

MARZO  
2016

# BOLETÍN DE INVERSIONES:

## CARTERA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES

## 1. RÉGIMEN DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES

El Régimen de Inversión de los fondos de pensiones es elaborado por la Superintendencia de Pensiones, tras la aprobación del Consejo Técnico de Inversiones y del Ministerio de Hacienda. Se definen límites de inversión para diferentes instrumentos, cuyo objetivo es mantener una adecuada diversificación de los fondos de pensiones.

Los recursos que se mantienen en los fondos de pensiones de cada AFP deben ser invertidos exclusivamente en los instrumentos financieros autorizados por el Decreto Ley N° 3.500 de 1980, teniendo estas inversiones como únicos objetivos la obtención de rentabilidad y seguridad adecuadas.

La normativa legal en este ámbito considera diferentes medidas de protección para la inversión de los fondos acumulados, destacándose –entre otras– la diversificación de la cartera según instrumento, emisor y sector económico; la clasificación de riesgo de los títulos de renta fija y cuotas de fondos mutuos o de inversión adquiribles por los fondos; la obligación de efectuar las transacciones en mercados formales autorizados; la valorización estandarizada de las inversiones y la desconcentración de la propiedad cuando se trata de acciones de sociedades anónimas.

Asimismo, los fondos de pensiones pueden ser invertidos en una gran variedad de activos financieros, entre los que cabe mencionar: títulos emitidos por la Tesorería General de la República y el Banco Central de Chile; letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización; Bonos de Reconocimiento emitidos por el IPS (ex INP); depósitos a plazo y letras de crédito de instituciones financieras; bonos de empresas públicas y privadas; bonos convertibles en acciones; acciones de sociedades anónimas abiertas; cuotas de fondos de inversión; cuotas de fondos mutuos; efectos de comercio representativos de letras de cambio o pagarés; operaciones de cobertura de riesgo y títulos de crédito, valores o efectos de comercio, bonos y acciones de empresas, cuotas de fondos mutuos y de inversión y operaciones de cobertura de riesgos, emitidos y transados en el extranjero.

A lo largo de su funcionamiento, el sistema de capitalización individual ha sido perfeccionado continuamente, sin alterar las bases fundamentales ya señaladas. Una de estas intervenciones tiene relación con la ampliación de las alternativas de inversión de los ahorros obligatorios de los afiliados, dando origen a un esquema de múltiples fondos.

De este modo, en el año 2000 fue remitido un proyecto de ley, el cual propuso la creación de tres fondos adicionales a los dos ya existentes (Tipo 1 y Tipo 2, actualmente Tipo C y Tipo E respectivamente). Así, a partir de agosto del 2002 la administración de los distintos tipos de ahorro, tanto obligatorio como voluntario, pasa a ser bajo un esquema de múltiples fondos (creado por la Ley N° 19.795), conocido como Multifondos. Específicamente son cinco tipos de fondos por parte de cada AFP, donde cada uno está invertido en instrumentos de renta fija y variable. El concepto principal de tal esquema fue que, a mayor renta variable mayor riesgo, y por ende, mayor rentabilidad esperada.

En términos generales la estructura de inversión de los multifondos es la siguiente: el Fondo Tipo A (más riesgoso) tiene una mayor proporción de sus inversiones en renta variable, con límites entre 80% y 40%; el Fondo Tipo B (riesgoso) posee límites en renta variable entre 60% y 25%; el Fondo Tipo C (intermedio) invierte en renta variable entre un 40% y un 15%; el Fondo Tipo D (conservador) puede invertir en renta variable entre 20% y 5%; y por último, el Fondo Tipo E tiene como límite máximo permitido un 5% en renta variable.

## 2. ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

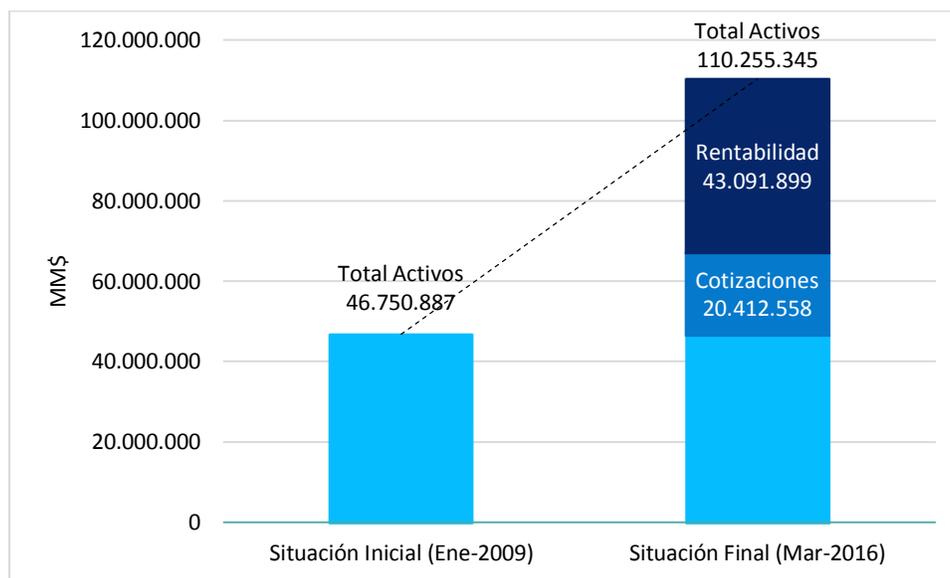
### 2.1 EVOLUCIÓN

Los activos de los fondos de pensiones incluyen la inversión que se realiza con los fondos acumulados, como en las partidas del pasivo que están en proceso de acreditación o que deban traspasarse del fondo hacia los afiliados en forma de beneficios.

Las inversiones realizadas por las diferentes AFP corresponden a los activos de los fondos de pensiones, en el que se incluyen todas las inversiones en instrumentos financieros más los saldos en las cuentas corrientes (en pesos o moneda extranjera) que posee un fondo, más otros activos.

El total de los activos puede descomponerse según sus dos fuentes fundamentales. Por una parte intervienen los aportes que mensualmente realizan los cotizantes, ya sea por ahorro obligatorio o voluntario, mientras que una segunda fuente es la rentabilidad generada por las inversiones de los fondos de pensiones. De tal forma, considerando el período de análisis 2009-2016, en el Gráfico N° 1 se presenta la evolución del total de activos en función de estas últimas dos fuentes antes señaladas. Al 31 de diciembre de 2008 existía un total de activos de \$ 46.750.887 millones, los que gracias a los aportes y rentabilidad, al 31 de marzo de 2016 ascendían a \$ 110.255.345 millones, representando una variación nominal de 135,8% en dicho lapso. La composición de los \$ 63.504.458 millones adicionales se deriva en un 32,1% de aportes de los cotizantes y el 67,9% restante es por efecto de la rentabilidad de las inversiones. Esto permite dimensionar la importancia de una buena administración de los fondos de pensiones, y, por ende, del Régimen de Inversiones asociado a éstos.

**Gráfico N° 1: Variación nominal de los activos de los fondos de pensiones según fuente (MM\$, 2008-2016)**

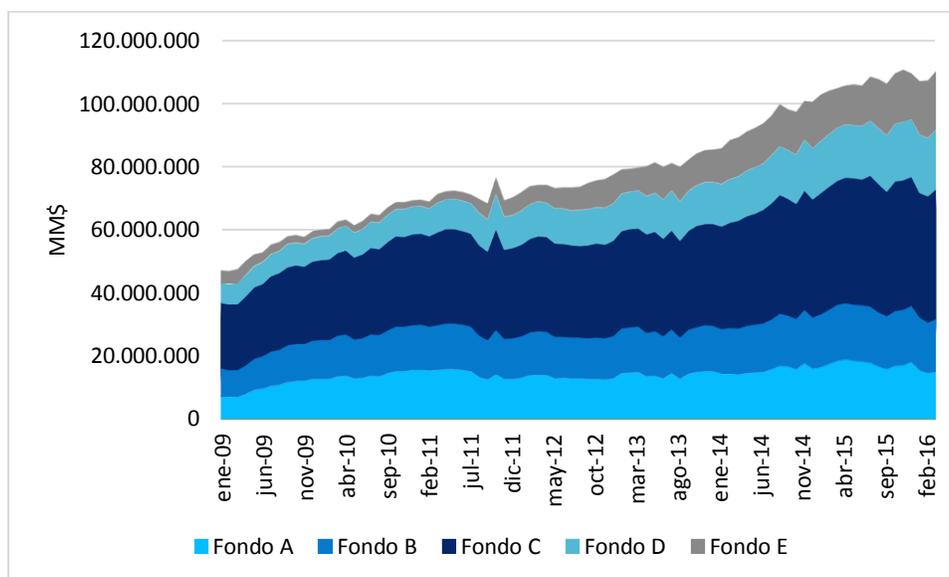


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Durante el período estudiado los activos de los fondos de pensiones pasaron de \$ 47.366.766 millones al 31 de enero de 2009 a \$ 110.255.345 millones al 31 de marzo de 2016 (ver Gráfico N° 2), lo que equivale a un crecimiento de 132,8% nominal, basado principalmente en los buenos resultados de

rentabilidad de los años 2009, 2010 y 2014, contrastando con la crisis en los años anteriores. A su vez, en lo que va de 2016 el patrimonio de los fondos de pensiones ha aumentado en un 0,8% nominal. El fondo con el mayor patrimonio a lo largo de toda la serie es el Tipo C, de riesgo intermedio, mientras que los demás fondos fluctúan dependiendo de los resultados obtenidos, especialmente de rentabilidad y de recomendaciones de traspasos por parte de terceros. Por su parte, el fondo con la mayor variación es el Tipo E, incrementándose en un 379,3% nominal durante el período analizado.

**Gráfico N° 2: Evolución de los activos de los fondos de pensiones según tipo de fondo (MM\$, 2009-2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

## 2.2 RESUMEN MARZO 2016

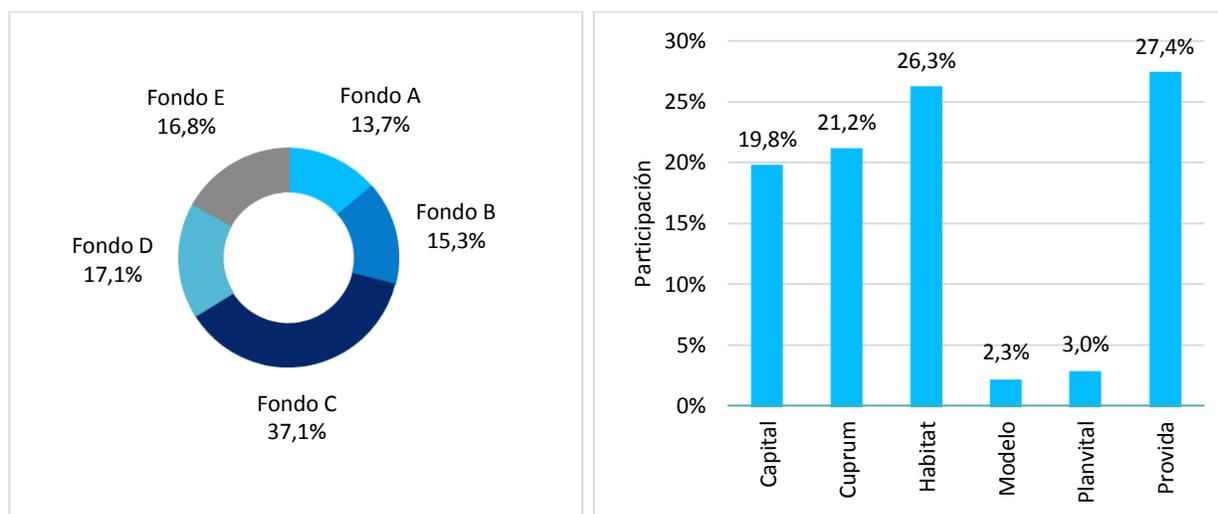
En el Cuadro N° 1 se muestra el valor de los activos de los fondos de pensiones según tipo de fondo y Administradora. Se observa que a marzo de 2016 el total de activos alcanzaba los \$ 110.255.345 millones; y respecto a igual fecha del año anterior, se registra un aumento del 5,2% nominal (variación real del 0,4%).

La distribución de los activos, de acuerdo al orden de magnitud, es de un 37,1% en el Tipo C, 17,1% en el Tipo D, 16,8% en el Tipo E, 15,3% en el Tipo B y 13,7% en el Tipo A. Del mismo modo, la AFP con la mayor participación es Provida, con el 27,4% de los activos, seguida por Habitat, cuya proporción es del 26,3%. Los resultados anteriores se presentan en el Gráfico N° 3.

**Cuadro Nº 1: Activos de los fondos de pensiones (MM\$, marzo 2016)**

AFP	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part.	Var. 12 Meses
Capital	3.143.917	3.397.096	7.805.112	4.150.232	3.368.923	<b>21.865.280</b>	<b>19,8%</b>	<b>1,6%</b>
Cuprum	4.031.779	3.016.646	7.679.062	3.169.512	5.484.317	<b>23.381.316</b>	<b>21,2%</b>	<b>5,1%</b>
Habitat	3.796.423	4.468.592	10.972.204	4.534.173	5.189.921	<b>28.961.313</b>	<b>26,3%</b>	<b>7,0%</b>
Modelo	298.683	1.038.180	572.933	208.315	407.644	<b>2.525.755</b>	<b>2,3%</b>	<b>36,9%</b>
Planvital	358.017	512.183	1.301.462	702.710	432.719	<b>3.307.091</b>	<b>3,0%</b>	<b>11,6%</b>
Provida	3.482.681	4.421.298	12.532.076	6.098.582	3.679.953	<b>30.214.590</b>	<b>27,4%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Total</b>	<b>15.111.500</b>	<b>16.853.995</b>	<b>40.862.849</b>	<b>18.863.524</b>	<b>18.563.477</b>	<b>110.255.345</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Part.</b>	<b>13,7%</b>	<b>15,3%</b>	<b>37,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>100,0%</b>		
<b>Var. 12 Meses</b>	<b>-18,4%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>47,7%</b>	<b>5,2%</b>		

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

**Gráfico Nº 3: Distribución de los activos de los fondos de pensiones, según tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

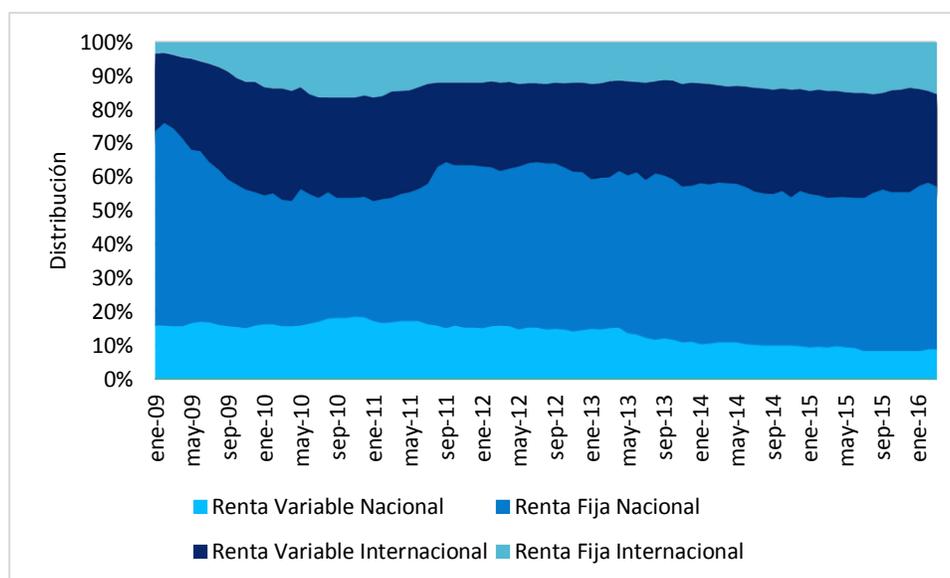
### 3. DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN TOTAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES

#### 3.1 EVOLUCIÓN

El sistema establece límites de inversión para la conformación del portfolio de cada fondo, los que son fijados por el D.L. N° 3.500 o en el Régimen de Inversiones. Los límites se aplican por instrumento o grupos de instrumentos y por emisor, con la finalidad de lograr una diversificación adecuada, evitar que el fondo de pensiones adquiriera un peso significativo en las decisiones de cierto emisor y controlar la exposición en instrumentos riesgosos.

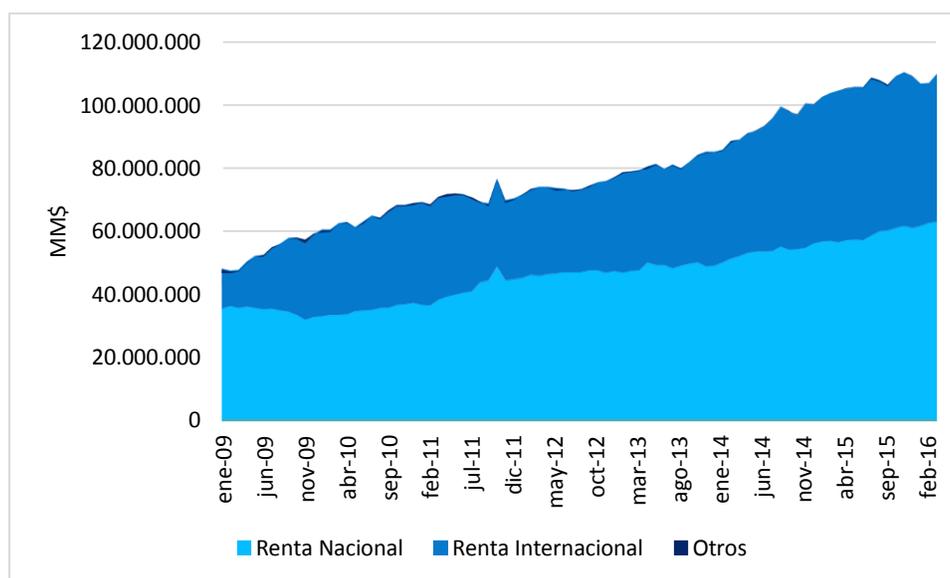
En tal sentido, los límites estructurales de mayor importancia para el sistema de multifondos son aquellos aplicados a la renta variable y renta fija. La cartera de inversiones de acuerdo a estos límites, diferenciados a su vez por renta nacional e internacional para la totalidad del sistema, se presenta en el Gráfico N° 4, observándose una distribución en línea con los acontecimientos económicos y las posibilidades de inversión. Se aprecia una proporción predominada por la renta fija nacional, la que se acrecienta en períodos de mayor volatilidad.

**Gráfico N° 4: Cartera de inversiones de los fondos de pensiones por tipo de renta (2009-2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Adicionalmente, si ampliamos el análisis de la diversificación de cartera de inversiones de los fondos de pensiones según el valor de los activos para cada tipo de renta, se aprecia con mayor claridad el significativo aporte que posee la renta nacional. A marzo de 2016 el total de activos en renta nacional era de \$ 63.248.242 millones, mientras que en renta extranjera era de \$ 47.007.098 millones. La evolución de los activos de los fondos de pensiones según tipo de renta se presenta en el Gráfico N° 5.

**Gráfico N° 5: Evolución de los activos de los fondos de pensiones según tipo de renta (2009-2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

### 3.2 RESUMEN MARZO 2016

En marzo de 2016 se registra que, del total de activos, el 57,4% corresponde a renta nacional, mientras que un 42,6% de las inversiones de los fondos de pensiones se realiza en renta extranjera (ver Cuadro N° 2). Asimismo, la proporción destinada a renta fija es del 62,9%, mientras que la renta variable equivale al 37,0%. Además, se registra una variación anual nominal de la renta fija nacional de 13,6%, por sobre la fluctuación de este tipo de renta a nivel internacional, cuya cifra es de 12,1%. Por su parte, la variación anual de la renta variable fue de -6,2%, donde a nivel nacional se aprecia un aumento de 1,0% y a nivel extranjero se muestra una caída de -8,4%.

Cabe señalar que la diversificación por tipo de renta presenta movimientos interesantes en los últimos 12 meses. Se distingue que la renta fija nacional ha incrementado su participación en un 8,0%, a diferencia de la renta variable nacional, cuya participación ha caído un -4,1% en los últimos 12 meses. Por su parte, la variación anual en la participación de la renta fija extranjera muestra un aumento de 6,5%, mientras que la proporción invertida en renta variable extranjera ha bajado un -13,0% en el último año.

**Cuadro N° 2: Cartera de inversión total de los fondos de pensiones (marzo 2016)**

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Contribución en Rentabilidad Real Mensual*	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Inversión Nacional Total	63.248.242	57,4%	0,61%	11,6%	6,1%
Renta Variable	10.433.232	9,5%	0,48%	1,0%	-4,1%
Renta Fija	52.674.880	47,8%	0,13%	13,6%	8,0%
Inversión Extranjera Total	47.007.098	42,6%	1,59%	-2,3%	-7,2%
Renta Variable	30.377.313	27,6%	1,37%	-8,4%	-13,0%
Renta Fija	16.691.800	15,1%	0,21%	12,1%	6,5%
<b>Total Activos</b>	<b>110.255.347</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,20%</b>	<b>5,2%</b>	<b>-</b>
Subtotal Renta Variable	40.810.544	37,0%	1,85%	-6,2%	-10,8%
Subtotal Renta Fija	69.366.680	62,9%	0,35%	13,3%	7,6%
Subtotal Derivados	23.318	0,0%	n.d.	164,6%	100,0%
Subtotal Otros	54.798	0,1%	n.d.	157,7%	150,0%

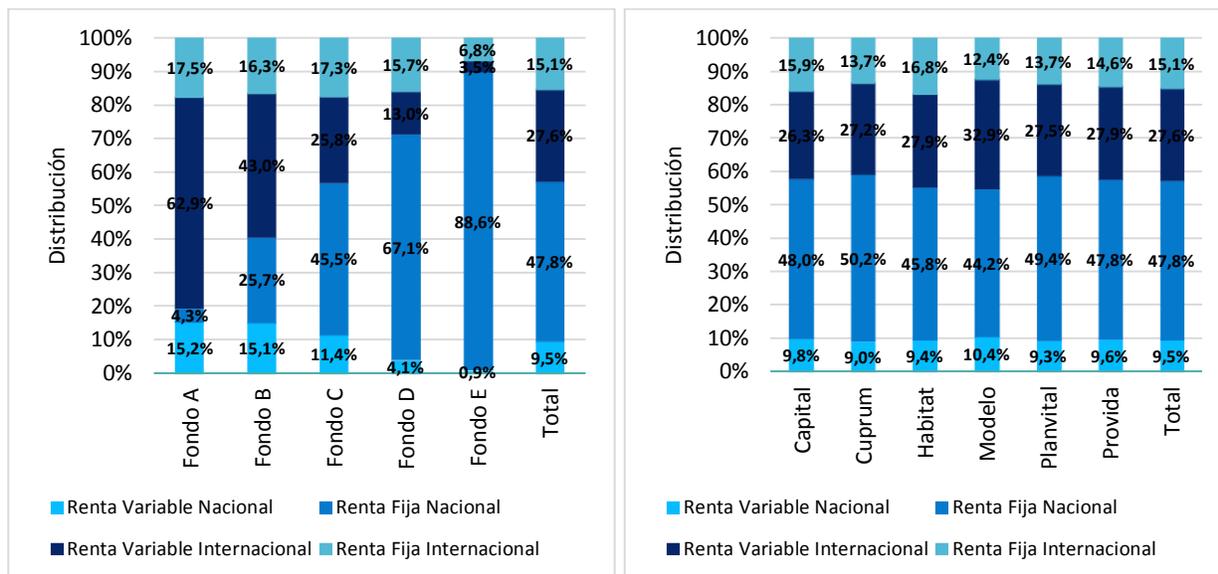
(\*) Rentabilidad real mensual ponderada según activos de cada fondo. El aporte a la rentabilidad de los instrumentos denominados en moneda extranjera incorpora el efecto de la cobertura cambiaria.

n.d.: No disponible

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Extendiendo el análisis según tipo de fondo, se visualiza que la diversificación sigue la lógica de la estructura de los multifondos, es decir, la renta variable tiene mayor participación en aquellos fondos más riesgosos. En efecto, a marzo de 2016 el fondo Tipo A posee un 78,0% de sus activos invertidos en renta variable, seguido del fondo Tipo B con un 58,0% en dicha renta. Más alejado se encuentra el fondo Tipo E, cuya asignación de recursos a instrumentos de renta variable es tan solo de un 4,4%, mientras que en renta fija la participación de sus activos es del 95,4%. De igual forma, es importante considerar las diferencias que existen en la inversión destinada a cada zona geográfica. El fondo Tipo A se caracteriza por asignar el 62,9% de los activos a renta variable extranjera, mientras que los recursos del fondo Tipo E están invertidos en mayor proporción en renta fija nacional, llegando al 88,6%.

Igualmente, se presentan diferencias en la diversificación de la cartera de inversión al considerar cada AFP. En este sentido, la Administradora que a marzo de 2016 presenta la mayor proporción de inversión en renta variable fue Modelo, con el 43,3%, seguida de Provida, con el 37,5%. A su vez, las AFP con mayor participación en renta fija fueron Capital y Cuprum, ambas con el 63,9%. La distribución de la cartera de inversión según tipo de fondo y AFP se presenta en el Gráfico N° 6.

**Gráfico N° 6: Distribución de cartera de inversión total de los fondos de pensiones, según tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

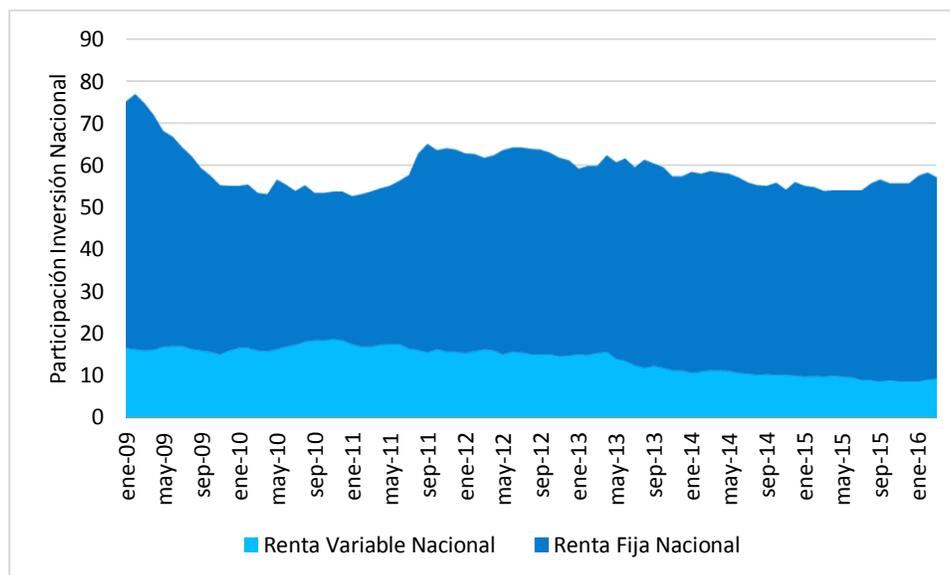
## 4. INVERSIÓN NACIONAL

### 4.1 INVERSIÓN TOTAL EN RENTA NACIONAL

El marco actual el DL N° 3.500 provee los lineamientos generales de elegibilidad de instrumentos y límites estructurales por fondos y emisores; mientras que el Régimen de Inversión regula materias específicas de las inversiones, que por su naturaleza requieren de mayor flexibilidad. Además, se debe sumar la normativa complementaria dictada por la Superintendencia de Pensiones. Estos elementos son los que permiten una adecuada diversificación de los fondos de pensiones.

Siguiendo la normativa en términos de régimen de inversión, las Administradoras deciden el porcentaje de participación en diferentes instrumentos nacionales, según la naturaleza de éstos (renta fija o variable). Obviamente esta elección depende de la alternativa que reporte la mejor rentabilidad en función del contexto económico de cada período.

Según se observa en el Gráfico N° 7, la exposición a instrumentos de renta nacional registra una leve tendencia a la baja en los últimos años, pasando de una proporción superior al 70% en el año 2009 a una participación en torno al 55% en 2015. Principalmente se observa que la renta variable nacional ha disminuido de forma sostenida en este período, pasando del 16% de los fondos de pensiones al 9% respectivamente.

**Gráfico N° 7: Participación de la inversión en renta nacional (2009-2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Adicionalmente, el Cuadro N° 3 presenta la inversión de los fondos de pensiones en renta nacional para el mes de marzo de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 63.248.242 millones, lo que representa al 57,4% del total de los fondos de pensiones a dicho mes. Asimismo, tal inversión comparada con igual mes del año anterior registra un crecimiento nominal del 11,6%, explicado principalmente por el aumento de la renta fija nacional, con una variación del 13,6% en igual período (mientras que la renta variable nacional creció un 1,0% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija nacional de un 8,0%, vinculado principalmente a una mayor participación en instrumentos de Tesorería y depósitos a plazo (cuya ponderación anual creció en un 21,0% y 25,8% respectivamente).

**Cuadro N° 3: Inversión de los fondos de pensiones en renta nacional (marzo 2016)**

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Nacional	10.433.232	9,5%	1,0%	-4,1%
Acciones	8.650.239	7,9%	0,9%	-4,2%
Fondos de Inversión, FICE y Otros	1.782.993	1,6%	1,8%	-3,0%
Renta Fija Nacional	52.674.880	47,8%	13,6%	8,0%
Instrumentos Banco Central	6.232.010	5,7%	-7,4%	-12,0%
Instrumentos Tesorería	18.750.977	17,0%	27,3%	21,0%
Bonos de Reconocimiento y MINVU	218.861	0,2%	-38,5%	-41,2%
Bonos de Empresas y Efectos de Comercio	7.203.769	6,5%	-2,9%	-7,8%
Bonos Bancarios	11.083.049	10,1%	12,0%	6,3%

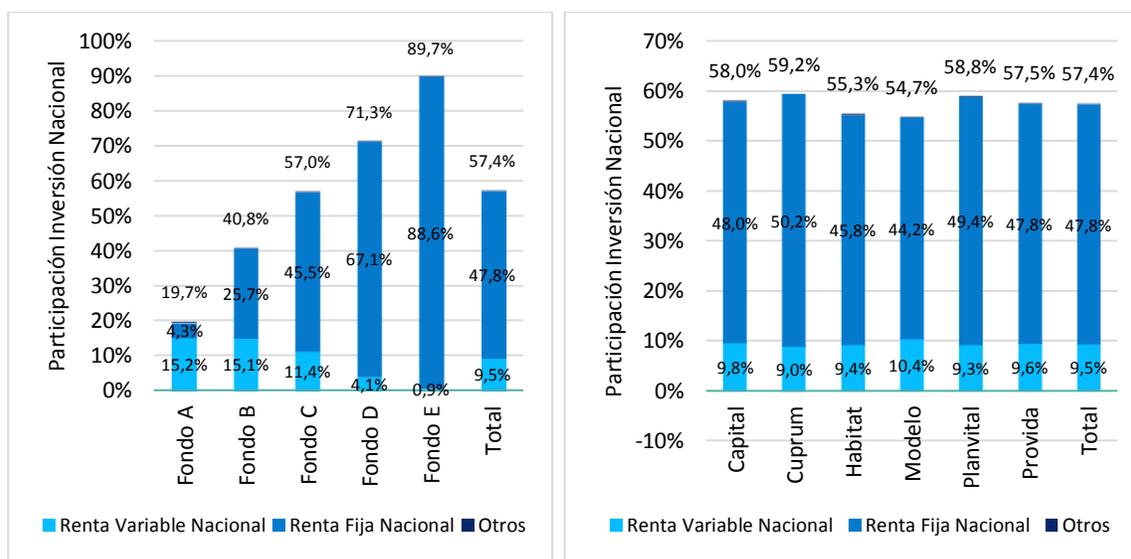
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Letras Hipotecarias	557.417	0,5%	-13,4%	-16,4%
Depósitos a Plazo	8.440.505	7,7%	32,4%	25,8%
Fondos Mutuos y de Inversión	73.998	0,1%	-0,9%	0,0%
Disponibles	114.294	0,1%	-16,6%	-23,1%
Derivados	121.295	0,1%	-384,3%	-375,0%
Otros Nacionales	18.835	0,0%	-3,3%	0,0%
<b>Total Inversión Nacional</b>	<b>63.248.242</b>	<b>57,4%</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,1%</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Respecto a la participación de la renta nacional en la cartera de inversiones de los fondos de pensiones según tipo de fondo, se registra que a marzo de 2016 el fondo Tipo A asigna un 19,7% del total de sus recursos a este tipo de renta, porcentaje que aumenta progresivamente hasta llegar al fondo Tipo E, cuya proporción asignada a renta nacional es del 89,7% de sus fondos. Conjuntamente, se aprecia que la renta variable nacional va creciendo en línea con el nivel de riesgo asociado a cada multifondo.

Ampliando el análisis anterior según cada Administradora, se aprecia que Cuprum es la con mayor presencia en renta nacional, con el 59,2% de sus fondos, seguida de Planvital con el 58,8%. Por su parte, la AFP con la menor participación en renta nacional es Modelo, destinando el 54,7% de sus fondos. Al mismo tiempo, se observa que esta diferencia se debe principalmente a la proporción de los recursos invertidos en renta fija nacional, dado que la participación en renta variable nacional es similar para cada AFP. Los resultados de la participación de la inversión en renta nacional según tipo de fondo y AFP a marzo de 2016 se presentan en el Gráfico N° 8.

**Gráfico N° 8: Participación de la inversión en renta nacional, según tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

### 3.2 INVERSIÓN EN ACCIONES DE EMPRESAS NACIONALES

A marzo de 2016 se registra una inversión en acciones de sociedades anónimas nacionales por un monto de \$ 8.650.239 millones, equivalente al 7,9% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de 0,9% (-3,8% real).

Analizando las empresas nacionales de mayor exposición por parte de los fondos de pensiones, se evidencia una concordancia con las recomendaciones de entidades expertas en inversiones. A marzo de 2016 la sociedad anónima nacional que recibió mayor inversión fue Endesa, con un total de \$ 1.211.217 millones, representando el 1,1% de los fondos de pensiones (equivalente también al 14,0% del total invertido en acciones de sociedades anónimas chilenas y una participación del 15,8% del valor del activo de dicha sociedad). Las 10 mayores empresas representan el 5,9% del total de los fondos y el 75,5% de las acciones nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 4, donde se observa que el fondo Tipo A es el con mayor proporción asignada a acciones nacionales, con el 12,6% de sus fondos, seguido del fondo Tipo B con el 12,5%.

**Cuadro N° 4: Top 10 de inversión en acciones de empresas nacionales (MM\$, marzo 2016)**

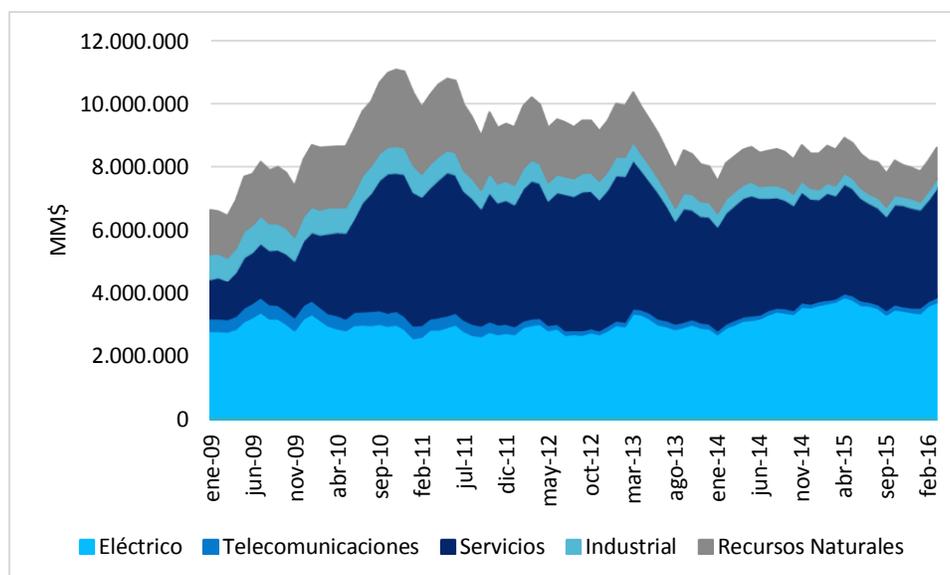
Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Acciones	Part. Emisor
Endesa	224.761	261.581	652.700	62.595	9.580	1.211.217	1,1%	14,0%	15,8%
Enersis	218.388	226.294	577.892	35.787	466	1.058.827	1,0%	12,2%	11,7%
Cencosud	194.611	244.305	342.357	56.033	8.263	845.570	0,8%	9,8%	17,6%
Colbún	173.886	166.885	211.583	45.468	7.271	605.092	0,6%	7,0%	18,4%
Falabella	107.489	121.842	258.280	78.453	19.490	585.555	0,5%	6,8%	5,1%
AES Gener	154.301	129.309	217.429	39.898	12.692	553.629	0,5%	6,4%	19,4%
COPEC	111.392	106.997	228.643	34.727	7.318	489.076	0,4%	5,7%	5,9%
Lan	145.518	136.033	148.691	36.847	8.466	475.554	0,4%	5,5%	18,5%
CMPC	57.586	102.419	242.071	19.828	4.476	426.380	0,4%	4,9%	10,8%
Banco Santander	54.676	73.741	108.995	32.081	11.099	280.592	0,3%	3,2%	4,5%
<b>Total Top 10</b>	<b>1.442.608</b>	<b>1.569.405</b>	<b>2.988.641</b>	<b>441.718</b>	<b>89.120</b>	<b>6.531.491</b>	<b>5,9%</b>	<b>75,5%</b>	<b>10,9%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>1.904.079</b>	<b>2.112.955</b>	<b>3.823.814</b>	<b>637.571</b>	<b>171.826</b>	<b>8.650.239</b>	<b>7,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>8,4%</b>
<b>Top 10/Fondos</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,9%</b>			
<b>Acciones/Fondos</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>7,8%</b>			

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Si se aborda el análisis en torno al sector económico al que pertenecen las acciones nacionales en que invierten los fondos de pensiones, existen preferencias históricas y algunos que han tomado protagonismo. Para el período estudiado, los sectores con la participación más alta han sido el eléctrico y servicios, lo que se aprecia en el Gráfico N° 9. No obstante, a comienzos de 2009 era el sector de recursos naturales el segundo en orden de importancia, siendo desplazado ampliamente por el sector servicios (dominado principalmente por el retail y la banca). Este último sector ha crecido un 172% a lo

largo de la serie analizada, pasando del 19% del total de acciones nacionales en enero de 2009 al 40% en marzo de 2016, transformándose en el sector preferido desde mediados de 2010 a fines de 2013.

**Gráfico Nº 9: Distribución de inversión en acciones nacionales por sector económico (2009-2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

A marzo de 2016, los sectores con mayor presencia son eléctrico, servicios y recursos naturales, con un 42,7%, 39,9% y 11,6% del total invertido en acciones de empresas nacionales respectivamente (también equivalentes al 3,3%, 3,1% y 0,9% del total de los fondos de pensiones respectivamente). La inversión en acciones nacionales según sector económico a marzo de 2016 se expone en el Cuadro Nº 5, donde se muestra además la variación anual en las ponderaciones asignadas a cada sector, observándose una disminución en cada uno de estos, especialmente el sector industrial.

**Cuadro Nº 5: Inversión en acciones de empresas nacionales por sector económico (marzo 2016)**

Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Acciones	Part. Fondos	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	3.691.717	42,7%	3,3%	-0,3%	-5,4%
Telecomunicaciones	211.759	2,4%	0,2%	19,0%	18,8%
Servicios	3.447.547	39,9%	3,1%	6,3%	1,0%
Industrial	291.731	3,4%	0,3%	-10,8%	-16,1%
Recursos Naturales	1.007.485	11,6%	0,9%	-10,6%	-15,0%
<b>Total Acciones</b>	<b>8.650.239</b>	<b>100,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-4,2%</b>

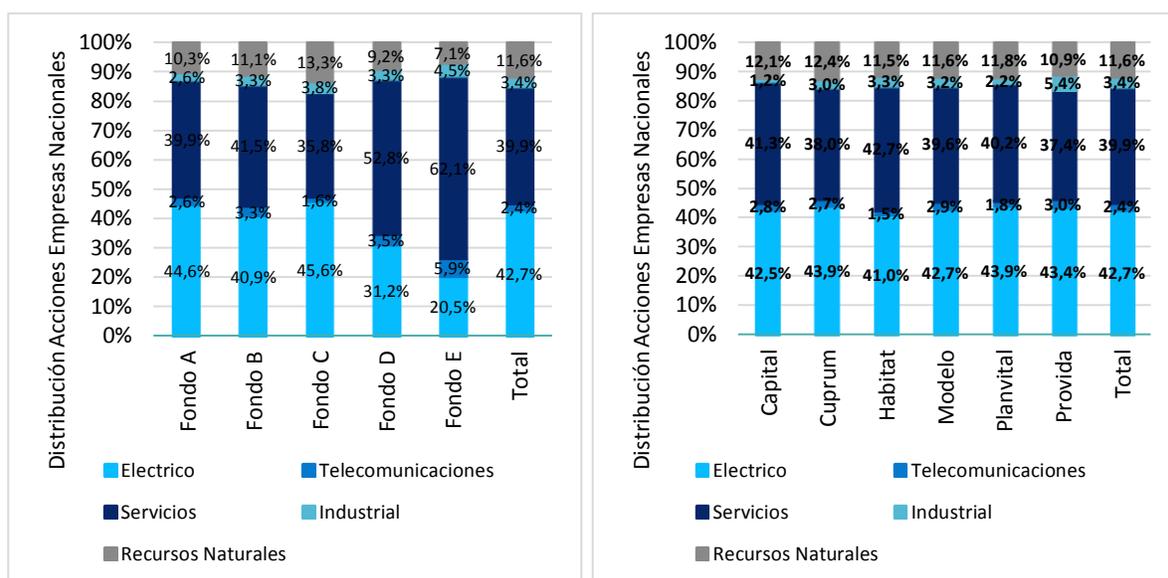
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Respecto a la distribución de las acciones nacionales en la cartera de inversiones total de los fondos de pensiones según sector económico y tipo de fondo, a marzo de 2016 se registra que el fondo Tipo D y E asigna un mayor porcentaje al sector servicios, con el 52,8% y 62,1% respectivamente. En cambio, los

fondos Tipo A y C poseen una mayor proporción en el sector eléctrico, con ponderaciones de 44,6% y 45,6% respectivamente, mientras que el fondo Tipo B distribuye de forma similar entre los sectores eléctrico y servicios, con el 40,9% y 41,5% respectivamente.

Desarrollando el análisis anterior respecto a cada Administradora, se aprecia que a marzo de 2016 todas las AFP, salvo Habitat, orientan la mayor parte de la inversión en acciones nacionales del sector eléctrico. Por su parte, Habitat destina el 42,7% de los recursos en acciones nacionales al sector servicios y el 41,0% en el sector eléctrico. Los resultados de la distribución de la inversión en acciones nacionales según sector económico, tipo de fondo y AFP a marzo de 2016 se presentan en el Gráfico N° 10.

**Gráfico N° 10: Distribución de la inversión en acciones de empresas nacionales, según sector económico, tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

### 3.3 INVERSIÓN EN BONOS DE EMPRESAS NACIONALES

A marzo de 2016 se registra una inversión en bonos de empresas nacionales por un monto de \$ 7.203.769 millones, equivalente al 6,5% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de -2,9%.

Considerando la inversión en bonos de empresas nacionales de mayor exposición por parte de los fondos de pensiones, se aprecia un menor monto asignado en comparación a las acciones. A marzo de 2016 la empresa que recibió más inversión fue Metro S.A., con \$ 556.768 millones, equivalente al 0,4% de los fondos de pensiones y un 7,7% del total invertido en bonos de empresas nacionales. Los 10 mayores emisores representan el 3,2% del total de los fondos y el 49,6% del total asignado a bonos de empresas nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 6.

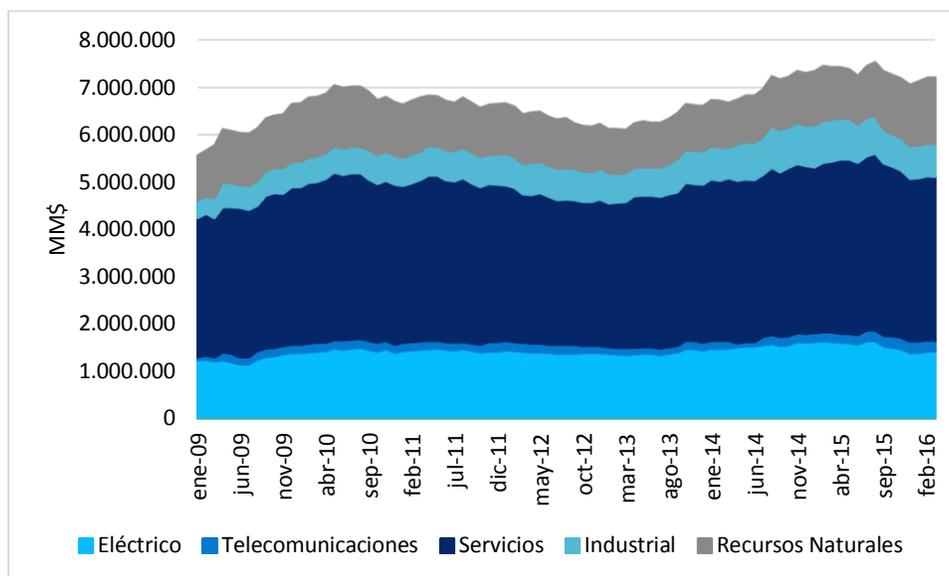
**Cuadro Nº 6: Top 10 de inversión en bonos de empresas nacionales (MM\$, marzo 2016)**

Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Bonos
Metro	5.691	44.530	271.579	97.883	137.093	556.768	0,4%	7,7%
Codelco	3.288	15.386	271.201	131.192	108.698	529.764	0,5%	7,4%
Transelec	11.504	30.447	224.626	90.227	99.577	456.374	0,4%	6,3%
EFE	6.278	41.498	139.975	84.982	118.892	391.626	0,3%	5,4%
Celulosa Arauco	4.354	30.926	154.942	84.590	89.572	364.385	0,3%	5,1%
Inversiones CMPC	2.336	18.450	169.767	65.127	68.077	323.744	0,3%	4,5%
Cencosud	7.480	24.655	136.505	77.420	68.610	314.657	0,3%	4,4%
ENAP	1.559	8.857	97.363	48.931	59.497	216.214	0,2%	3,0%
Mall Plaza	2.761	28.185	87.844	53.805	39.250	211.853	0,2%	2,9%
Endesa	149	20.915	100.698	38.467	45.292	205.527	0,2%	2,9%
<b>Total Top 10</b>	<b>45.400</b>	<b>263.849</b>	<b>1.654.501</b>	<b>772.625</b>	<b>834.559</b>	<b>3.570.914</b>	<b>3,2%</b>	<b>49,6%</b>
<b>Total Bonos</b>	<b>148.684</b>	<b>624.657</b>	<b>3.218.958</b>	<b>1.550.651</b>	<b>1.660.814</b>	<b>7.203.769</b>	<b>6,5%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Top 10/Fondos</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,2%</b>		
<b>Bonos/Fondos</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>6,5%</b>		

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

A diferencia de las acciones, la inversión en bonos nacionales mantiene una tendencia estable, dominada principalmente por el sector servicios, representando en torno al 50% de la inversión en estos instrumentos. Los sectores con mayor avance en los últimos años son telecomunicaciones e industrial, con un incremento de 174% y 85% respectivamente para el período 2009-2016. La evolución de la distribución de inversión en bonos de empresas nacionales por sector económico se presenta en el Gráfico Nº 11.

A marzo de 2016, los sectores con mayor presencia en la inversión de bonos de empresas nacionales son servicios, eléctrico y recursos naturales, con un 47,9%, 19,8% y 19,4% respectivamente (también equivalente al 3,1%, 1,3% y 1,3% del total de los fondos de pensiones respectivamente). La distribución de inversiones de los fondos de pensiones en bonos de empresas nacionales según sector económico a marzo de 2016 se presenta en el Cuadro Nº 7. Además, se observa una disminución anual en la inversión de tales instrumentos de -2,9%, mientras que la participación en éstos registra una caída en los últimos 12 meses de -7,6% (explicado principalmente por bajas en la participación de los sectores industrial y eléctrico, con variaciones anuales de -25,3% y -16,2% respectivamente).

**Gráfico N° 11: Distribución de inversión en bonos de empresas nacionales por sector económico (2009-2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

**Cuadro N° 7: Inversión en bonos de empresas nacionales por sector económico (marzo 2016)**

Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Bonos	Part. Fondos	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	1.425.669	19,8%	1,3%	-12,1%	-16,2%
Telecomunicaciones	239.775	3,3%	0,2%	14,2%	5,0%
Servicios	3.450.949	47,9%	3,1%	-4,4%	-9,3%
Industrial	693.044	9,6%	0,6%	-20,7%	-25,3%
Recursos Naturales	1.394.325	19,4%	1,3%	27,0%	21,2%
<b>Total Bonos</b>	<b>7.203.769</b>	<b>100,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-7,6%</b>

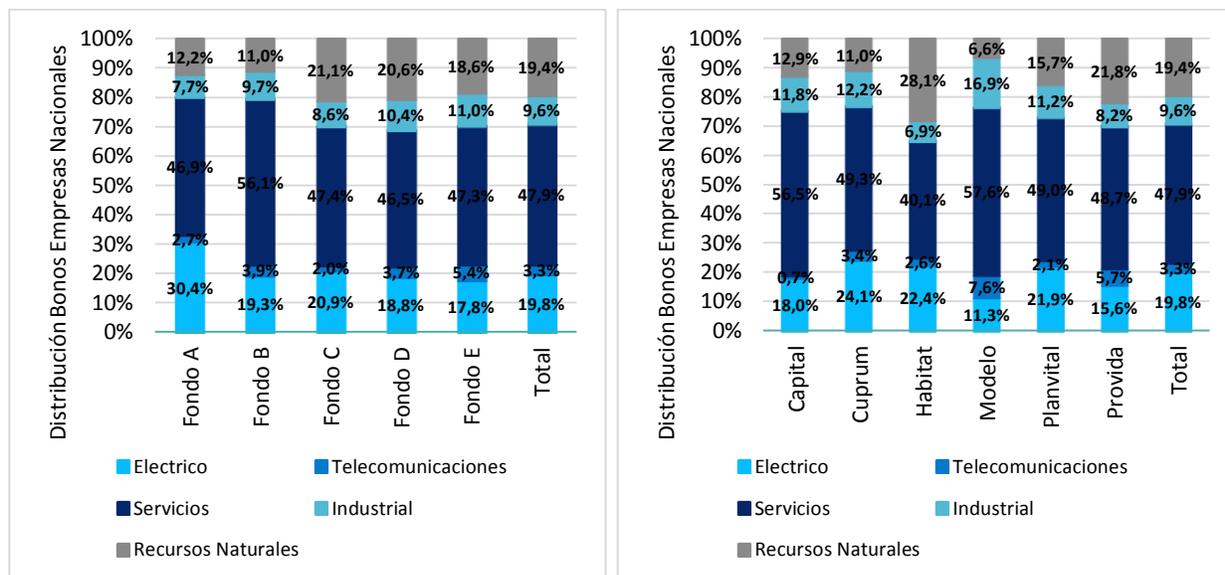
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

En relación a la distribución de los bonos nacionales en la cartera de inversiones total de los fondos de pensiones según sector económico y tipo de fondo, a marzo de 2016 registra que el sector servicios sigue siendo el con mayor asignación de recursos, situación que se aprecia para todos los fondos. En efecto, se expone que el fondo Tipo A posee un 46,9% en el sector servicios, mientras que para el fondo Tipo E este porcentaje llega al 47,3%. Al mismo tiempo se aprecia que el sector eléctrico es más preferido por fondos riesgosos, situación contraria a la que expone el sector de recursos naturales.

Ampliando el análisis anterior respecto a cada Administradora, se aprecia que a marzo de 2016 todas las AFP, salvo Habitat, orientan más del 49% de la inversión en bonos de empresas nacionales en el sector servicios, especialmente Capital, cuya proporción para tal sector es de 56,5%. Por su parte, Habitat destina el 40,1% de los recursos en bonos nacionales del sector servicios, aumentando su participación en el sector recursos naturales en términos comparativos. Los resultados de la distribución de la

inversión en bonos de empresas nacionales según sector económico, tipo de fondo y AFP a marzo de 2016 se presentan en el Gráfico N° 12.

**Gráfico N° 12: Distribución de la inversión en bonos de empresas nacionales, según sector económico, tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**

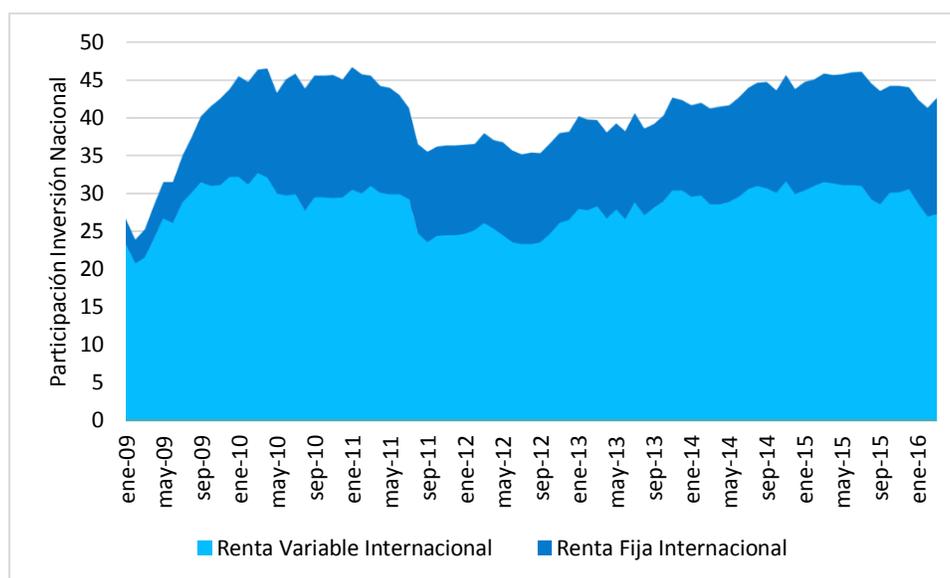


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

## 5. INVERSIÓN EN EL EXTRANJERO

Dados los altos recursos acumulados por los fondos de pensiones, surge la necesidad de crear en forma permanente nuevas alternativas de inversión, tanto en títulos nacionales como extranjeros. El límite actualmente vigente para la inversión en este último tipo de instrumentos asciende al 80% del valor de la suma de todos los fondos de una misma AFP. Cabe destacar, que dicho porcentaje corresponde al valor máximo que puede ser fijado por el Banco Central de Chile dentro del rango que se establece en la Ley N° 20.255, la cual estipula un valor mínimo de 30% y un máximo de 80%. Igualmente, este organismo fija los límites máximos para la inversión en el extranjero para cada tipo de fondo, los que actualmente se encuentran dentro de un rango de un 45% a un 100% del fondo para el Tipo A; desde 40% a 90% del fondo para el Tipo B; desde 30% a 75% del fondo para el Tipo C; desde 20% a 45% del fondo para el Tipo D; y desde 15% a 35% del fondo para el Tipo E.

Según se observa en el Gráfico N° 13, la exposición a instrumentos de renta internacional registra una tendencia al alza en los últimos años, pasando de un 35% a fines de 2012 a una participación en torno al 45% en 2015. Principalmente se observa que la renta variable internacional se ha incrementado en este período, pasando del 25% de los fondos de pensiones al 30% respectivamente.

**Gráfico N° 13: Participación de la inversión en renta internacional (2009-2016)**

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Adicionalmente, el Cuadro N° 8 presenta la inversión de los fondos de pensiones en renta internacional para el mes de marzo de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 47.007.098 millones, lo que representa al 42,6% del total de los fondos de pensiones a dicho mes. Asimismo, tal inversión comparada con igual mes del año anterior registra una caída nominal del -2,3%, explicado principalmente por el descenso de la renta variable internacional, con una variación del -8,4% en igual período (mientras que la renta fija internacional subió un 12,1% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija internacional de un 6,5%, vinculado principalmente a una mayor participación en bonos de gobierno (cuya ponderación anual aumentó un 291,6%, según se muestra en la última columna del Cuadro). En términos globales, se expone una disminución en la participación anual en renta internacional del -7,2%.

**Cuadro N° 8: Inversión de los fondos de pensiones en renta internacional (marzo 2016)**

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Internacional	30.377.313	27,6%	-8,4%	-13,0%
Cuotas Fondos Mutuos	20.644.106	18,7%	-4,3%	-9,1%
Títulos representativos de Índices Accionarios	7.829.938	7,1%	-26,8%	-30,4%
Cuotas Fondos Inversión Nacionales	1.872.950	1,7%	117,6%	106,7%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	0	0,0%	-	-
Acciones Extranjeras y ADR	28.894	0,0%	-7,7%	-12,3%
Fondos de Inversión Extranjeros	1.431	0,0%	-2,4%	-7,3%
Renta Fija Internacional	16.691.800	15,1%	12,1%	6,5%

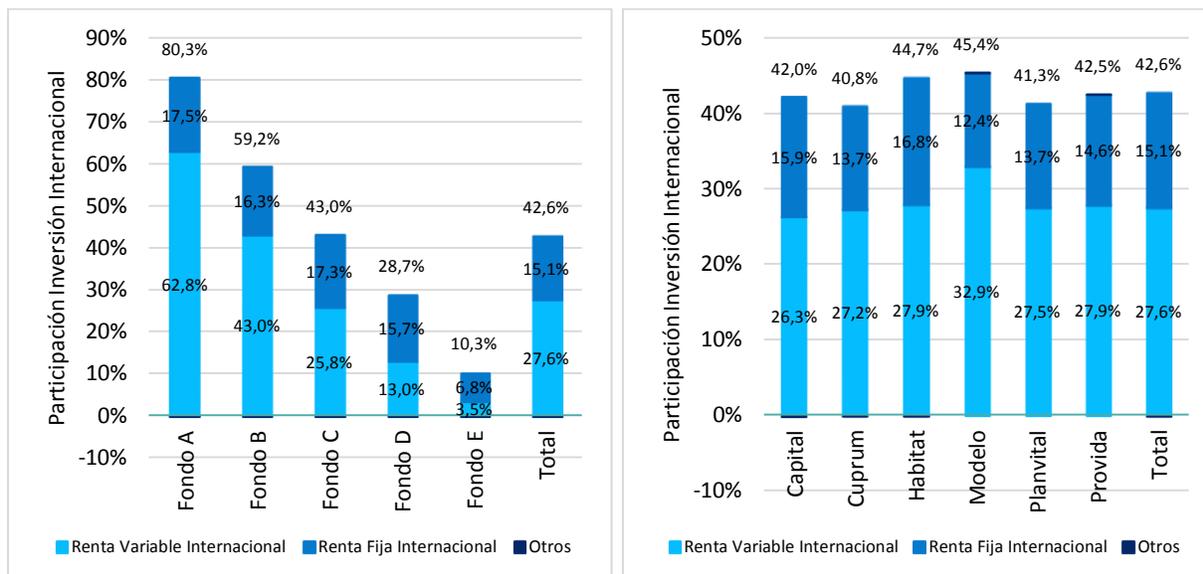
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Cuotas Fondos Mutuos	11.995.150	10,9%	-8,5%	-13,0%
Cuotas Fondos Inversión Nacionales	387.777	0,4%	19,3%	13,4%
Bonos de Empresas	60.205	0,1%	6,2%	0,9%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	135.358	0,1%	-34,3%	-37,5%
Bonos de Gobierno	3.830.328	3,5%	312,1%	291,6%
Títulos representativos de Índice Renta Fija	3.517	0,0%	-	-
Disponible	279.464	0,3%	4,2%	-1,0%
Otros Internacionales	-62.015	-0,1%	-216,4%	-210,6%
Derivados	-97.977	-0,1%	-290,3%	-280,9%
Valores por Depositar y en Tránsito Extranjeros	35.963	0,0%	1912,9%	1812,7%
<b>Total Inversión Internacional</b>	<b>47.007.098</b>	<b>42,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-7,2%</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Respecto a la participación de la renta internacional en la cartera de inversiones de los fondos de pensiones según el tipo de fondo, se registra que a marzo de 2016 el fondo Tipo A asigna un 80,3% del total de sus recursos a este tipo de renta, porcentaje que disminuye progresivamente hasta llegar al fondo Tipo E, cuya proporción asignada a renta internacional es del 10,3% de sus fondos. Conjuntamente, se aprecia que la renta variable internacional va creciendo en línea con el nivel de riesgo asociado a cada multifondo.

Ampliando el análisis anterior según Administradora, se aprecia que Modelo es la AFP con mayor proporción invertida en renta internacional, con el 45,4% de sus fondos, seguida de Habitat, con el 44,7%. Por su parte, la AFP con la menor participación en renta internacional es Cuprum, destinando el 40,8% de sus fondos. Al mismo tiempo, se observa que esta diferencia se debe principalmente a la proporción de los recursos invertidos en renta variable internacional, dado que la participación en renta fija internacional es similar para cada AFP. Los resultados de la participación de la inversión en renta internacional según tipo de fondo y AFP a marzo de 2016 se presentan en el Gráfico N° 14.

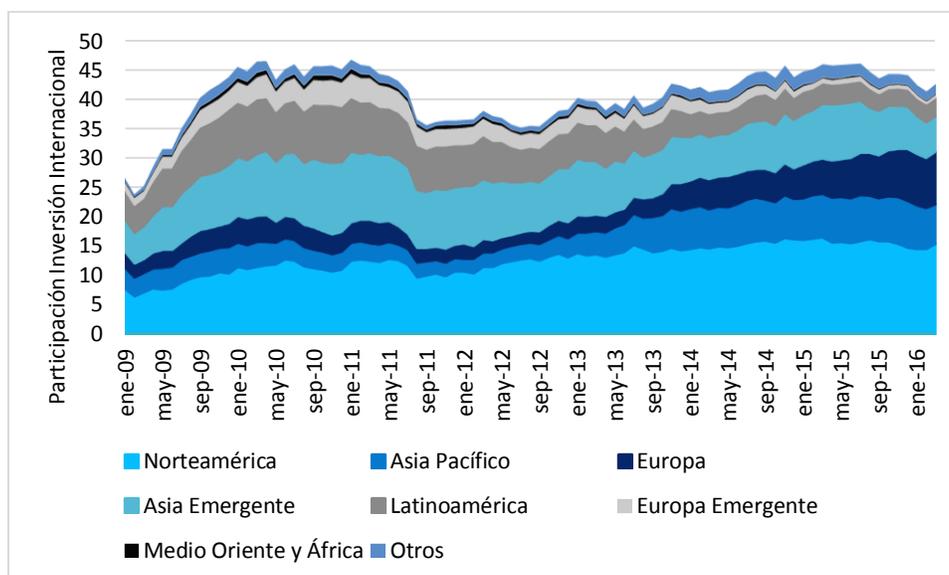
**Gráfico N° 14: Participación de la inversión en renta internacional, según tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Por su parte, en el Gráfico N° 15 se presenta la participación de la inversión en el extranjero según las zonas geográficas de mayor importancia. Se observa que para marzo de 2016 la zona de mayor ponderación es Norteamérica, con el 15,3% de los fondos de pensiones, seguida de Europa, con el 9,0%. Destaca el crecimiento en los últimos años de Asia Pacífico y Europa, cuya participación ha tomado protagonismo desde inicios de 2013.

**Gráfico N° 15: Participación de la inversión en renta internacional, según tipo de fondo y AFP (2009-2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

En el Cuadro N° 9 se presenta la inversión de los fondos de pensiones en renta internacional según zona geográfica a marzo de 2016. Se registra que el 72,8% fue destinado a economías desarrolladas y un 23,5% a emergentes. Este tipo de inversión se focaliza principalmente en Norteamérica, zona que representa el 36,0% del total de inversión en el extranjero a marzo de 2016 y el 15,3% del total de los fondos de pensiones a igual mes. A su vez, Europa es el único sector geográfico que ha incrementado su inversión en los últimos 12 meses, con una variación del 56,4% nominal. Caso contrario se observa para Europa Emergente, con una variación anual de su inversión de -17,7%. En términos de participación, se aprecia que Europa ha aumentado un 48,5% en el último año, mientras que Asia Emergente ha caído un -35,6% en idéntico lapso.

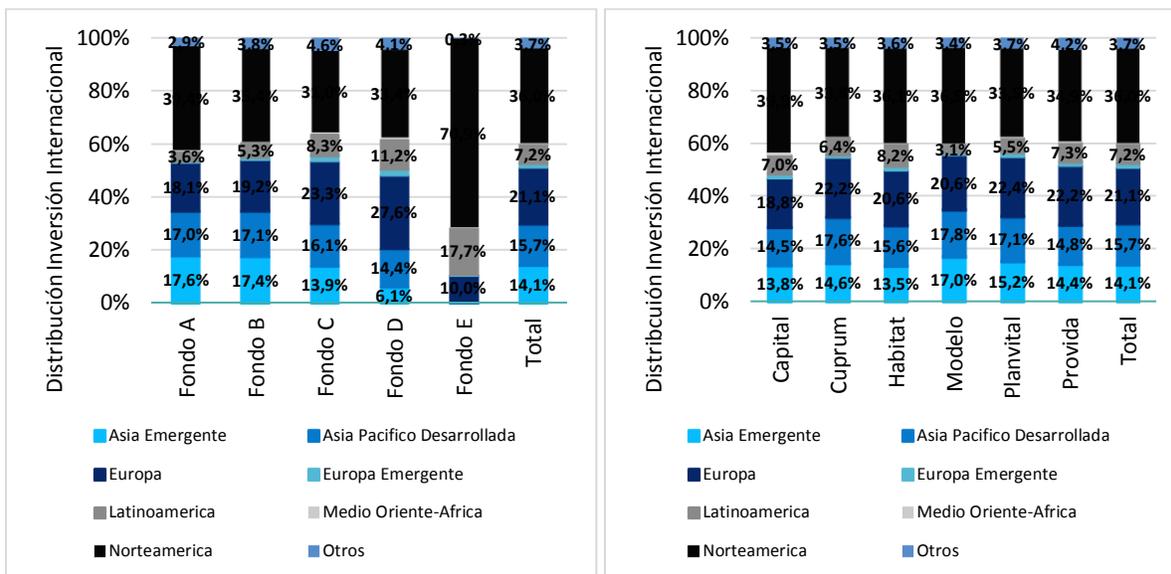
**Cuadro N° 9: Inversión de los fondos de pensiones en renta internacional según zona geográfica (marzo 2016)**

Zona Geográfica	Total (MM\$)	Part. Inv. Extranjero	Part. Fondo	Var. Total 12 Meses	Var. Part. Fondo 12 Meses
Asia Emergente	6.645.374	14,2%	6,0%	-32,2%	-35,6%
Asia Pacífico Desarrollada	7.375.603	15,7%	6,7%	-4,6%	-9,3%
Europa	9.894.583	21,1%	9,0%	56,4%	48,5%
Europa Emergente	744.102	1,6%	0,7%	-17,7%	-22,1%
Latinoamérica	3.372.975	7,2%	3,1%	-6,1%	-10,8%
Medio Oriente-África	279.518	0,6%	0,3%	-4,2%	-10,7%
Norteamérica	16.900.528	36,0%	15,3%	-2,0%	-6,9%
Otros	1.758.460	3,7%	1,6%	-20,8%	-25,0%
<b>Total Inv. Internacional</b>	<b>46.971.136</b>	<b>100,0%</b>	<b>42,6%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-7,2%</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Finalmente, la distribución de la inversión en el extranjero según zona geográfica a marzo de 2016 se presenta en el Gráfico N° 16. Respecto a la colocación por tipo de fondo, se observa que el Tipo E concentra el 70,9% de su inversión en el extranjero en Norteamérica, contrastando con el resto de los multifondos. Además, se aprecia que la inversión en Asia Emergente aumenta en directa relación con el nivel de riesgo de cada fondo. De igual forma, analizando según la Administradora, no se distinguen diferencias significativas en la composición de la cartera de renta internacional según zona geográfica.

**Gráfico Nº 16: Distribución de la inversión en renta internacional, según zona geográfica, tipo de fondo y AFP (marzo 2016)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.