros resultados integrales. Si el instrumento de patrimonio es designado a valor razonable con cambios en otros resultados integrales, todas las pérdidas y ganancias de su valorización, excepto por los ingresos por dividendos los cuales son reconocidos en resultados de acuerdo con NIC 18, son reconocidas en otros resultados integrales y no serán posteriormente reclasificados a resultados.

Los estados financieros se presentan en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica y se han preparado a partir de la información del Fondo Soberano que el Banco Central de Chile, como Agente Fiscal, recibe de su Agente Custodio J.P. Morgan.

Los estados financieros presentados por la Tesorería General de La República para el FRP son:

- Estado de Situación Financiera,
- Estado de Resultados Integrales,
- Estado de Cambios en el Patrimonio Neto,
- Estado de Flujos de Efectivo,
- Notas a los Estados Financieros.

b. Período cubierto

Los presentes estados financieros cubren los años comprendidos entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2011 y 2010.

c. Moneda funcional y de presentación

Las partidas incluidas en los Estados Financieros del Fondo se registran utilizando la moneda del entorno económico principal con que el Fondo opera. En este orden, los valores del Fondo se presentan en dólares de los Estados Unidos de América, como moneda funcional y de presentación.

Las cifras se presentan en dólares de los Estados Unidos de América. Los aportes a los Fondos han sido en dólares y las inversiones se han realizado mayoritariamente en dólares americanos.

Las transacciones en moneda extranjera distinta al dólar de los Estados Unidos de América, se convierten a la moneda funcional utilizando los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones. Las pérdidas y ganancias en moneda extranjera que resultan de la liquidación de estas transacciones y de la conversión a los tipos de cambio de cierre de los activos monetarios denominados en moneda extranjera, se reconocen en el Estado de Resultados Integrales.

d. Clasificación y valorización de inversiones

Las inversiones de los Fondos Soberanos son activos líquidos en moneda extranjera que efectúa el Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal a través de intermediarios elegibles, básicamente bancos e instituciones financieras, con el objeto de rentabilizar los recursos fiscales, de los que se puede disponer de inmediato para financiar las actividades de los Fondos Soberanos.

Activos y pasivos financieros:

Clasificación:

El Fondo clasifica sus inversiones en instrumentos de deuda e instrumentos financieros derivados, como activos financieros a valor razonable con efecto en resultados.

Activos financieros a valor razonable con efecto en resultados:

Un activo financiero es clasificado a valor razonable con efecto en resultados si es adquirido principalmente con el propósito de su negociación (venta o recompra en el corto plazo) o es parte de una cartera de inversiones financieras identificables que son administradas en conjunto y para las cuales existe evidencia de un escenario real reciente de realización de beneficios de corto plazo. Los derivados también son clasificados a valor razonable con efecto en resultados. El Fondo adoptó la política de no utilizar contabilidad de cobertura.

Estas inversiones en instrumentos financieros del exterior, se encuentran reconocidas, valorizadas y clasificadas de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera, de acuerdo al siguiente detalle:

Bonos de Gobiernos, Bonos Indizados, Bonos Bullet Agencia, Letras del Tesoro, Papeles Comerciales e Instrumentos derivados. Las consideraciones mantenidas para clasificar los documentos ya señalados en esta categoría de inversión, se basan en que son instrumentos que poseen un mercado secundario razonablemente activo, bajo condiciones normales. Se registran a su valor razonable y los cambios en ellos son reconocidos directamente en resultados integrales.

El Custodio determina los valores razonables utilizando el último precio de transacción del día del cierre en el mercado en que se transan.

Activos financieros a costo amortizado:

Los activos financieros a costo amortizado son activos financieros no derivados con pagos fijos o determinables y vencimiento fijo, sobre los cuales la administración tiene la intención de percibir los flujos de intereses, reajustes y diferencias de cambio de acuerdo con los términos contractuales del instrumento.

Pasivos financieros:

Los pasivos financieros a costo amortizado serán clasificados como otros pasivos.

Reconocimiento, baja y medición:

Las compras y ventas de inversiones en forma regular se reconocen en la fecha de la transacción, la fecha en la cual el Fondo se compromete a comprar o vender la inversión. Los activos financieros y pasivos financieros se reconocen inicialmente al valor razonable. Los costos de transacción se imputan a gasto en el estado de resultados cuando se incurre en ellos en el caso de activos y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados, y se registran como parte del valor inicial del instrumento en el caso de activos a costo amortizado y otros pasivos.

Los costos de transacciones son costos en los que se incurre para adquirir activos o pasivos financieros. Ellos incluyen honorarios, comisiones y otros conceptos vinculados a la operación pagados a agentes, asesores, corredores y operadores.

Los activos financieros se dan de baja contablemente cuando los derechos a recibir flujos de efectivo a partir de las inversiones han expirado o el Fondo ha transferido sustancialmente todos los riesgos y beneficios asociados a su propiedad.

Con posterioridad al reconocimiento inicial, todos los activos financieros y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultado son medidos al valor razonable. Las ganancias y pérdidas que surgen de cambios en el valor razonable de la categoría "Activos financieros o pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados" son presentadas en el estado de resultados integrales dentro del rubro "Cambios netos en valor razonable de activos financieros y pasivos financieros a valor razonable con efecto en resultados" en el período en el cual surgen.

Los ingresos por dividendos procedentes de activos financieros a valor razonable con efecto en resultados se reconocen en estado de resultados integrales dentro de "Ingresos por dividendos" cuando se establece el derecho del Fondo a recibir su pago. El interés sobre títulos de deuda a valor razonable con efecto en resultados se reconoce en el estado de resultados integrales dentro de "Intereses y reajustes" en base a la tasa de interés efectiva.

Los activos financieros a costo amortizado y otros pasivos se valorizan, después de su reconocimiento inicial, a base del método de interés efectivo. Los intereses y reajustes devengados se registran en la cuenta "Intereses y reajustes" del estado de resultados integrales.

El método de interés efectivo es un método para calcular el costo amortizado de un activo financiero o pasivo financiero y para asignar los ingresos financieros o gastos financieros a través del período pertinente. El tipo de interés efectivo es la tasa que descuenta exactamente pagos o recaudaciones de efectivo futuros estimados durante toda la vigencia del instrumento financiero, o bien, cuando sea apropiado, un período más breve, respecto del valor contable del activo financiero o pasivo financiero. Al calcular el tipo de interés efectivo, el Fondo estima los flujos de efectivo considerando todos los términos contractuales del instrumento financiero, pero no considera las pérdidas por crédito futuras. El cálculo incluye todos los honorarios y puntos porcentuales pagados o recibidos entre las partes contratantes que son parte integral del tipo interés efectivo, costos de transacción y todas las otras primas o descuentos.

Estimación del valor razonable:

El valor razonable de activos y pasivos financieros transados en mercados activos (tales como derivados e inversiones para negociar) se base en precios de mercado cotizados en la fecha del estado de situación financiera. El precio de mercado cotizado utilizado para activos financieros mantenidos por el Fondo es el precio de compra; el precio de mercado cotizado apropiado para pasivos financieros es el precio de venta (en caso de existir precios de compra y venta diferentes). Cuando el Fondo mantiene instrumentos financieros derivados que se pagar por compensación utiliza precios de mercado intermedios como una base para establecer valores razonables para compensar las posiciones de riesgo y aplica este precio de compra o venta a la posición neta abierta, según sea apropiado.

La jerarquía de valor razonable tendrá los siguientes niveles:

- (a) Precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para activos o pasivos idénticos (Nivel 1);
- (b) Variables distintas a los precios cotizados incluidos en el Nivel 1 que sean observables para el activo o pasivo, directamente (es decir, como precios) o indirectamente (es decir, derivadas de los precios) (Nivel 2); y
- (c) Variables utilizadas para el activo o pasivo que no estén basadas en datos de mercado observables (variables no observables) (Nivel 3).

e. Efectivo

En la preparación de los Estados Financieros del Fondo se distingue entre el efectivo en cuenta corriente de la Tesorería General de La República mantenido para los Fondos, y el efectivo que mantiene el Custodio, producto de las operaciones propias de la administración del Fondo.

f. Fondos en administración

Representan los valores entregados al Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal para la administración de los recursos del Fondo, valores de los que se puede disponer parcial o totalmente, para la labor encomendada.

g. Fondos en custodia

Representan los valores entregados por el Banco Central de Chile, en su calidad de Agente Fiscal, en custodia a J.P. Morgan Chase & Co., que presta servicios de custodia global de los valores e instrumentos del Fondo.

h. Patrimonio neto

El patrimonio neto del Fondo está compuesto por el saldo inicial de los Activos Totales a valor nominal, más los Aportes Fiscales y menos los Retiros Fiscales, incluido el resultado del año.

De acuerdo a lo que señalan los artículos N°6 y 7 de la Ley N°20.128, el Fondo de Reserva estará constituido y se incrementará con los siguientes aportes:

- a) Con un aporte equivalente al superávit efectivo con un tope del 0,5% del Producto Interno Bruto del año anterior. Si el monto resultante del aporte anual señalado en el párrafo anterior fuese inferior al 0,2% del Producto Interno Bruto del año anterior, deberá enterarse un aporte anual que permita alcanzar un aporte total anual del 0,2% del Producto Interno Bruto del año anterior.

El aporte a que se refiere esta letra deberá quedar enterado al Fondo de Reserva dentro del primer semestre de cada año, mediante uno o más depósitos hasta enterar el total del aporte;

- b) Con el producto de la rentabilidad que genere la inversión de los recursos del Fondo de Reserva ; y
- c) Con los demás aportes que establezca la ley.

Tratándose del aporte a que se refiere la letra a), éste deberá efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en el Fondo de Reserva alcancen una cantidad equivalente a UF900.000.000. Una vez alcanzada esa cantidad se entenderá cumplida la obligación señalada, por lo que no procederá efectuar ningún aporte por concepto de esta letra.

Los recursos del Fondo de Reserva tendrán por objeto exclusivo complementar el pago de las obligaciones a que se refiere el objeto del Fondo y sólo podrán ser utilizados para este objeto una vez transcurridos diez años desde la fecha de entrada en vigencia de la Ley N°20.128.

El Fondo de Reserva se extinguirá de pleno derecho si, habiendo transcurrido quince años a contar del año de entrada en vigencia de la Ley N°20.128, los giros a efectuarse en un año calendario no superen el cinco por ciento de la suma del gasto en garantía estatal de pensiones mínimas y en pensiones asistenciales consultado en la Ley de Presupuestos de dicho año.

i. Estado de flujos de efectivo

Para efecto de la preparación del Estado de Flujos de Efectivo, los Fondos Soberanos han definido las siguientes consideraciones:

- El efectivo y equivalentes al efectivo incluyen el efectivo en caja, los depósitos a plazo en entidades de crédito y otras inversiones a corto plazo de gran liquidez.
- Resultado Neto de Operación: Esta conformado por los gastos administrativos de funcionamiento de los Fondos Soberanos.
- Resultado Neto de Financiamiento: Está conformado por las actividades que producen cambios en el tamaño y composición del patrimonio neto como los ingresos por concepto de aportes fiscales y los gastos por concepto de retiros fiscales.

El Fondo utiliza el método indirecto para la preparación del Estado de Flujos de Efectivo, para cuyo efecto se considera como componentes de la variación de fondos del año, el resultado neto operacional conformado por los costos incurridos en el año por concepto de gastos de administración, comisiones y seguros, y el resultado neto de financiamiento producto de la diferencia entre los aportes y retiros fiscales del período.

j. Presentación neta o compensada de instrumentos financieros

Los activos y pasivos financieros son compensados y el monto neto es así informado en el estado de situación financiera cuando existe un derecho legal para compensar los montos reconocidos y existe la intención de liquidar sobre una base neta o realizar el activo y liquidar el pasivo simultáneamente.

k. Nuevos pronunciamientos contables

Las siguientes nuevas Normas e Interpretaciones han sido adoptadas en estos estados financieros:

Enmiendas a NIIF	Fecha de aplicación obligatoria
NIC 24, Revelación de Partes Relacionadas	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.
NIC 32, Instrumentos Financieros: Presentación - Clasificación de Derechos de Emisión	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de febrero de 2010.
Mejoras a NIIF Mayo 2010 – colección de enmiendas a siete Normas Internacionales de Información Financiera	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.

Nuevas Interpretaciones	Fecha de aplicación obligatoria
CINIIF 19, Extinción de pasivos financieros con instrumentos de patrimonio	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de julio de 2010.

Enmiendas a Interpretaciones	Fecha de aplicación obligatoria
CINIIF 14, El límite sobre un activo por beneficios definidos, requerimientos mínimos de fondeo y su interacción	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2011.

La Administración del Fondo, estima que la adopción de las normas, enmiendas e interpretaciones, antes descritas, no han tenido un impacto o efecto significativo en los estados financieros del Fondo.

Las siguientes nuevas Normas e Interpretaciones han sido emitidas pero su fecha de aplicación aún no está vigente:

Nuevas NIIF	Fecha de aplicación obligatoria
NIIF 10, Estados Financieros Consolidado	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 11, Acuerdos Conjuntos	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 12, Revelaciones de Participaciones en Otras Entidades	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIC 27 (2011), Estados Financieros Separados	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIC 28 (2011), Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.
NIIF 13, Mediciones de Valor Razonable	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013.

Enmiendas a NIIFs	Fecha de aplicación obligatoria
NIC 1, Presentación de Estados Financieros – Presentación de Componentes de Otros Resultados Integrales	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2012
NIC 12, Impuestos diferidos - Recuperación del Activo Subyacente	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2012
NIC 19, Beneficios a los empleados (2011)	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013
NIC 32, Instrumentos Financieros: Presentación – Aclaración de requerimientos para el neteo de activos y pasivos financieros	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2014
NIIF 1 (Revisada), Adopción por primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera – (i) Eliminación de Fechas Fijadas para Adoptadores por Primera Vez – (ii) Hiperinflación Severa	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2011.
NIIF 7, Instrumentos Financieros: Revelaciones – (i) Revelaciones – Transferencias de Activos Financieros – (ii) Modificaciones a revelaciones acerca de neteo de activos y pasivos financieros	Períodos anuales iniciados en o después del 1 de Julio de 2011 (para transferencias de activos financieros) Períodos anuales iniciados en o después del 1 de enero de 2013 (para modificaciones a revelaciones acerca de neteo)

La Administración del Fondo estima que la futura adopción de las Normas, enmiendas e interpretaciones antes descritas no tendrán un impacto significativo en los Estados Financieros del Fondo.

3. POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO

Las pautas y parámetros para administrar el Portafolio de Inversión están dadas al Agente Fiscal por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio Ordinario N° 432 del 12 de abril de 2011 y se pueden describir de la siguiente manera:

a) Clases de Activos:

Los recursos fiscales del Portafolio de Inversión serán invertidos en tres clases de activos: 1) Mercado Monetario, 2) Bonos Soberanos (Nominal), 3) Bonos Soberanos Indexados a inflación (Real). La composición referencial por clase de activo será identificada de la siguiente manera:

Clase de Activos	Porcentaje del Portafolio
Mercado Monetario	30,0%
Bonos Soberanos (Nominal)	66,5%
Bonos Soberanos Indexados a inflación (Real)	3,5%
Total	100,0%

b) **Composición de Moneda y Rango de Desviación.**

La inversión del Portafolio de Inversión podrá ser efectuada en las siguientes monedas elegibles:

- **Monedas Principales:**
 - Dólar de los Estados Unidos de América (USD)
 - EURO (EUR)
 - Yen Japonés (JPY)
- La inversión del Portafolio deberá mantener la siguiente composición de monedas:

Moneda	Punto Central	Rango Desviación
USD	50%	48% - 52%
EUR	40%	38% - 42%
JPY	10%	8% - 12%

Las inversiones en monedas secundarias o en instrumentos expresados en éstas, deberán estar cubiertas con operaciones forwards o swaps de moneda respecto de una moneda principal.

c) **Riesgo crediticio**

La inversión de los recursos deberá cumplir con las siguientes condiciones y requisitos en materia de riesgo crediticio:

- **Emisores elegibles**

Emisores	Mínimo Permitido (% de PI)	Máximo Permitido (% de PI)
Soberanos	80%	90%
Bancos	10%	20%

PI: Portafolio de Inversión

- **Riesgo soberano**

Se debe considerar la siguiente metodología de selección de países y asignación de límites:

- **Requisitos de Selección:** Los países elegibles son: Estados Unidos de América, Alemania y Japón. La inversión en riesgo soberano deberá mantener la siguiente composición por países elegibles.
- **Asignación de Límites:** Los límites de inversión en los riesgos soberanos elegibles (entre las categorías AAA y A-) serán las siguientes:

País	Punto Central	Rango de Desviación
Estados Unidos de América	50%	48% - 52%
Alemania	40%	38% - 42%
Japón	10%	8% - 12%

d) **Otros riesgos:**

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

- **Requisitos de Selección:**

- Clasificaciones crediticias de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a A- en a lo menos dos de las clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.
- Patrimonio mínimo equivalente a US\$1.000 millones para la institución bancaria.

- **Asignación de límites por emisor**

Los límites de inversión para las clasificaciones de riesgo elegibles (entre las categorías AAA y A-) serán los siguientes:

Clasificación de Riesgo	Máximo Permitido
AAA	3,0% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
AA+	
AA	2,0% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
AA-	
A+	
A	1,5% *PI <small>Cierre trimestre anterior</small>
A-	

e) **Operaciones cambiarias elegibles:** Las operaciones elegibles son las siguientes:

- Operaciones de cambio spot
- Operaciones de cambio forward

f) **Límites o reglas específicas para instrumentos y operaciones.**

- **Instrumentos Indexados a Inflación:** el total de bonos indexados no podrá ser inferior al 2,5% ni superior al 4,5% del Portafolio de Inversión.
- **Operaciones forwards o swaps de monedas:** Se establece la siguiente normativa para el uso de mecanismos de cobertura cambiaria utilizando forward o swaps de monedas:

- i. Se podrán suscribir o mantener contratos de forward o swaps solamente entre monedas elegibles.
 - ii. Los contratos forward o swaps de monedas solo podrán realizarse con contrapartes elegibles que tengan como mínimo una clasificación de riesgo equivalente a AA- o superior, en al menos de las clasificadoras de riesgo internacional Fitch, Moody's y Standard & Poor's.
 - iii. Los contratos forward o swaps de monedas podrán ser bajo la modalidad de "cash delivery" o por compensación.
 - iv. El riesgo de contraparte asociado a cada contrato bajo la modalidad de "cash delivery" corresponderá al 100% del valor nominal del forward o swaps, ambos en su equivalente en US\$. El riesgo de contraparte evolucionará conforme cambie la paridad cambiaria entre el US\$ y la moneda principal del forward o swaps correspondiente durante toda la vigencia del contrato. El plazo de estos contratos no podrá exceder 90 días. Dicho riesgo de contraparte se deberá considerar para efectos de cumplir con los límites establecidos en el Riesgo crediticio (letra c Nota 3).
 - v. El riesgo de contraparte asociado a cada contrato bajo la modalidad por compensación y que incluye una cláusula de close-out netting en caso de quiebra o insolvencia de la contraparte corresponderá al 15% del valor nominal del forward y al 30% del valor nominal del swaps, ambos en su equivalente en dólares. El riesgo de contraparte evolucionará conforme cambie la paridad cambiaria entre el US\$ y la moneda principal del forward o swaps correspondiente durante toda la vigencia del contrato. Dicho riesgo de contraparte deberá considerar para efectos de cumplir con los límites establecidos en el Riesgo crediticio (letra c Nota 3).
Tratándose de contratos por compensación sin cláusula de close-out netting, su tratamiento por concepto de riesgo de contraparte, corresponderá a la modalidad de cash delivery.
 - vi. El monto nominal de los montos de los contratos de forward o swaps vigentes no podrá exceder, en su conjunto, al 5% del Portafolio de Inversión.
- Intermediarios: La intermediación podrá efectuarse exclusivamente en países elegibles por riesgo soberano a través de:
 - i. Entidades que puedan comprar en el mercado primario; es decir, dispongan de la categoría de "Primary Dealers" en los Estados Unidos de América el Reino Unido y Francia.
 - ii. Bancos, siendo elegibles para inversión, presten directamente el servicio de intermediación; o bien, filiales de estas entidades bancarias, en la medida que él o los correspondientes bancos matrices acrediten a los menos el 90% de la propiedad.
 - iii. Bancos de inversión, o sus filiales que acrediten que su propiedad pertenecen a lo menos en un 90% a uno o más bancos de inversión, y que dispongan de las mismas clasificaciones de riesgo de largo plazo exigidas a los bancos elegibles para inversión.
 - Restricción Adicional: No se podrá invertir en instrumentos financieros de emisores Chilenos. En todo caso, no se podrá invertir en instrumentos expresados o pagaderos en pesos.
 - Criterios de Valorización: La valoración del Portafolio de Inversión que se debe informar al Ministerio de Hacienda, será aquella que prepare él o los Custodios según el criterio "marked to market", utilizando sus propias fuentes de valoración. Sin perjuicio de lo anterior, se deja constancia que el Banco Central de Chile, para efectos internos de contabilización y demás fines relacionados con el Decreto de Agencia, podrá utilizar la misma metodología que emplea en sus propias operaciones correspondientes a las reservas internacionales.
 - Programa de Préstamo de Valores: El Agente Fiscal podrá convenir con el o los Custodios del FRP programas de préstamo de valores (en adelante "Programas" o "Securities Lending") siempre que los Custodios con los cuales se convenga la administración de dichos programas (en adelante "Encargados de Programas") se obliguen a cumplir los criterios de operación establecidos en las Directrices de Custodia, incluyendo especialmente la obligación de efectuar la restitución de los títulos respectivos o, en su defecto, el valor de mercado de los mismos.

- Otros: Las operaciones de cambio serán consideradas operaciones spot, siempre y cuando el período entre el trade date y el settlement date no exceda de dos días. Sin perjuicio de lo anterior, las operaciones de cambio que estén relacionadas con la compra o venta de un instrumento se considerarán spot cuando el número de días entre el trade date y el settlement date corresponda a la convención de mercado para el período de settlement del instrumento que se está comprando o vendiendo. La moneda base del PI para los efectos del desempeño de los administradores es el dólar de los Estados Unidos de América. Los pagos relacionados con las funciones encomendadas al Agente Fiscal serán financiados con recursos de la Cuenta Corriente del FRP. En caso de surgir una insuficiencia de fondos en la Cuenta Corriente del FRP, el Agente Fiscal deberá liquidar o transferir inversiones del PI hacia dicha cuenta corriente.

4. JUICIOS Y ESTIMACIONES CONTABLES CRITICAS

4.1 Estimaciones contables críticas:

La Administración hace estimaciones y formula supuestos respecto del futuro. Las estimaciones contables resultantes, por definición, rara vez van a ser equivalentes a los resultados reales relacionados. Las estimaciones y supuestos que tienen un riesgo significativo de causar ajustes importantes a los valores contables de activos y pasivos dentro del próximo ejercicio financiero se describen a continuación:

Valor razonable de instrumentos que no cotizan en un Mercado activo o sin presencia bursátil:

El valor razonable de tales valores cotizados en un mercado activo puede ser determinado por el Fondo utilizando fuentes de precio (tales como, agencia de fijación de precios, ver cuales aplican a cada fondo) o precios indicativos de “market markers” para bonos o deuda, el cual es obtenido a través del custodio.

Los modelos utilizan datos observables, en la medida que se practicable. Sin embargo, factores tales como riesgo crediticio (tanto propio como de la contraparte), volatilidades y correlaciones requieren que la administración haga estimaciones. Los cambios en los supuestos acerca de estos factores podrían afectar el valor razonable informado de los instrumentos financieros.

La determinación de lo que constituye “observable” requiere de criterio significativo de la administración del Fondo. Es así como, se considera que los datos observables son aquellos datos de mercado que se pueden conseguir fácilmente, se distribuyen o actualizan regularmente, son confiables y verificables, no son privados (de uso exclusivo), y son proporcionados por fuentes independientes que participan activamente en el mercado pertinente.

4.2 JUICIOS IMPORTANTES AL APLICAR LAS POLÍTICAS CONTABLES:

Moneda funcional:

La Administración considera el dólar de Estados Unidos de América como la moneda que más fielmente representa el efecto económico de las transacciones, hechos y condiciones subyacentes. El dólar de Estados Unidos de América es la moneda en la cual el Fondo mide su rendimiento e informa sus resultados, así como también la moneda en la cual recibe aportes del Estado chileno.

5. GESTIÓN DE RIESGO FINANCIERO

Los Fondos Soberanos se exponen a diversos tipos de riesgos producto de su inversión en diferentes instrumentos financieros, los que se pueden categorizar como riesgo de mercado, de crédito, de liquidez, de administración activa y operacional. Para limitar la exposición a éstos, el Ministerio de Hacienda incluye restricciones de inversión en las directrices de ejecución, las cuales deben ser cumplidas por el Banco Central de Chile al realizar las operaciones. Su cumplimiento es monitoreado por un área independiente dentro de dicha institución, por el custodio y, en última etapa, por el Ministerio de Hacienda. Asimismo, el marco institucional y la infraestructura del Banco Central de Chile proveen los controles adecuados para mitigar el riesgo operacional.

5.1 Riesgo de mercado:

El valor de mercado de los instrumentos financieros puede estar expuesto a pérdidas como consecuencia de los cambios en las condiciones de mercado. En el caso específico de inversionistas internacionales de renta fija, las variables financieras que tienen mayor impacto sobre los precios de los instrumentos de sus portafolios son las tasas de interés y los tipos de cambio.

Riesgo de tasa de interés:

Los movimientos de las tasas de interés afectan directamente el precio de los instrumentos de renta fija. Un incremento de las tasas produce una caída en su valor de mercado, mientras que una baja de éstas causa una ganancia. El parámetro que mide la sensibilidad de un portafolio a un movimiento paralelo de la estructura de tasas es la duración. Mientras mayor sea ésta, mayor será el riesgo de pérdida al que está expuesta la cartera ante un alza en las tasas de interés.

En el caso de los Fondos Soberanos se ha definido una duración de referencia que se calcula a partir de la de los índices que componen el *benchmark*. Las directrices establecen que la duración efectiva de los fondos no debe sobrepasar en más de 5 meses la de referencia. Durante todo el año esta restricción fue cumplida por el Banco Central de Chile y al 31 de diciembre de 2010 la diferencia entre la duración del comparador referencial y la de los fondos no excedía un mes.

Riesgo de tipo de cambio:

Como consecuencia de que el retorno de los fondos se mide en dólares, el valor de las inversiones se ve también afectado por los movimientos en las paridades cambiarias, ya que la cartera incluye inversiones denominadas en euros y yenes. Es así como el valor en dólares de un bono soberano emitido en euros se ve afectado por la evolución del cambio USD/EUR. Una apreciación (depreciación) del dólar genera pérdidas (ganancias) adicionales a las que se producen por los movimientos de las tasas de interés. En el caso de los fondos, su exposición cambiaria, medida en dólares, es de 50% y es originada por sus inversiones en euros (40%) y yenes (10%).

5.2 Riesgo crediticio:

El emisor de un instrumento de renta fija puede entrar en una situación de cesación de pagos o default si por falta de liquidez o de capital no puede cumplir sus obligaciones financieras. De esta manera, los recursos se exponen a un mayor riesgo crediticio en la medida que aumenten las probabilidades de default de una institución o gobierno destinatario de las inversiones de los fondos. A su vez, cambios en la percepción de mercado acerca de la solvencia del emisor originan la caída en el valor de mercado de los instrumentos emitidos por éste. La exposición a este tipo de riesgo es controlada a través de requisitos mínimos de clasificación crediticia y límites al monto máximo y grado de concentración por clase de activo y/o institución.

Por otra parte, el riesgo que proviene de la ejecución de las transacciones; es decir, de las pérdidas que podrían ocurrir en el caso que la contraparte no entregue los instrumentos cuando se compran o el pago cuando se venden, es mitigado a través del uso de estructuras transaccionales o post-transaccionales que permiten la entrega de los instrumentos contra pago. Finalmente, el riesgo de mantener las inversiones bajo una institución de custodia es controlado registrando la propiedad de los fondos a nombre del Fisco y de forma separada.

5.3 Riesgo de liquidez:

El riesgo de liquidez proviene de las pérdidas que se pueden generar si es necesario vender instrumentos en forma anticipada para satisfacer necesidades de efectivo. Este riesgo se acentúa en situaciones de incertidumbre, ya que algunas inversiones podrían estar expuestas a descuentos importantes en sus precios producto de la falta de demanda o profundidad de mercado.

En los fondos este riesgo se mitiga manteniendo un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo. Se consideran activos líquidos las letras del Tesoro, los certificados de depósito y los depósitos a plazo, entre otros. Todos ellos se caracterizan por una menor sensibilidad a los movimientos de tasa y los dos primeros por transarse en un mercado que permite liquidarlos rápidamente sin penalizaciones importantes. Por su parte, los depósitos a plazo otorgan liquidez en la medida que van venciendo.

5.4 Riesgo de administración activa:

Dependiendo de sus características, objetivos y especialización, un administrador de cartera puede gestionar las inversiones de forma activa o pasiva. En una estrategia pasiva, el administrador invierte en instrumentos muy parecidos a los contenidos en los comparadores referenciales con el fin de lograr un comportamiento similar en términos de riesgos y rentabilidad. Por el contrario, un administrador activo toma posiciones en instrumentos distintos a los del *benchmark* — las que se ven reflejadas en una distinta duración o composición de monedas del portafolio, entre otros — con el fin de generar un exceso de retorno por sobre éste. Estas posiciones agregan un componente de riesgo adicional al de una administración pasiva, conocido como riesgo activo.

5.5 Riesgo operacional:

El riesgo operacional se refiere a las pérdidas que podrían ocurrir por errores en los procesos internos, sistemas, eventos externos o fallas humanas. Ejemplos de riesgo operacional son los errores en las transacciones, fraudes, fallas en la ejecución de las responsabilidades legales (contratos), etc.

Este riesgo ha sido mitigado delegando al Banco Central de Chile la administración operativa de los fondos, utilizando la misma infraestructura que el Banco Central de Chile tiene disponible para el manejo de las reservas internacionales. La gestión operativa de los fondos radica en la Gerencia de Inversiones Internacionales. El Banco Central de Chile dispone, además, de procesos de control que contemplan una adecuada separación de las responsabilidades y funciones, aplicaciones computacionales de acuerdo a los estándares de calidad del mercado y sistemas de respaldo que permiten garantizar la continuidad operativa de la inversión de los fondos. Esto se suma a los procesos de auditoría internos y externos realizados en el Banco Central de Chile para evaluar la eficacia de los controles existentes.

5.6 Volatilidad y otros indicadores:

Uno de los indicadores típicamente utilizado para medir el riesgo de un portafolio es la volatilidad de sus retornos, que se calcula a partir de su desviación estándar. Los retornos del FRP y del FEES experimentaron una volatilidad anual de 6,1% en 2010. Este valor aumenta a 6,5% para ambos fondos si se mide desde el 31 de marzo de 2007 (cuadro 16). Cabe señalar que las fluctuaciones de las paridades cambiarias (6,5%) causaron gran parte de la volatilidad que experimentaron los fondos en el año 2010.

6. ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON EFECTO EN RESULTADOS

Al 31 de diciembre de 2011 y 2010, las inversiones a valor razonable ascienden a US\$4.403.989.137 y US\$3.835.900.777, respectivamente.

a) El detalle de las inversiones, valorizadas de acuerdo a valor razonable con efecto en resultados es el siguiente:

Inversiones custodia J.P. Morgan	Nivel de jerarquía de valor razonable	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Bonos de Gobierno	1	2.940.059.925	2.559.904.071
Bonos indizados	1	154.467.211	134.420.415
Letras del Tesoro	2	558.051.381	264.347.054
Papeles comerciales	2	-	65.963.201
Otras inversiones en instrumentos derivados	2	1.126	-
Total inversiones		3.652.579.643	3.024.634.741

Inversiones custodia Banco Central de Chile	Nivel de jerarquía de valor razonable	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Depósitos a plazo	2	751.409.494	811.266.036

b) El detalle de las inversiones, según moneda de inversión, es el siguiente:

Instrumentos a Valor Razonable JP Morgan				
Moneda de origen	2011		2010	
	US\$	% del PI	US\$	% del PI
Dólar USA	1.839.116.779	50,35%	1.516.828.626	50,15%
Euro	1.435.188.826	39,29%	1.210.907.011	40,03%
Yen	378.274.038	10,36%	296.899.104	9,82%
Total	3.652.579.643	100,00%	3.024.634.741	100,00%

Inversiones a valor razonable Banco Central				
Moneda de origen	2011		2010	
	US\$	% del PI	US\$	% del PI
Dólar USA	357.085.949	47,52%	371.877.179	45,84%
Euro	327.242.801	43,55%	342.524.285	42,22%
Yen	67.080.744	8,93%	96.864.572	11,94%
Total	751.409.494	100,00%	811.266.036	100,00%

c) El valor total de activos por sector de riesgo se muestra a continuación:

Sector de riesgo	2011		2010	
	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado
Bancario (*)	753.015.775	17,09%	812.064.351	21,17%
Soberano	3.652.579.643	82,91%	3.024.634.741	78,83%
Total	4.405.595.418	100,00%	3.836.699.092	100,00%

Clase de activo	2011		2010	
	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado	Valor de mercado (US\$)	% Valor de mercado
Mercado Monetario (*)	1.311.068.282	29,76%	1.142.374.606	29,77%
Bonos Soberanos	2.940.059.925	66,73%	2.559.904.071	66,73%
Bonos Indexados a Inflación	154.467.211	3,51%	134.420.415	3,50%
TOTAL	4.405.595.418	100,00%	3.836.699.092	100,00%

(*) Incluye efectivo y equivalente de efectivo.

7. CONSTITUCIÓN DEL FONDO

El Fondo puesto a disposición del Banco Central para su administración como Agente Fiscal, se constituyó a partir del mes de marzo de 2007, y los movimientos respecto de ellos para los años 2011 y 2010 son los siguientes:

	2011				
	Aporte (US\$)	Retiros (US\$)	Gastos Comisión (US\$)	Otros Gastos Asesoría (US\$)	Gastos Custodia (US\$)
Enero	-	-	-	-	-
Febrero	-	-	-	-	18.888
Marzo	-	-	46.840	-	19.423
Abril	-	-	-	-	40.618
Mayo	-	-	-	-	-
Junio	443.323.354	-	46.840	-	21.759
Julio	-	-	-	20.000	-
Agosto	-	-	-	-	45.206
Septiembre	-	-	50.531	-	-
Octubre	-	-	-	-	-
Noviembre	-	-	-	-	23.868
Diciembre	-	-	50.531	-	48.034
Totales	443.323.354	-	194.742	20.000	217.796

	2010			
	Aporte (US\$)	Retiros (US\$)	Gastos Comisión (US\$)	Gastos Custodia (US\$)
Enero	-	-	-	17.709
Febrero	-	-	-	18.158
Marzo	-	-	38.400	-
Abril	-	-	-	-
Mayo	-	-	-	-
Junio	337.296.772	-	38.400	112.242
Julio	-	-	-	-
Agosto	-	-	-	19.129
Septiembre	-	-	38.400	20.063
Octubre	-	-	-	-
Noviembre	-	-	-	18.807
Diciembre	-	-	38.400	46.680
Totales	337.296.772	-	153.600	252.788

8. INTERESES Y REAJUSTES

	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Títulos de deuda a valor razonable con efecto en resultados	67.762.795	63.558.259
Total	67.762.795	63.558.259

9. EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE

La composición del rubro efectivo y efectivo equivalente, comprende los siguientes saldos:

	2011 (US\$)	2010 (US\$)
Efectivo en Custodio	1.606.281	798.315

10. RENTABILIDAD DEL FONDO

Tipo Rentabilidad	Rentabilidad acumulada		
	Período actual	Últimos 12 meses	Últimos 24 meses
Nominal	(0,83%)	3,41%	2,50%

11. GRAVAMENES Y PROHIBICIONES

Al 31 de diciembre de 2011 el Fondo no tiene gravámenes ni prohibiciones vigentes sobre sus activos.

12. CUSTODIA DE VALORES

Al 31 de diciembre de 2011 es la siguiente:

Custodia de Valores						
Entidades	Custodia Nacional			Custodia Extranjera		
	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Nacionales	% sobre total Activo del Fondo	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Extranjeros	% sobre total Activo del Fondo
Empresas de Depósito de Valores	-	-	-	-	-	-
Otras entidades	-	-	-	4.403.989.137	100%	99,96%
Total cartera de inversiones en custodia	-	-	-	4.403.989.137	100%	99,96%

Al 31 de diciembre de 2010 la custodia de valores es la siguiente:

Custodia de Valores						
Entidades	Custodia Nacional			Custodia Extranjera		
	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Nacionales	% sobre total Activo del Fondo	Monto custodiado (US\$)	% sobre total inversiones en instrumentos emitidos por Emisores Extranjeros	% sobre total Activo del Fondo
Empresas de Depósito de Valores	-	-	-	-	-	-
Otras entidades	-	-	-	3.835.900.777	100%	99,98%
Total cartera de inversiones en custodia	-	-	-	3.835.900.777	100%	99,98%

13. HECHOS RELEVANTES

Con fecha 18 de noviembre de 2011, mediante Oficio Ordinario N°1.637 del Ministerio de Hacienda para el Banco Central de Chile, en su calidad de Agente Fiscal en virtud del Decreto N°1.383 de 2006, del Ministerio de Hacienda, y en los términos de los artículos 5° y 6° del mencionado decreto, las nuevas Directrices de Inversión asociadas a la administración de los recursos del Fondo de Reserva de Pensiones (en lo sucesivo “FRP”) entregados en administración al Agente Fiscal (en lo sucesivo los “Recursos”). Estas directrices sustituyen a las Directrices de Ejecución anteriores. Estas directrices tienen vigencia a partir del 2 de enero de 2012.

14. HECHOS POSTERIORES

Entre el 1 de enero de 2012 y la fecha de emisión de los presentes estados financieros, no han ocurrido hechos posteriores, que pudiesen afectar en forma significativa, los saldos o la interpretación de los presentes estados financieros.

ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS, RECUADROS Y DIAGRAMAS

N°	Cuadros	Pág
1	Índices del comparador referencial	35
2	Aportes y retiros al FEES	36
3	Evolución y descomposición del valor de mercado del FEES	36
4	Rentabilidad neta del FEES	37
5	Composición del FEES por tipo de riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011	42
6	Listado de bancos con depósitos vigentes en el FEES al 31 de diciembre de 2011	42
7	Exposición crediticia del FEES al 31 de diciembre de 2011	43
8	Costos de administración y custodia, e ingresos del programa de préstamo de valores del FEES	43
R4.1	Composición estratégica de activos y <i>benchmarks</i>	46
9	Aportes anuales al FRP	47
10	Evolución y descomposición del valor de mercado del FRP	47
11	Rentabilidad neta del FRP	48
12	Composición del FRP por tipo de riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011	53
13	Listado de bancos con depósitos vigentes en el FRP al 31 de diciembre de 2011	53
14	Exposición crediticia del FRP al 31 de diciembre de 2011	54
15	Costos de administración y custodia, e ingresos del programa de préstamo de valores del FRP	54
16	Duración de cada fondo y de referencia al 31 de diciembre de 2011	57
17	Exposición soberana	58
18	Máxima exposición crediticia por emisor bancario	58
19	Volatilidad mensual anualizada de los fondos soberanos y su comparador referencial	60
20	Máximos y mínimos retornos históricos, FRP y FEES	60

N°	Gráficos	Pág
1	Valor de mercado	8
2	Rentabilidad anual neta en dólares	8
3	Rentabilidad acumulada anual neta en dólares	9
4	Composición del riesgo crediticio al 31 de diciembre de 2011	9
R1.1	Evolución balance fiscal efectivo y estructural	12
5	Regla de acumulación de los fondos	13
6	Índice de transparencia Linaburg-Maduell al cuarto trimestre de 2011	26
7	Credit Default Swaps (CDS) a 5 años de algunos países europeos y Chile, 2010 - 2011	29
8	TED Spread, 2006 - 2011	30
9	Tasas internas de retorno a dos años de bonos de EE.UU., Alemania y Japón en 2011	31
10	Índice de paridades cambiarias en 2011	31
11	Evolución de la volatilidad (VIX) en el mercado accionario (S&P 500), 2006 - 2011	32
12	TWR anual del FEES	37
13	Rentabilidad neta del FEES trimestral desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	38
14	Índice que representa la rentabilidad del FEES	39
15	Retorno en exceso del FEES con respecto al <i>benchmark</i>	39
16	Composición por clase de activo del FEES al 31 de diciembre de 2011	40
17	Composición de monedas del FEES al 31 de diciembre de 2011	41
18	Composición por exposición crediticia del FEES en 2011	41
19	Comparación de la composición estratégica de activos	45
20	TWR anual del FRP	48
21	Rentabilidad neta del FRP trimestral desglosada en moneda de origen y tipo de cambio	49
22	Índice que representa la rentabilidad del FRP	49
23	Retorno en exceso del FRP con respecto al <i>benchmark</i>	50
24	Composición por clase de activo del FRP al 31 de diciembre de 2011	51
25	Composición de monedas del FRP al 31 de diciembre de 2011	51
26	Composición por exposición crediticia del FRP en 2011	52
N°	Recuadros	
1	Una regla de balance estructural que se ha ido perfeccionando en el tiempo	11
2	Código de ética	22
3	El límite de la deuda en EE.UU. y sus implicancias para los fondos soberanos	33
4	Nueva política de inversión para el Fondo de Reserva de Pensiones	46
N°	Diagramas	
1	Institucionalidad de los fondos soberanos	15

Acciones — instrumentos representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compran estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por lo tanto, participan de las ganancias o pérdidas de la empresa.

Administración pasiva — estrategia de inversión que tiene por objetivo replicar la rentabilidad de un índice representativo de alguna clase de activo o de una combinación de ellas.

Administración activa — estrategia de inversión que tienen por objetivo obtener un retorno superior al de un índice de referencia.

Bonos — obligaciones financieras contraídas por un emisor (por ejemplo, una empresa o un Gobierno) con inversionistas. En dicha operación el emisor se compromete a devolverle el capital prestado a los inversionistas y a pagar una tasa de interés pactada en una o varias fechas preacordadas.

Bonos corporativos — bonos cuyos emisores son corporaciones o empresas.

Bonos de reconocimiento — instrumentos emitidos por el Instituto de Normalización Previsional que representan las cotizaciones que efectuaron los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de incorporarse al nuevo sistema de AFP.

Bonos indexados a inflación — bonos que se reajustan de acuerdo a un determinado índice de inflación, y que en el caso de EE.UU. se denominan Treasury Inflation Protected Securities (TIPS).

Bonos soberanos — bonos cuyos emisores son gobiernos.

Credit Default Swaps (CDS) — Instrumentos financieros utilizados por inversionistas para protegerse del incumplimiento de pagos de un bono. También pueden ser utilizados para tomar posiciones especulativas en el bono cubierto por el CDS.

Clases de activo — categorías específicas de inversiones tales como acciones, bonos corporativos, bonos soberanos e

instrumentos del mercado monetario, entre otros. Los activos de una misma clase generalmente exhiben características similares de riesgo, reaccionan de manera similar en el mercado y están sujetos a las mismas regulaciones.

Clasificación de riesgo — grado de solvencia del emisor de un instrumento financiero (empresa o país), definido por alguna institución clasificadora de riesgo.

Duración — parámetro que mide la sensibilidad de un bono a movimientos en las tasas de interés. A mayor duración del bono, mayor será la pérdida a que está expuesto el bono ante un alza de las tasas de interés.

Efectivo — caja y depósitos bancarios a la vista.

Exchange Traded Funds (ETFs) — instrumento financiero transado en bolsa que típicamente replica a algún índice de mercado. Tradicionalmente se han utilizado para obtener exposiciones pasivas a índices accionarios, pero su uso se ha ido expandiendo a renta fija y commodities, incluso hacia estrategias activas.

Fondos Mutuos (FFMM) — vehículo de inversión administrado por una entidad que permite agrupar el capital de distintos inversionistas y lograr exposición a distintas clases de activos. A diferencia de un ETF no se transa en bolsa.

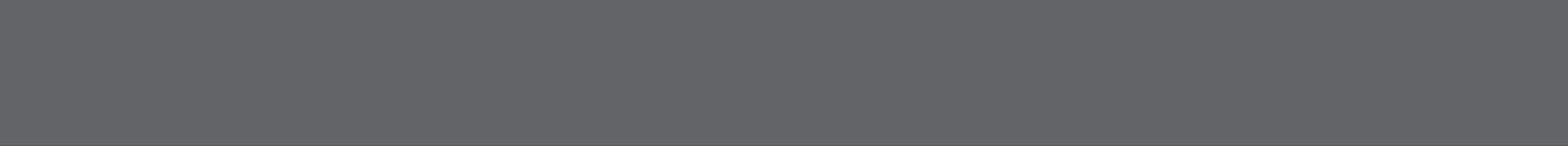
Instrumentos del mercado monetario — instrumentos de corto plazo con una madurez menor a un año que son fácilmente convertibles a efectivo y que tienen menores niveles de volatilidad respecto a otras clases de activos.

Inversiones alternativas — inversiones que no son las tradicionalmente utilizadas (acciones y renta fija). Las inversiones alternativas incluyen principalmente capital privado (private equity), fondos de cobertura (hedge funds), productos básicos (commodities) y sector inmobiliario (real estate).

Ley de Responsabilidad Fiscal — Ley N° 20.128, publicada en el Diario Oficial de la República de Chile con fecha 30 de septiembre de 2006.

- Liquidez** — facilidad con la que se puede vender una inversión o instrumento sin incurrir en una pérdida significativa de valor.
- Política de inversión** — conjunto de criterios, lineamientos y directrices que regulan el monto, estructura y dinámica de las inversiones de un portafolio.
- Portafolio** — combinación de instrumentos de inversión adquiridos por un individuo o inversionista institucional.
- Punto base** — una centésima de un punto porcentual. 1 punto base = $(1/100)$ de 1%.
- Rentabilidad en moneda de origen** — retorno obtenido por un instrumento financiero en su moneda de denominación. Corresponde al componente de la rentabilidad asociado al nivel y a las variaciones de las tasas de interés, calidad crediticia y otros factores.
- Rentabilidad generada por movimientos de paridades cambiarias** — componente de la rentabilidad que se origina por la variación en la paridad cambiaria del dólar con respecto a las otras monedas en que se realizan las inversiones.
- Rentabilidad total** — combinación de la rentabilidad obtenida en las monedas de origen y la rentabilidad generada por los movimientos de las paridades cambiarias.
- Renta fija** — instrumentos de inversión que entregan en un período determinado una rentabilidad conocida al momento de la inversión. Los bonos soberanos, bonos corporativos y depósitos bancarios son instrumentos de renta fija.
- Renta variable** — Acciones.
- Riesgo** — la posibilidad de sufrir pérdidas financieras; la variabilidad del retorno de una inversión.
- Riesgo de titulares (riesgo reputacional o headline risk)** — se refiere al riesgo de que exista una percepción adversa por parte del público acerca de la gestión de una entidad.
- Spread** — diferencia entre las tasas de rendimiento a madurez de dos instrumentos de renta fija; se utiliza para medir su nivel de riesgo relativo.
- Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR)** — primer ETF creado en 1993 con el objetivo de replicar el desempeño del índice accionario S&P500 de EE.UU.
- Tasa LIBOR** — London interbank offered rate, tasa cobrada en los préstamos interbancarios.
- Tasa LIBID** — London interbank bid rate, tasa pagada por los depósitos interbancarios. Por definición es la tasa Libor menos 0,125%.
- Tasa Interna de Retorno** — tasa efectiva de rendimiento de las inversiones. Se calcula igualando el valor presente de todos los flujos netos de caja a cero.
- Tasa de Retorno ponderada por el Tiempo (Time-weighted Rate of Return o TWR)** — medida de rentabilidad que se obtiene componiendo o multiplicando los retornos diarios sin considerar aportes y retiros. En contraste con la TIR, elimina así la incidencia de los flujos netos de caja.
- TED Spread** — corresponde a la diferencia entre la tasa de interés a la que los bancos se prestan fondos (LIBOR) y la tasa libre de riesgo (Letras del Tesoro de Estados Unidos). Un mayor TED Spread está típicamente asociado a una menor liquidez en el mercado.
- Volatilidad** — medida de riesgo de un activo financiero. Representa la variabilidad o dispersión que ha tenido su precio en un período de tiempo.

BCCh	Banco Central de Chile
BCE	Banco Central Europeo
BCJ	Banco Central de Japón
CDS	Credit Default Swaps
CF	Comité Financiero
EE.UU.	Estados Unidos de América
EUR	Euro
FED	Reserva Federal de Estados Unidos
FEES	Fondo de Estabilización Económica y Social
FMI	Fondo Monetario Internacional
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones
IFRS	International Financial Reporting Standards
JPM	J.P. Morgan
JPY	Yen Japonés
LIBID	London Interbank Bid Rate
LIBOR	London InterBank Offered Rate
M US\$	Miles de dólares de EE.UU.
MBS	Mortgage-Backed Securities
MM US\$	Millones de dólares de EE.UU.
pb	Puntos Base
PIB	Producto Interno Bruto
TE	Tracking Error
TIR	Tasa Interna de Retorno
TWR	Time Weighted Rate of Return
UF	Unidad de Fomento
USD	Dólar de Estados Unidos
US\$	Dólar de Estados Unidos
VaR	Value at Risk



Diseño y Diagramación:

Luis E. Silva

Edición:

Comunicaciones Ministerio de Hacienda

Ministerio de Hacienda

Teatinos 120 – Santiago de Chile

56 2 8282000



WWW.HACIENDA.CL