

FEBRERO
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

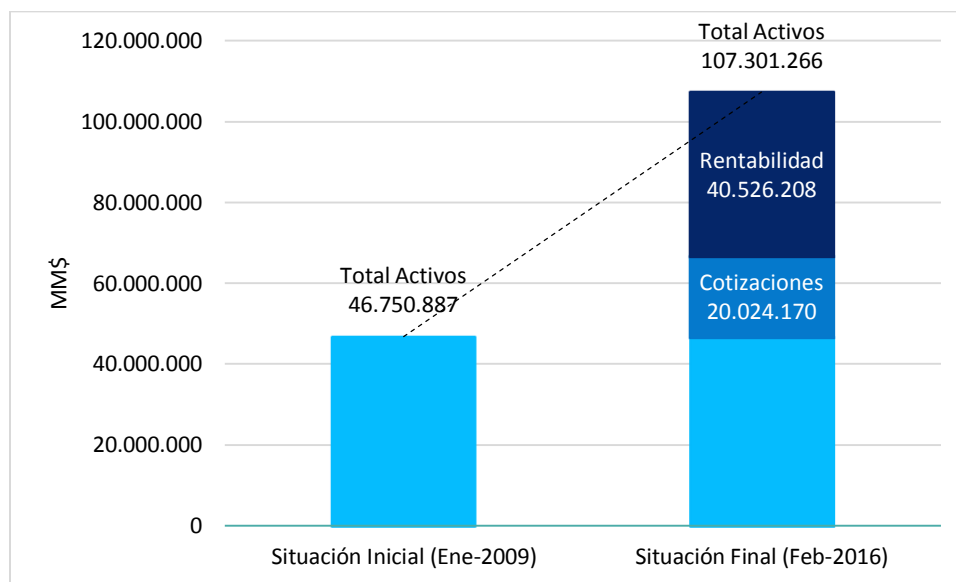
2.1 EVOLUCIÓN

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 29 de febrero de 2016 ascendían a \$ 107.301.266 millones, representando una variación nominal de 129,5% en dicho lapso. La composición de los \$ 60.550.379 millones adicionales se deriva en un 33,1% de aportes de los cotizantes y el 66,9% 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)

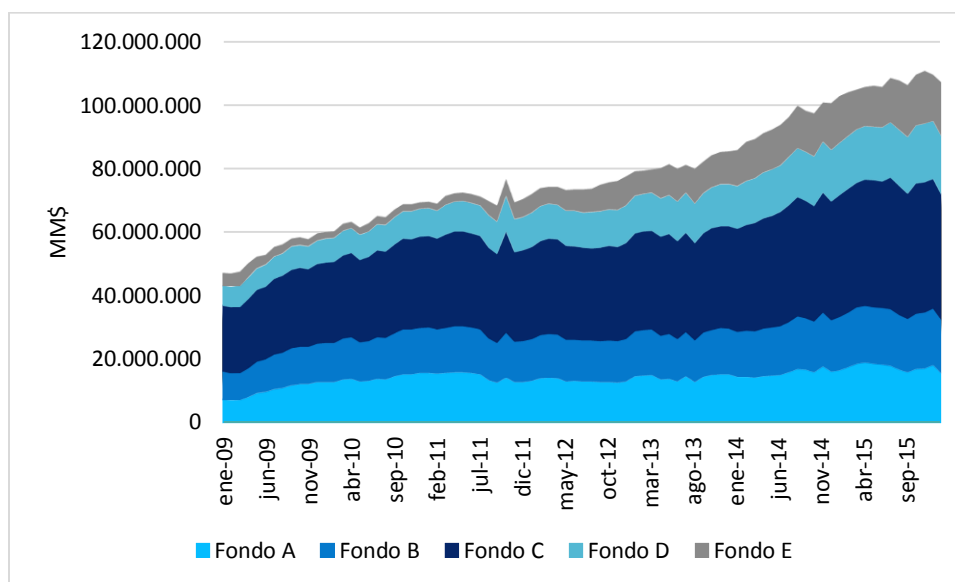


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Durante el período estudiado los activos de los fondos de pensiones pasaron de \$ 47.366.766 millones al 31 de enero de 2009 a \$ 107.301.266 millones al 29 de febrero de 2016 (ver Gráfico N° 2), lo que equivale a un crecimiento de 126,5% 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 disminuido en un 1,9% 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 369,4% 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 FEBRERO 2016

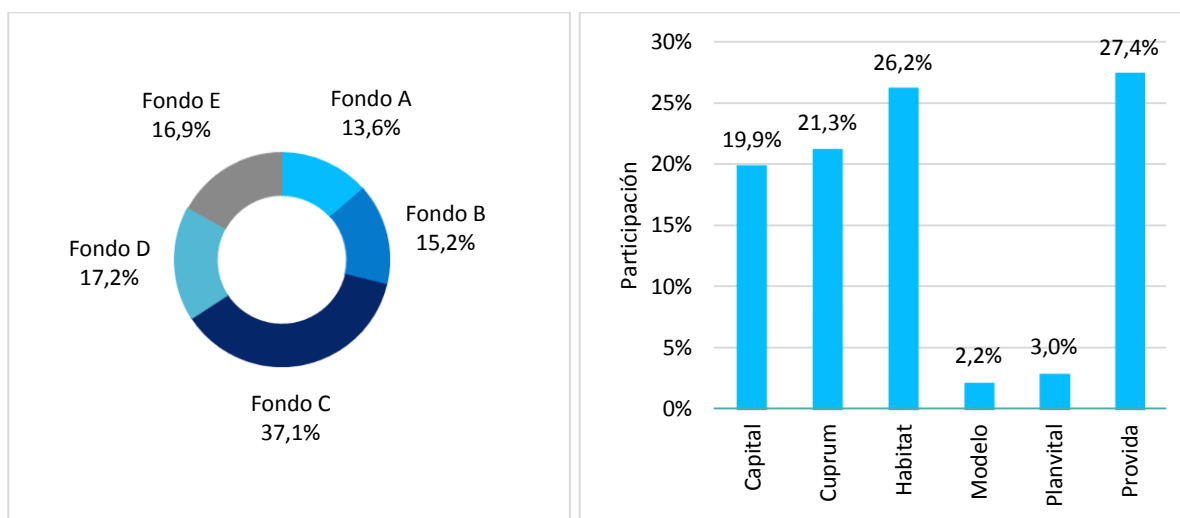
En el Cuadro N° 1 se muestra el valor de los activos de los fondos de pensiones según tipo de fondo y Administradora. Se observa que a febrero de 2016 el total de activos alcanzaba los \$ 107.301.266 millones; y respecto a igual fecha del año anterior, se registra un aumento del 3,1% nominal (variación real del -1,6%).

La distribución de los activos, de acuerdo al orden de magnitud, es de un 37,1% en el Tipo C, 17,2% en el Tipo D, 16,9% en el Tipo E, 15,2% en el Tipo B y 13,6% 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 26,2%. Los resultados anteriores se presentan en el Gráfico N° 3.

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

AFP	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part.	Var. 12 Meses
Capital	3.050.981	3.316.145	7.641.863	4.079.079	3.280.591	21.368.659	19,9%	-0,2%
Cuprum	3.887.511	2.935.096	7.457.240	3.093.068	5.443.720	22.816.635	21,3%	3,3%
Habitat	3.638.441	4.330.880	10.616.789	4.436.385	5.094.727	28.117.222	26,2%	4,5%
Modelo	285.380	983.272	539.041	197.391	380.563	2.385.647	2,2%	32,3%
Planvital	346.154	487.410	1.267.539	688.241	399.781	3.189.125	3,0%	8,8%
Provida	3.345.526	4.288.136	12.234.946	5.977.367	3.578.003	29.423.978	27,4%	1,7%
Total	14.553.993	16.340.939	39.757.418	18.471.531	18.177.385	107.301.266	100,0%	3,1%
Part.	13,6%	15,2%	37,1%	17,2%	16,9%	100,0%		
Var. 12 Meses	-16,8%	-6,4%	2,7%	11,5%	31,5%	3,1%		

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

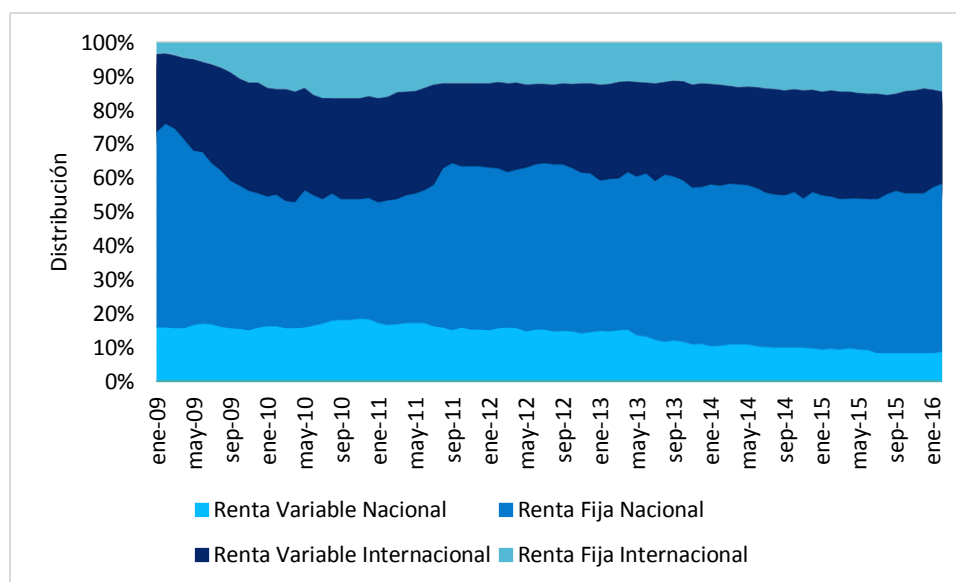
3. DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN TOTAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES

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.

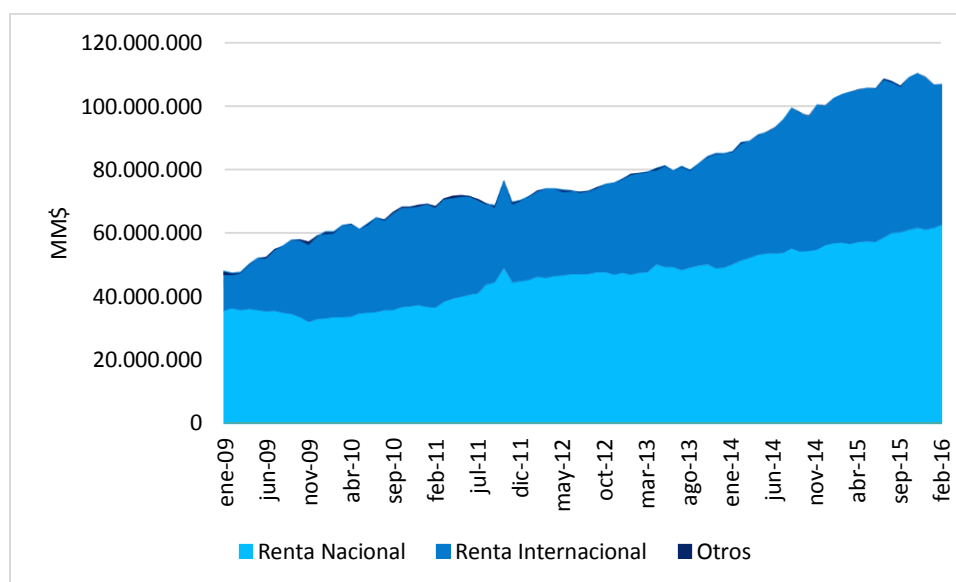
En tal sentido, los límites estructurales de mayor importancia para el sistema de multifondos son aquellos aplicados a la renta variable y renta fija. La cartera de inversiones de acuerdo a estos límites, diferenciados a su vez por renta nacional e internacional para la totalidad del sistema, se presenta 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 febrero de 2016 el total de activos en renta nacional era de \$ 62.859.467 millones (58,7% del total de activos), mientras que en renta extranjera era de \$ 44.441.800 millones (41,4% del total de activos). 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 FEBRERO 2016

En febrero de 2016 se registra que del total de activos, el 58,6% corresponde a renta nacional, mientras que un 41,4% 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 63,5%, mientras que la renta variable equivale al 36,4%. Además, se registra una variación anual nominal de la renta fija nacional de 13,3%, por sobre la fluctuación de este tipo de renta a nivel internacional, cuya cifra es de 5,3%. Por su parte, la variación anual de la renta variable presenta resultados negativos, donde a nivel nacional se aprecia un descenso de -5,4% y a nivel extranjero se muestra un -10,1%.

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 9,9%, a diferencia de la renta variable nacional, cuya participación ha caído un -8,2%. Por su parte, la variación anual en la participación de la renta fija extranjera muestra un aumento de 2,1%, mientras que la proporción invertida en renta variable extranjera ha bajado un -12,8% en el último año.

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Contribución en Rentabilidad Real Mensual*	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Inversión Nacional Total	62.859.467	58,6%	0,90%	10,2%	6,9%
Renta Variable	9.909.685	9,2%	0,36%	-5,4%	-8,2%
Renta Fija	52.852.077	49,3%	0,52%	13,3%	9,9%
Inversión Extranjera Total	44.441.800	41,4%	-1,15%	-5,5%	-8,3%
Renta Variable	29.160.219	27,2%	-0,80%	-10,1%	-12,8%
Renta Fija	15.230.402	14,2%	-0,35%	5,3%	2,1%
Total Activos	107.301.267	100,0%	-0,25%	3,1%	-
Subtotal Renta Variable	39.069.904	36,4%	-0,44%	-8,9%	-11,7%
Subtotal Renta Fija	68.082.480	63,5%	0,18%	11,4%	8,0%
Subtotal Derivados	127.395	0,1%	n.d.	1363,8%	1100,0%
Subtotal Otros	21.489	0,0%	n.d.	16,5%	0,0%

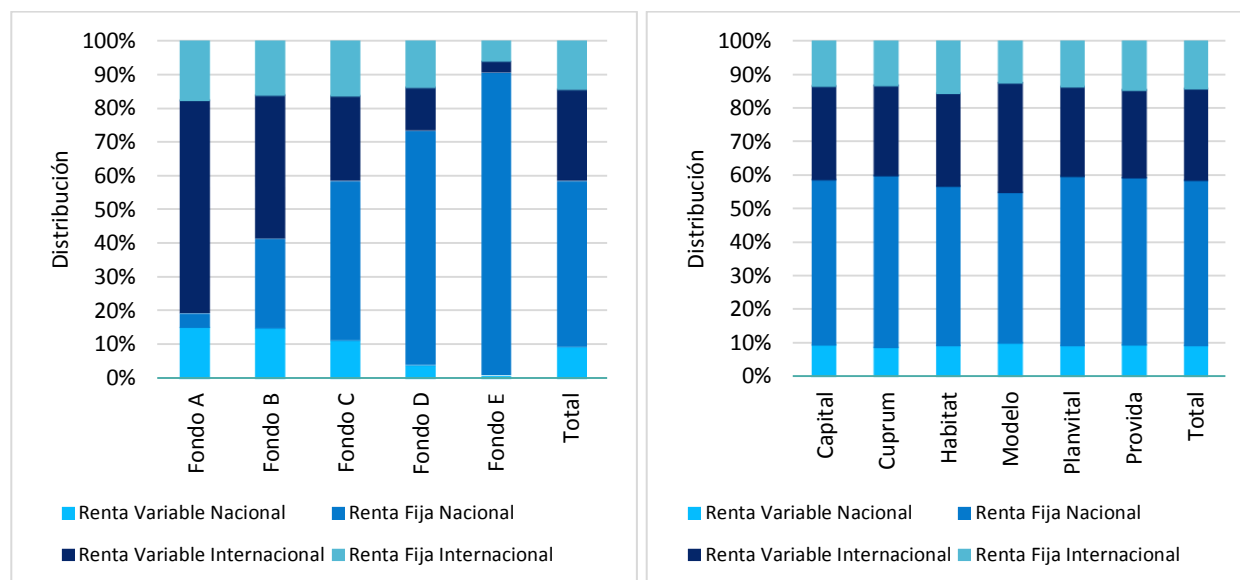
(*) Rentabilidad real mensual ponderada según activos de cada fondo. El aporte a la rentabilidad de los instrumentos denominados en moneda extranjera incorpora el efecto de la cobertura cambiaria.

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 febrero de 2016 el fondo Tipo A posee un 77,9% de sus activos invertidos en renta variable, seguido del fondo Tipo B con un 57,3% 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 95,5%. 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 63,0% 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 89,4%.

Igualmente, se presentan diferencias en la diversificación de la cartera de inversión al considerar cada AFP. En este sentido, la Administradora que a febrero de 2016 presenta la mayor proporción de inversión en renta variable fue Modelo, con el 42,7%, seguida de Capital, con el 37,2%. A su vez, las AFP con mayor participación en renta fija fueron Cuprum y Planvital, ambas con el 64,4%. 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 (febrero 2016)

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

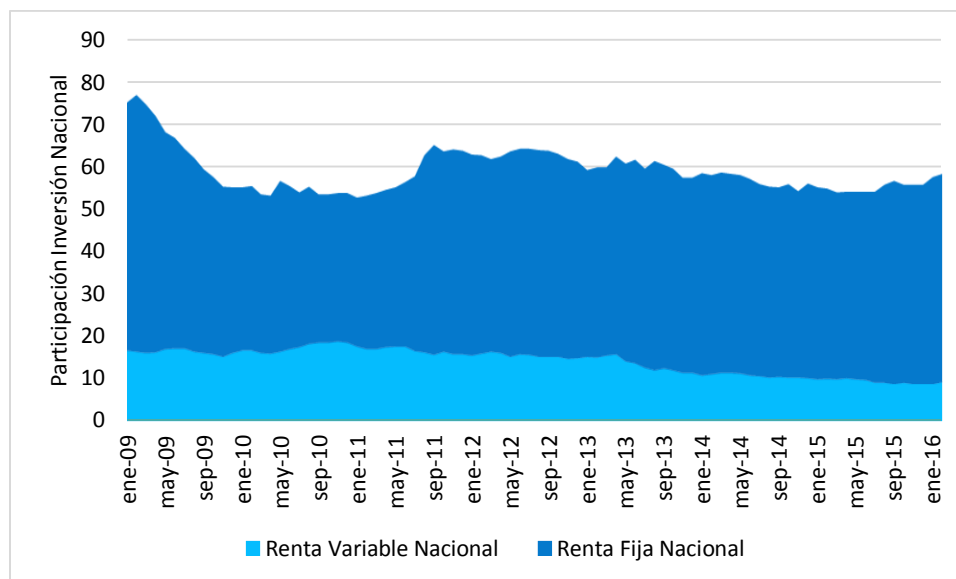
4. INVERSIÓN NACIONAL

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 febrero de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 62.859.467 millones, lo que representa al 58,6% 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 10,2%, explicado principalmente por el aumento de la renta fija nacional, con una variación del 13,3% en igual período (mientras que la renta variable nacional cayó un -5,4% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija nacional de un 9,9%, vinculado principalmente a una mayor participación en instrumentos de Tesorería y depósitos a plazo (cuya ponderación anual creció en un 21,6% y 33,8% respectivamente).

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Nacional	9.909.685	9,2%	-5,4%	-8,2%
Acciones	8.239.981	7,7%	-5,3%	-8,1%
Fondos de Inversión, FICE y Otros	1.669.704	1,6%	-5,7%	-8,2%
Renta Fija Nacional	52.852.077	49,3%	13,3%	9,9%
Instrumentos Banco Central	6.678.995	6,2%	-5,0%	-7,9%
Instrumentos Tesorería	18.785.220	17,5%	25,3%	21,6%
Bonos de Reconocimiento y MINVU	225.700	0,2%	-38,6%	-40,0%
Bonos de Empresas y Efectos de Comercio	7.206.273	6,7%	-3,3%	-6,1%
Bonos Bancarios	10.650.732	9,9%	8,8%	5,6%

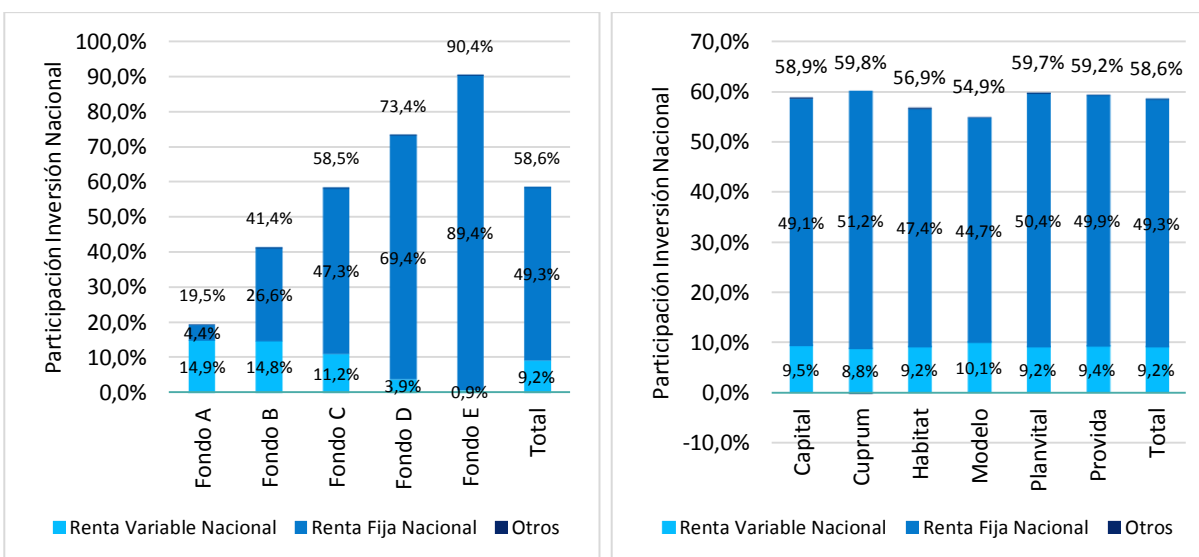
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Letras Hipotecarias	554.804	0,5%	-14,5%	-16,1%
Depósitos a Plazo	8.617.293	8,0%	37,9%	33,8%
Fondos Mutuos y de Inversión	65.651	0,1%	-24,2%	-25,0%
Disponibles	67.409	0,1%	21,1%	20,0%
Derivados	76.644	0,1%	-171,4%	-170,0%
Otros Nacionales	21.061	0,0%	14,4%	0,0%
Total Inversión Nacional	62.859.467	58,6%	10,2%	6,9%

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 febrero de 2016 el fondo Tipo A asigna un 19,5% 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 90,4% 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 59,8% de sus fondos, seguida de Planvital con el 59,7%. Por su parte, la AFP con la menor participación en renta nacional es Modelo, destinando el 54,9% 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 febrero 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 (febrero 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

3.2 INVERSIÓN EN ACCIONES DE EMPRESAS NACIONALES

A febrero de 2016 se registra una inversión en acciones de sociedades anónimas nacionales por un monto de \$ 8.239.981 millones, equivalente al 7,7% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de -5,3% (-9,6% 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 febrero de 2016 la sociedad anónima nacional que recibió mayor inversión fue Endesa, con un total de \$ 1.197.740 millones, representando el 1,1% de los fondos de pensiones (equivalente también al 14,5% del total invertido en acciones de sociedades anónimas chilenas y una participación del 15,7% del valor del activo de dicha sociedad). Las 10 mayores empresas representan el 5,8% del total de los fondos y el 75,1% de las acciones nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 4, donde se observa que el fondo Tipo A es el que más recursos asigna a acciones nacionales, con el 9,4% de sus fondos, seguido del fondo Tipo B con el 9,1%.

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

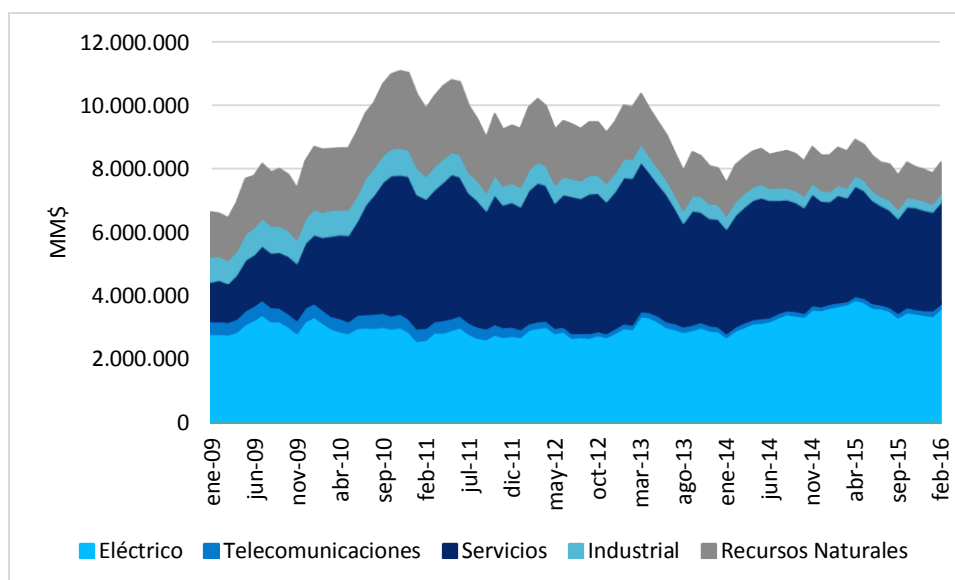
Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Acciones	Part. Emisor
Endesa	223.632	262.261	637.664	64.108	10.076	1.197.740	1,1%	14,5%	15,7%
Enersis	212.357	220.593	561.179	34.025	448	1.028.601	1,0%	12,5%	11,8%
Cencosud	175.520	220.620	304.783	51.123	7.484	759.531	0,7%	9,2%	17,8%
Colbún	166.837	160.448	203.019	43.618	6.975	580.896	0,5%	7,0%	18,4%
Falabella	100.324	111.523	244.425	73.377	18.263	547.912	0,5%	6,6%	5,0%
AES Gener	146.802	121.254	201.213	37.119	11.861	518.250	0,5%	6,3%	19,4%
COPEC	105.155	99.387	217.471	32.274	6.520	460.806	0,4%	5,6%	5,9%
CMPC	58.353	103.735	247.629	20.317	4.163	434.197	0,4%	5,3%	11,4%
Lan	123.625	115.493	126.244	31.964	7.105	404.431	0,4%	4,9%	18,8%
Banco Santander	50.172	68.181	100.924	29.504	10.152	258.932	0,2%	3,1%	4,6%
Total Top 10	1.362.778	1.483.494	2.844.549	417.429	83.046	6.191.297	5,8%	75,1%	10,9%
Total Acciones	1.812.282	2.014.115	3.650.414	603.363	159.807	8.239.981	7,7%	100,0%	8,3%
Top 10/Fondos	9,4%	9,1%	7,2%	2,3%	0,5%	5,8%			
Acciones/Fondos	12,5%	12,3%	9,2%	3,3%	0,9%	7,7%			

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 152% a lo

largo de la serie analizada, pasando del 19% del total de acciones nacionales en enero de 2009 al 39% en febrero 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 febrero de 2016, los sectores con mayor presencia son eléctrico, servicios y recursos naturales, con un 43,4%, 38,8% y 11,9% del total invertido en acciones de empresas nacionales respectivamente (también equivalentes al 3,3%, 3,0% y 0,9% del total de los fondos de pensiones respectivamente). La inversión en acciones nacionales según sector económico a febrero 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 (febrero 2016)

Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Acciones	Part. Fondos	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	3.576.934	43,4%	3,3%	-1,9%	-4,9%
Telecomunicaciones	207.367	2,5%	0,2%	14,2%	11,8%
Servicios	3.195.204	38,8%	3,0%	-5,4%	-8,3%
Industrial	278.387	3,4%	0,3%	-15,1%	-19,4%
Recursos Naturales	982.088	11,9%	0,9%	-15,8%	-18,8%
Total Acciones	8.239.981	100,0%	7,7%	-5,3%	-8,3%

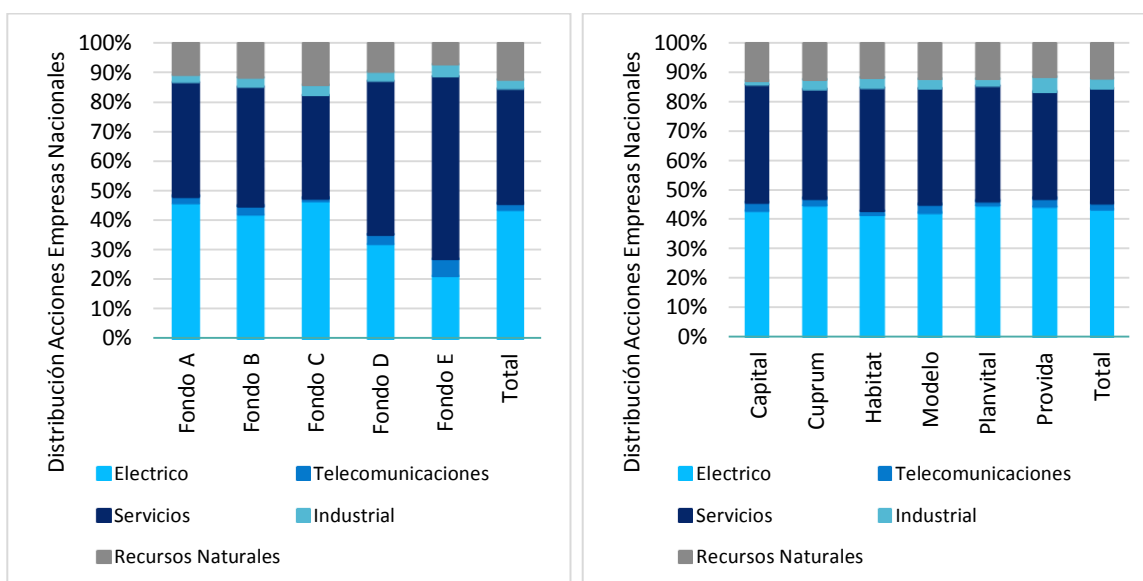
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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 febrero de 2016 se registra que el fondo Tipo D y E asigna un mayor porcentaje al sector servicios, con el 51,7% y 61,5% respectivamente. En cambio, los

fondos Tipo A y C poseen una mayor proporción en el sector eléctrico, con ponderaciones de 45,5% y 46,1% respectivamente, mientras que el fondo Tipo B distribuye de forma similar entre los sectores eléctrico y servicios, con el 41,7% y 40,3% respectivamente.

Desarrollando el análisis anterior respecto a cada Administradora, se aprecia que a febrero de 2016 todas las AFP, salvo Habitat, orientan la mayor parte de la inversión en acciones de empresas nacionales en el sector eléctrico, con un total del 43,4% de tal inversión. Por su parte, Habitat destina el 41,7% de los recursos en acciones nacionales al sector servicios. Los resultados de la distribución de la inversión en acciones nacionales según sector económico, tipo de fondo y AFP a febrero 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 (febrero 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

3.3 INVERSIÓN EN BONOS DE EMPRESAS NACIONALES

A febrero de 2016 se registra una inversión en bonos de empresas nacionales por un monto de \$ 7.206.273 millones, equivalente al 6,7% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de -3,3%.

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 febrero de 2016 la empresa que recibió más inversión fue Metro S.A., con \$ 561.957 millones, equivalente al 0,5% de los fondos de pensiones y un 7,8% del total invertido en bonos de empresas nacionales. Los 10 mayores emisores representan el 3,4% del total de los fondos y el 50,3% del total asignado a bonos de empresas nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 6.

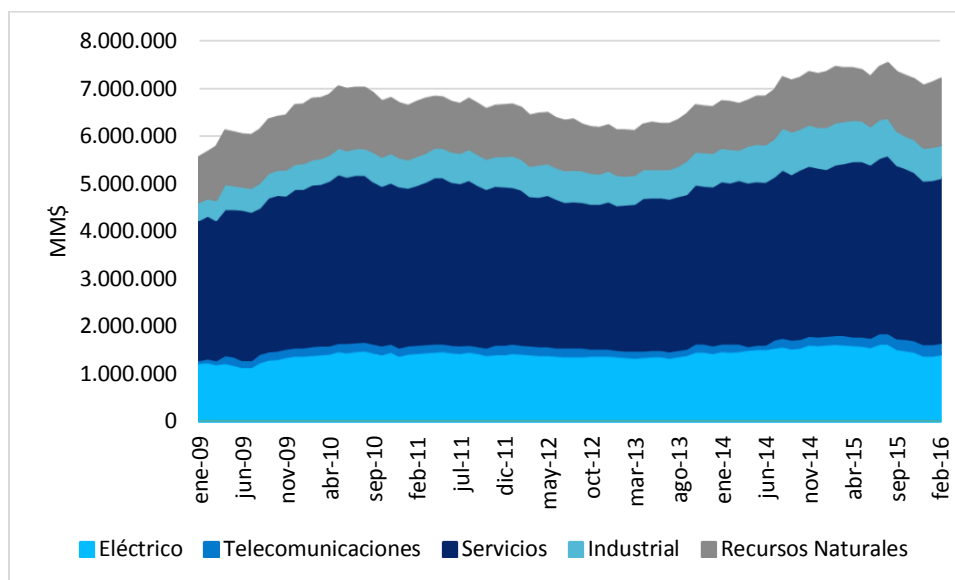
Cuadro Nº 6: Top 10 de inversión en bonos de empresas nacionales (MM\$, febrero 2016)

Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Bonos
Metro	5.720	45.003	274.266	98.442	138.546	561.957	0,5%	7,8%
Codelco	3.274	15.279	274.080	133.997	111.282	537.933	0,5%	7,5%
Transelec	11.999	30.476	225.148	90.641	99.697	457.953	0,4%	6,4%
EFE	6.416	42.419	145.072	88.201	128.284	410.400	0,3%	5,7%
Celulosa Arauco	4.376	31.427	157.292	84.328	89.090	366.520	0,3%	5,1%
Cencosud	7.726	25.941	147.870	85.065	72.281	338.856	0,3%	4,7%
Inversiones CMPC	2.385	18.649	170.558	64.693	63.377	319.669	0,3%	4,4%
Mall Plaza	3.274	27.540	88.525	56.230	38.187	213.742	0,2%	3,0%
ENAP	1.558	8.849	95.817	48.043	58.339	212.591	0,2%	3,0%
Endesa	152	20.882	100.524	38.401	45.403	205.362	0,2%	2,8%
Total Top 10	46.878	266.465	1.679.153	788.043	844.487	3.624.983	3,4%	50,3%
Total Bonos	152.068	631.151	3.229.470	1.548.594	1.644.990	7.206.273	6,7%	100,0%
Top 10/Fondos	0,3%	1,6%	4,2%	4,3%	4,6%	3,4%		
Bonos/Fondos	1,0%	3,9%	8,1%	8,4%	9,0%	6,7%		

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 febrero 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 3,2%, 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 febrero de 2016 se presenta en el Cuadro Nº 7. Además, se observa una disminución anual en la inversión de tales instrumentos de -3,3%, mientras que la participación en éstos registra una caída en los últimos 12 meses de -6,2% (explicado principalmente por bajas en la participación de los sectores industrial y eléctrico, con variaciones anuales de -25,0% y -15,4% 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 (febrero 2016)

Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Bonos	Part. Fondos	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	1.426.086	19,8%	1,3%	-12,6%	-15,4%
Telecomunicaciones	245.100	3,4%	0,2%	14,8%	10,0%
Servicios	3.455.342	47,9%	3,2%	-3,1%	-5,8%
Industrial	684.790	9,5%	0,6%	-22,3%	-25,0%
Recursos Naturales	1.394.955	19,4%	1,3%	20,4%	17,1%
Total Bonos	7.206.273	100,0%	6,7%	-3,3%	-6,2%

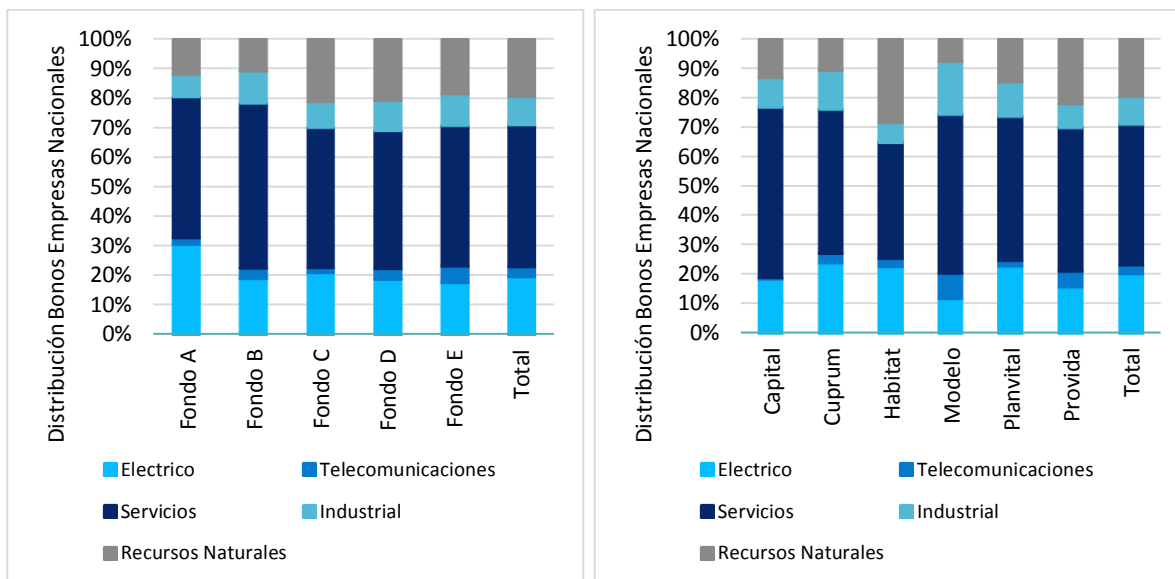
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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 febrero 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 47,5% en el sector servicios, mientras que para el fondo Tipo E este porcentaje llega al 47,6%. 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 febrero 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 57,9%. Por su parte, Habitat destina el 39,7% 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 febrero 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 (febrero 2016)

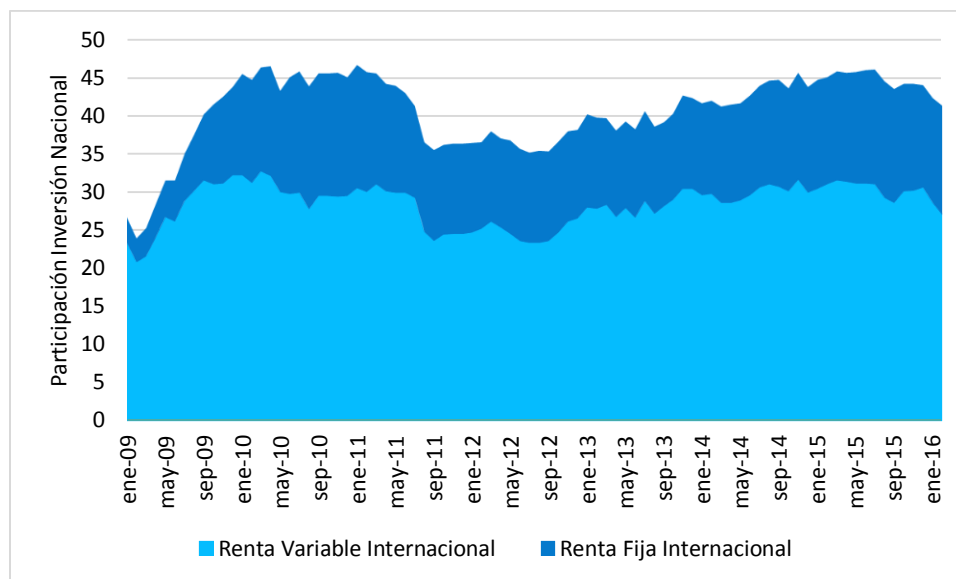


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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 febrero de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 44.441.800 millones, lo que representa al 41,4% 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 -5,5%, explicado principalmente por el descenso de la renta variable internacional, con una variación del -10,1% en igual período (mientras que la renta fija internacional subió un 5,3% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija internacional de un 2,1%, vinculado principalmente a una mayor participación en bonos de gobierno (cuya ponderación anual aumentó un 206,3%, según se muestra en la última columna del Cuadro). En términos globales, se expone una disminución en la participación anual en renta internacional del -8,3%.

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Internacional	29.160.219	27,2%	-10,1%	-12,8%
Cuotas Fondos Mutuos	19.398.287	18,1%	-7,3%	-10,1%
Títulos representativos de Índices Accionarios	7.896.928	7,4%	-25,8%	-28,0%
Cuotas Fondos Inversion Nacionales	1.837.140	1,7%	118,8%	112,2%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	0	0,0%	-	-
Acciones Extranjeras y ADR	26.685	0,0%	-20,0%	-22,4%
Fondos de Inversión Extranjeros	1.178	0,0%	-24,9%	-27,2%
Renta Fija Internacional	15.230.402	14,2%	5,3%	2,1%

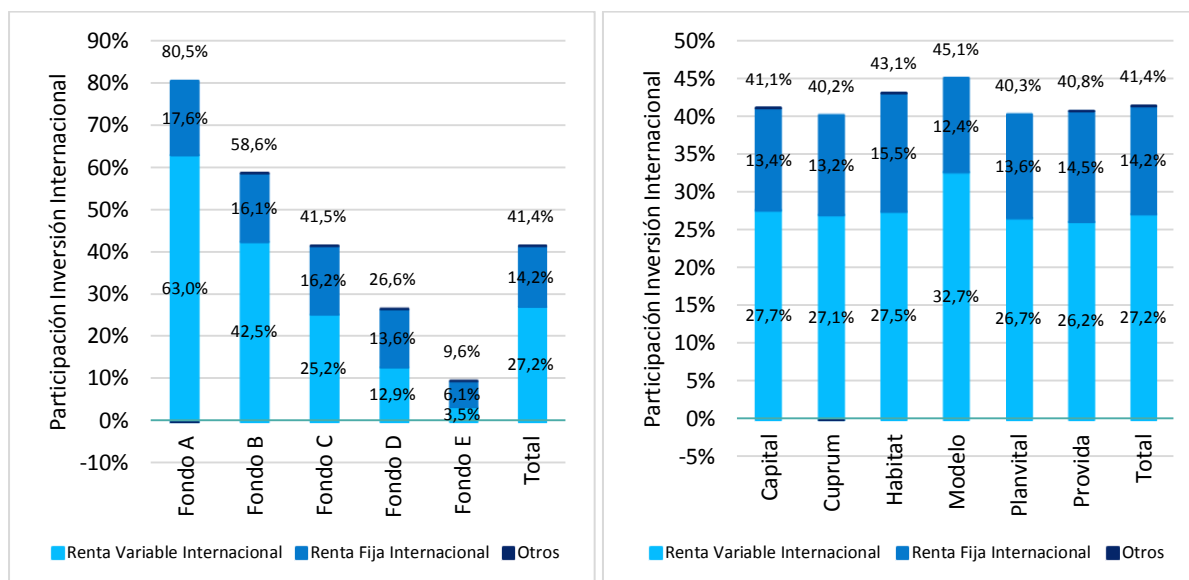
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. Total 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Cuotas Fondos Mutuos	11.452.779	10,7%	-10,8%	-13,5%
Cuotas Fondos Inversión Nacionales	391.337	0,4%	2,2%	-0,9%
Bonos de Empresas	59.194	0,1%	3,6%	0,5%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	122.378	0,1%	-43,9%	-45,6%
Bonos de Gobierno	2.922.385	2,7%	215,8%	206,3%
Títulos representativos de Índice Renta Fija	3.494	0,0%	-	-
Disponible	278.849	0,3%	591,2%	570,4%
Otros Internacionales	51.172	0,0%	-55,9%	-57,2%
Derivados	50.744	0,0%	-56,3%	-57,6%
Valores por Depositar y en Tránsito Extranjeros	427	0,0%	1629,4%	1577,3%
Total Inversión Internacional	44.441.800	41,4%	-5,5%	-8,3%

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 febrero de 2016 el fondo Tipo A asigna un 80,5% 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 9,6% 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 cada Administradora, se aprecia que Modelo es la más expuesta a renta internacional, con el 46,6% de sus fondos, seguida de Capital con el 45,1%. Por su parte, la AFP con la menor participación en renta internacional es Cuprum, destinando el 40,2% 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 febrero de 2016 se presentan en el Gráfico N° 14.

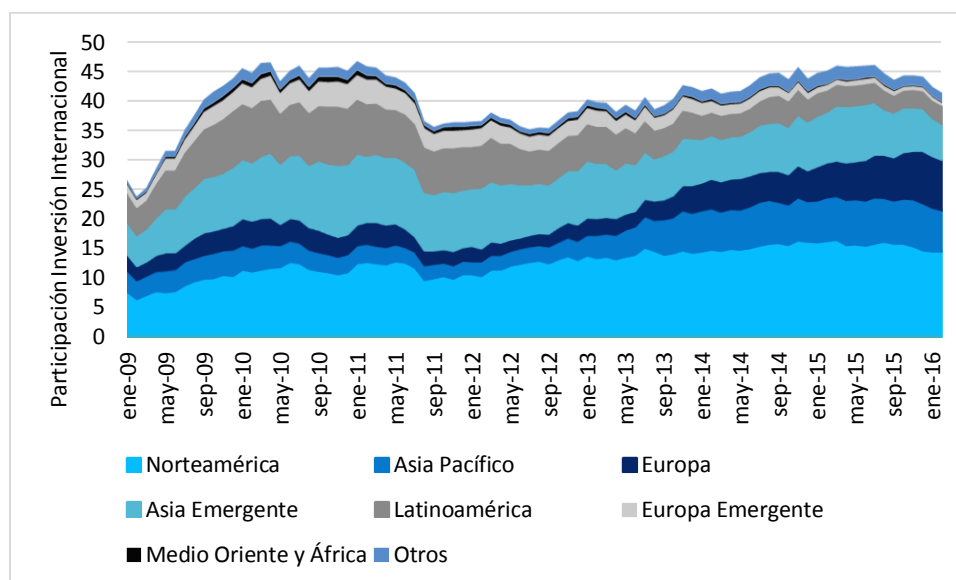
Gráfico N° 14: Participación de la inversión en renta internacional, según tipo de fondo y AFP (febrero 2016)



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 febrero de 2016 la zona de mayor ponderación es Norteamérica, con el 14,5% de los fondos de pensiones, seguida de Europa, con el 8,5%. 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 febrero de 2016. Se registra que el 72,4% fue destinado a economías desarrolladas y un 23,9% a emergentes. Este tipo de inversión se focaliza principalmente en Norteamérica, zona que representa el 35,0% del total de inversión en el extranjero a febrero de 2016 y el 14,5% 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 49,4% nominal. Caso contrario se observa para Europa Emergente, con una variación anual de su inversión de -31,9%. En términos de participación, se aprecia que Europa ha aumentado un 44,9% en el último año, mientras que Europa Emergente ha caído un -34,4% en idéntico lapso.

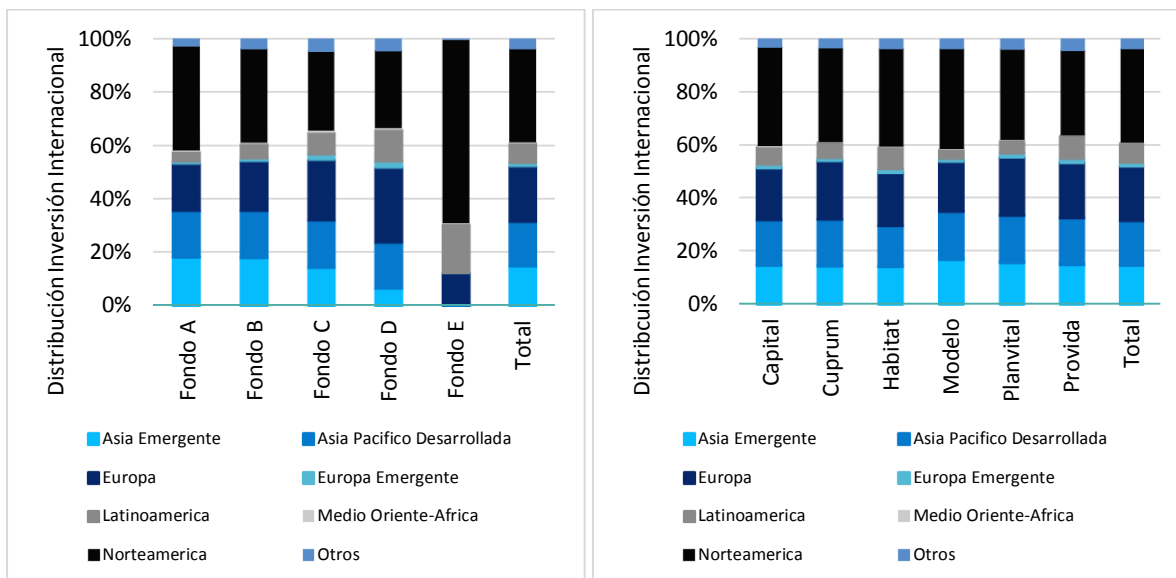
Cuadro N° 9: Inversión de los fondos de pensiones en renta internacional según zona geográfica (febrero 2016)

Zona Geográfica	Total (MM\$)	Part. Inv. Extranjero	Part. Fondo	Var. Total 12 Meses	Var. Part. Fondo 12 Meses
Asia Emergente	6.548.926	14,7%	6,1%	-27,3%	-29,6%
Asia Pacífico Desarrollada	7.444.584	16,8%	6,9%	-3,1%	-6,0%
Europa	9.169.092	20,6%	8,6%	49,4%	44,9%
Europa Emergente	656.685	1,5%	0,6%	-31,9%	-34,4%
Latinoamérica	3.212.592	7,2%	3,0%	-13,2%	-16,0%
Medio Oriente-África	215.293	0,5%	0,2%	-29,1%	-31,0%
Norteamérica	15.563.111	35,0%	14,5%	-8,2%	-10,9%
Otros	1.631.082	3,7%	1,5%	-28,2%	-30,3%
Total Inv. Internacional	44.441.373	100,0%	41,4%	-5,5%	-8,3%

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Finalmente, la distribución de la inversión en el extranjero según zona geográfica a febrero 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 68,6% 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 (febrero 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.