

**Nota  
Técnica  
Nº 19****INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES  
EN RENTA NACIONAL**

- Diversificación en acciones y bonos nacionales
- Impacto de eventuales caídas de acciones

Tras lo sucedido el pasado mes de junio con empresas La Polar, lo cual afectó el valor de sus acciones y bonos, surge la inquietud de la seguridad de las inversiones de los Fondos de Pensiones en el mercado nacional. Sin embargo, lo acotado del impacto en los Fondos de Pensiones respecto a la pérdida de la empresa pone en evidencia lo importante que es la diversificación de la cartera de inversiones, lo que explicaría una parte sustancial de sus buenos resultados históricos. En esta edición mostraremos el detalle de la inversión de los Fondos de Pensiones en renta nacional, su evolución e impacto de posibles caídas.

## 1. Marco Legal

Según establece al Artículo 45º del DL 3.500 de 1980, las inversiones que se efectúen con recursos de un Fondo de Pensiones tienen como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Por lo tanto, todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considera contrario a los intereses de los afiliados y constituye un incumplimiento grave de las obligaciones de las AFP. Adicionalmente, se definen los límites de inversión por tipo de Fondo de Pensiones y por cada uno de los instrumentos susceptibles de ser incorporados a un portafolio.

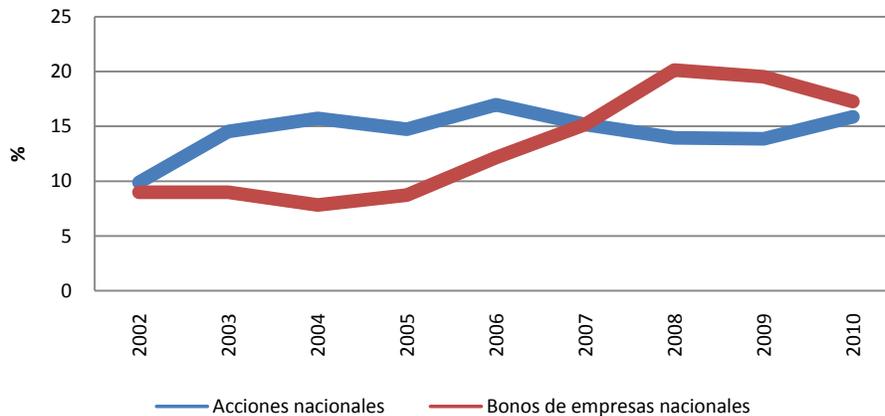
No obstante, la Ley Nº 20.255 publicada en marzo de 2008, más conocida como Reforma Previsional, introdujo un conjunto de modificaciones que, en materia de inversiones de los Fondos de Pensiones, apuntan a perfeccionar y flexibilizar la legislación, definiendo ciertas materias que son reguladas de forma complementaria por el Régimen de Inversión.

En definitiva, en el marco actual el DL 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 recursos previsionales.

Bajo estas normativas las Administradoras deciden el porcentaje a invertir en instrumentos nacionales, según la naturaleza del instrumento (renta fija o variable). Obviamente esta elección depende de la alternativa que reporte la mejor rentabilidad en función del contexto económico de cada período.

Observando la evolución de la diversificación de cartera en acciones y bono de empresas nacionales (ver Gráfico Nº 1) se distingue claramente que en ciclos de mayor crecimiento y expectativas positivas la cartera se expone en mayor proporción en renta variable, mientras que en escenarios de crisis o recesión ocurre lo contrario. A diciembre de 2008 el 20% de los Fondos de Pensiones se invirtió en bonos de empresas nacionales, en cambio la acciones de estas empresas representaban el 14% en tal fecha, condicionado por la crisis financiera (sub-prime). Cabe destacar que pese al refugio que significó la renta fija en la crisis, la inversión en renta variable nacional no se vio tan opacada dado el potencial de las empresas nacionales, a diferencia de la renta variable extranjera.

**Gráfico Nº 1**  
**Diversificación en Acciones y Bonos de Empresas Nacionales**  
**(a diciembre de cada año)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
 Elaboración CIEDESS.

## 2. Distribución de fondos de pensiones en acciones nacionales

Siguiendo los objetivos de las AFP establecidos por ley, éstas deben invertir en las opciones que representan un mayor valor esperado a futuro, es decir, las que generarán una mejor rentabilidad en el largo plazo, al mismo tiempo de resguardarse de eventuales caídas. Esto hace relevante el accionar de organismos como la Comisión Clasificadora de Riesgos, el Comité Técnico de Inversiones y Superintendencia entre otros.

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 julio de 2011 la sociedad anónima nacional que recibe más inversión fue Endesa, con el 1,38% de los Fondos de Pensiones y un 9,86% del total invertido en acciones de sociedades anónimas nacionales. Las 10 mayores empresas representan el 9,15% del total de los Fondos y el 65,27% de las acciones nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro Nº 1.

**Cuadro Nº 1**  
**Top 10 de Inversión en Acciones de Empresas Nacionales**  
 (en MMUS\$)

<b>Empresa</b>	<b>Fondo A</b>	<b>Fondo B</b>	<b>Fondo C</b>	<b>Fondo D</b>	<b>Fondo E</b>	<b>Total</b>	<b>% Fondo</b>	<b>% Acciones Nac.</b>
Endesa	470,4	475,1	1.092,2	123,2	0,5	2.161,3	1,38%	9,86%
Cencosud	556,6	627,8	762,3	155,5	6,5	2.108,7	1,35%	9,62%
Enersis	453,2	409,2	968,0	111,1	3,0	1.944,6	1,24%	8,87%
Falabella	417,1	413,6	622,6	164,2	14,5	1.632,0	1,04%	7,44%
Lan	533,4	427,9	400,6	133,6	16,4	1.511,8	0,97%	6,90%
Copec	292,8	285,7	599,9	109,5	1,8	1.289,6	0,82%	5,88%
CMPC	236,8	282,0	635,9	64,0	1,6	1.220,2	0,78%	5,57%
SQM-B	116,5	125,1	560,5	136,5	12,1	950,6	0,61%	4,34%
Entel	202,9	249,8	281,4	49,1	3,4	786,5	0,50%	3,59%
Colbún	219,1	161,2	252,8	68,7	1,9	703,7	0,45%	3,21%
<b>Total</b>	<b>3.498,7</b>	<b>3.457,2</b>	<b>6.176,0</b>	<b>1.115,5</b>	<b>61,5</b>	<b>14.308,9</b>	<b>9,15%</b>	<b>65,27%</b>

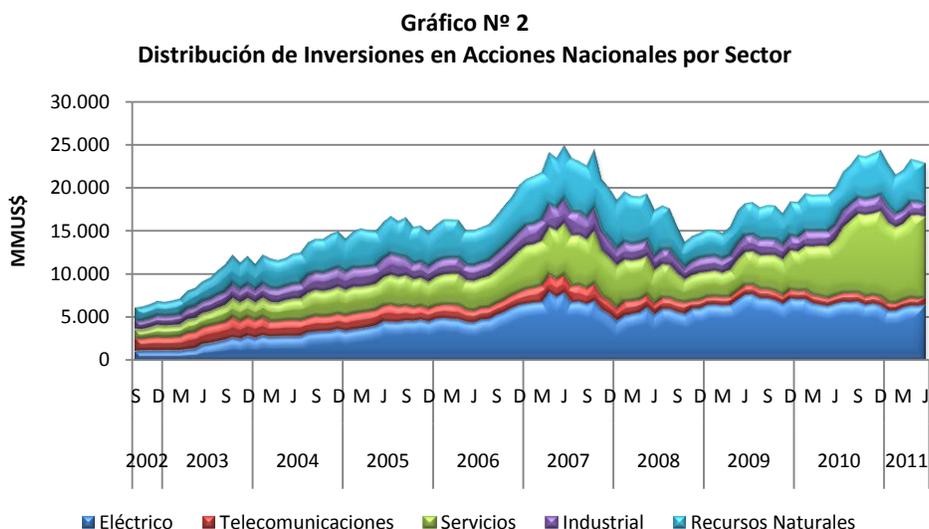
(\*) Porcentaje sobre total invertido en acciones de sociedades anónimas nacionales.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Elaboración CIEDESS.

Si se aborda el análisis en torno al sector económico al cual pertenecen las acciones nacionales en que se invierten los Fondos de Pensiones, existen preferencias históricas y algunas que han tomado protagonismo recientemente. Desde la creación de los multifondos (septiembre de 2002), los sectores con la participación más alta han sido el eléctrico y recursos naturales, lo que se aprecia en el Gráfico Nº 2. Sin embargo, a contar de comienzos de 2009 el sector servicios – dominado principalmente por el retail y la banca–, ha crecido enormemente, pasando del 14% del total de acciones nacionales en marzo de ese año al 40% en julio de 2011 (crecimiento de 114%), siendo el sector preferido a contar de junio de 2010.

A julio de 2011, los Fondos de Pensiones mantenían inversiones en acciones de sociedades anónimas nacionales por un monto de US\$ 21.924 millones, equivalente a 14,6% del valor total de los activos. Los sectores con mayor presencia son servicios, eléctrico y recursos naturales con un 40%, 28% y 21% respectivamente (6%, 4% y 3% si se considera el total de los Fondos de Pensiones respectivamente).



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

### 3. Distribución de fondos de pensiones en bonos de empresas nacionales

Considerando la inversión en bonos de empresas nacionales de mayor exposición por parte de los Fondos de Pensiones, se aprecia una menor participación respecto a las acciones. A julio de 2011 la empresa que recibe más inversión fue Transelec S.A., con US\$ 1.061 millones, equivalente al 0,67% de los Fondos de Pensiones y un 7,25% del total invertido en bonos de empresas nacionales. Las 10 mayores empresas representan el 3,62% del total de los Fondos y el 39,34% de los bonos de empresas nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro Nº 2.

**Cuadro Nº 2**  
**Top 10 de Inversión en Bonos de Empresas Nacionales**  
(en MMUS\$)

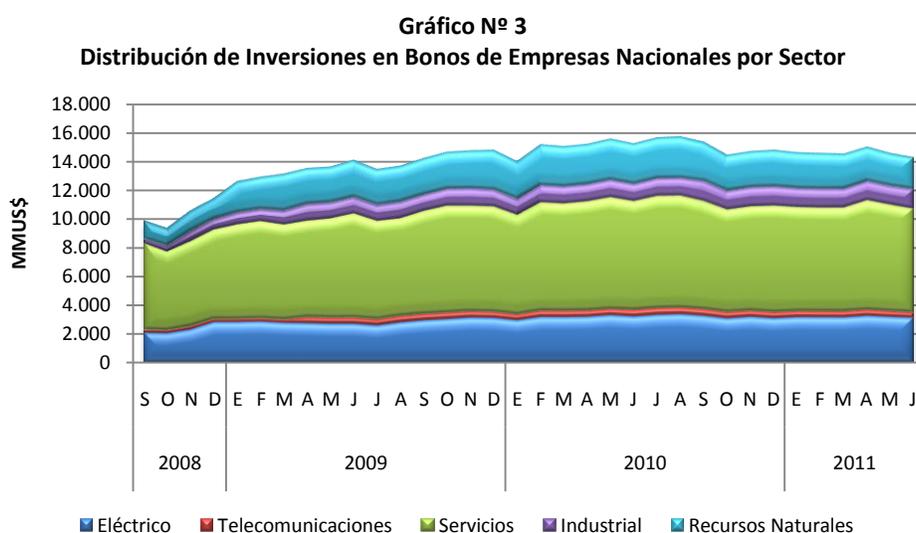
Empresa	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	% Fondo	% Bonos*
Transelec S.A.	42,2	118,2	552,9	250,4	97,6	1.061,3	0,67%	7,25%
Cencosud S.A.	29,7	52,0	375,7	174,9	91,8	724,0	0,46%	4,94%
Metro S.A.	19,1	74,7	399,6	122,0	48,9	664,2	0,42%	4,54%
Inversiones CMPC S.A.	15,0	38,8	337,0	149,8	52,8	593,3	0,37%	4,05%
Empresa Nacional del Petróleo	18,6	46,6	269,7	96,4	86,1	517,4	0,33%	3,53%
Cia. General de Electricidad S.A.	18,4	71,6	232,5	122,8	48,9	494,3	0,31%	3,38%
Celulosa Arauco y Constitución S.A.	12,0	43,4	250,0	99,1	78,9	483,4	0,30%	3,30%
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	27,1	43,7	247,6	84,3	45,9	448,6	0,28%	3,06%
Aguas Andinas S.A.	31,2	67,3	205,5	65,1	33,2	402,3	0,25%	2,75%
Soc. Conc. Vespucio Norte Express S.A.	20,0	62,2	199,4	78,1	11,8	371,5	0,23%	2,54%
<b>Total</b>	<b>233,4</b>	<b>618,4</b>	<b>3.069,9</b>	<b>1.242,7</b>	<b>595,9</b>	<b>5.760,2</b>	<b>3,62%</b>	<b>39,34%</b>

(\*) Porcentaje sobre total invertido en bonos de empresas nacionales.

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, donde a julio de 2011 participaban 60 sociedades anónimas, representando el 51% de las inversiones (US\$ 7.443 millones). El sector con mayor avance desde septiembre de 2008 es el industrial, con un incremento de 427% en el monto invertido –de US\$ 310 millones en esa fecha a US\$ 1.400 millones en julio de 2011–, y 207% en la participación –de 3% a 10% en idéntico período–.

Al 31 de julio de 2011 los Fondos de Pensiones mantenían inversiones en bonos de empresas nacionales por US\$ 14.642 millones, equivalente al 9,36% del valor total de los activos del sistema. Los sectores con mayor presencia son servicios, eléctrico y recursos naturales con un 51%, 22% y 15% respectivamente (5%, 2% y 1% si se considera el total de los Fondos de Pensiones respectivamente). La distribución de inversiones de los Fondos de Pensiones en bonos de empresas nacionales por sector se presenta en el Gráfico Nº 3.



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

#### 4. Impacto de una supuesta caída

Todo movimiento de una acción que participa en la cartera de inversiones de los Fondos de Pensiones implica fluctuaciones en la rentabilidad final. Si a lo anterior sumamos que la rentabilidad del Fondo representa cerca del 80% del saldo acumulado al momento de pensionarse, es uno de los fundamentos principales para focalizarse en buenas políticas de inversión.

El tamaño del impacto final en la variación del valor de alguno de los instrumentos de la cartera dependerá de la participación de éste y el desempeño del resto de la cartera.

Para demostrar lo anterior, plantearemos el siguiente ejemplo: una caída de 100% en el valor de los activos de la sociedad anónima nacional que representa la mayor proporción invertida por los Fondos de Pensiones en julio de 2011, combinando acciones y bonos. De acuerdo a las cifras de la diversificación de cartera en ese mes, las AFP poseían el 14,12% de los activos de esta sociedad, con US\$ 2.109 millones (1,35% del total de activos de los Fondos de Pensiones y el 9,62% del total

invertido en acciones nacionales). Las AFP también han invertido en bonos de esta sociedad, por un monto de US\$ 724 millones en el mismo período (0,46% de los Fondos y al 4,94% del total invertido en bonos de empresas nacionales). La exposición en esta sociedad anónima, según Tipo de Fondo e instrumentos, se presenta en el Cuadro Nº 3. La diversificación obedece a las características de cada Fondo, es decir, los más riesgosos posee mayor exposición en las acciones (renta variable) y los más conservadores en los bonos (renta fija).

**Cuadro Nº 3**  
**Exposición de los Fondos de Pensiones**

Fondo de Pensiones	Activos AFP MMUS\$	Mayor Exposición en Sociedad Anónima Nacional					
		Acciones		Bonos		Total	
		MMUS\$	Part.	MMUS\$	Part.	MMUS\$	Part.
<b>Fondo A</b>	33.474,50	556,62	1,66%	29,71	0,09%	586,33	1,75%
<b>Fondo B</b>	31.400,20	627,78	2,00%	51,95	0,17%	679,73	2,16%
<b>Fondo C</b>	64.221,90	762,26	1,19%	375,74	0,59%	1.138,00	1,77%
<b>Fondo D</b>	20.995,80	155,51	0,74%	174,89	0,83%	330,40	1,57%
<b>Fondo E</b>	6.340,00	6,54	0,10%	91,75	1,45%	98,29	1,55%
<b>Total</b>	<b>156.432,40</b>	<b>2.108,71</b>	<b>1,35%</b>	<b>724,03</b>	<b>0,46%</b>	<b>2.832,74</b>	<b>1,81%</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

Considerando sólo el resultado de las acciones, cuya variación en el mes se supuso de -100% y manteniendo el resto de la cartera constante (variación de 0%), la rentabilidad de los Fondos de Pensiones habría disminuido un 1,35%, donde los más afectados serían los fondos riesgosos, dada su mayor participación en las acciones de la empresa. En efecto, el Fondo Tipo A habría caído un 1,66% y el Fondo Tipo E sólo habría retrocedido un 0,10%, generando una pérdida de patrimonio de US\$ 2.109 millones.

A su vez, suponiendo idéntica variación a los bonos de la entidad, la rentabilidad de los Fondos de Pensiones habría caído un 0,46%, siendo el Fondo Tipo E el más afectado con una pérdida de 1,45%, mientras que la pérdida patrimonial por este instrumento sería de US\$ 724 millones.

Por lo anterior, bajo el supuesto de variación ampliado a los bonos, la disminución del patrimonio de los Fondos de Pensiones alcanza los US\$ 2.832 millones, con un descenso en la rentabilidad de 1,81%. Los efectos de esta caída –cuya magnitud está extremadamente alejada de la realidad–, resultan acotados respecto a la pérdida de la empresa. Esto pone en evidencia lo importante que es la diversificación de la cartera de inversiones, lo que explicaría una parte sustancial de sus buenos resultados históricos.

## 5. Aporte al desarrollo económico

El surgimiento del sistema de capitalización individual separó el sistema previsional de las finanzas públicas por una parte, y generó una relación de propiedad entre las personas y la acumulación de sus aportes al sistema por otra. Así, la modernización del sistema de pensiones chileno permitió

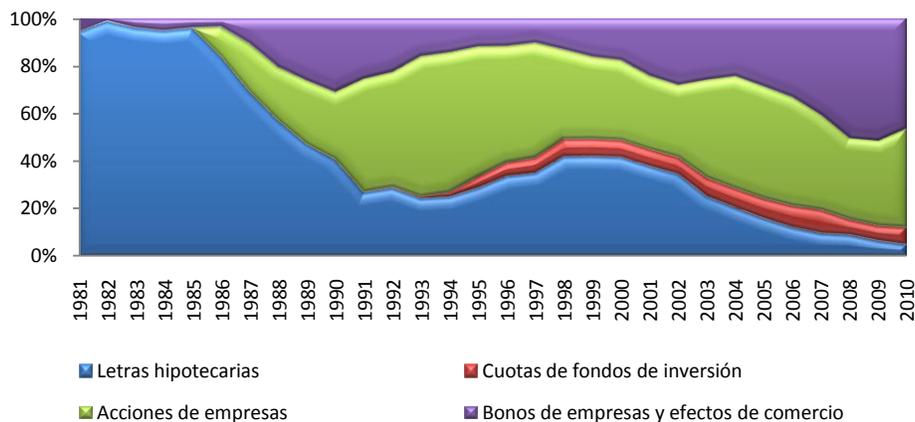
que, macroeconómicamente hablando, los aportes previsionales formaran parte del ahorro de las personas y que el rendimiento del dinero acumulado, también formaran parte de éste.

Los principales efectos macroeconómicos relacionados con el sistema de capitalización individual son:

- El ahorro interno, lo que se vincula directamente con la inversión, sobre todo por la posibilidad de derivar recursos a sectores de mayor productividad.
- La capacidad de generación de empleo, donde los requisitos para ingresar al sistema repercuten en el nivel de formalidad.
- Un desarrollo constante del mercado de capitales, destacándose aumentos en la calidad de la regulación, mejoras en transparencia y gobiernos corporativos, creación de nuevos instrumentos financieros y expansión del mercado financiero, a través de sectores como el de bonos, fondos de inversión y créditos hipotecarios y del aumento en los volúmenes transados de acciones.
- El crecimiento de la productividad total de factores, principalmente por el desarrollo financiero, con su respectivo aumento en el PIB.

Focalizándose en lo que respecta a inversiones en títulos que financian el sector productivo nacional, entre los años 1981 y 1985, prácticamente la totalidad de los fondos administrados se encontraba invertido en letras hipotecarias. Luego, a partir de 1986 se observa una diversificación de las inversiones dando paso a bonos corporativos y las acciones de empresas. Por su parte, en el año 1991 se incorporan las cuotas de fondos de inversión nacionales y se aprecia un incremento significativo de la inversión en acciones, mientras que en los últimos años se aprecia una mayor inversión en acciones, seguida por la inversión en letras hipotecarias y bonos de empresas, y más atrás, la inversión en cuotas de fondos de inversión nacionales. Las distribuciones en los diferentes títulos se presentan en el Gráfico Nº 5, donde se observa que la diversificación de las inversiones obedece en gran medida a los cambios regulatorios de los límites de inversión.

**Gráfico Nº 5**  
**Diversificación de los Fondos de Pensiones en Títulos que Financian el Sector Productivo Nacional**

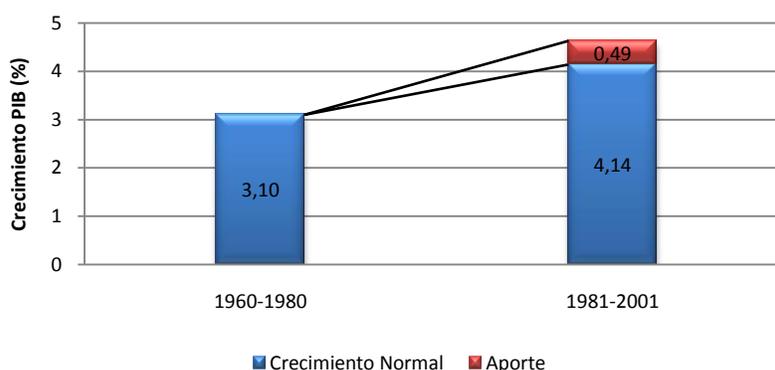


Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

Según estimaciones de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003)<sup>1</sup>, la contribución del nuevo sistema de pensiones, incluido su financiamiento, es de incrementos promedios de 2,3% del PIB en la tasa de ahorro interno y de 1,2% del PIB en la tasa de inversión para el período 1981-2002. El efecto de esta última tasa sobre el crecimiento del PIB equivale a una estimación media de 0,13 puntos porcentuales para el período 1981-2001.

Si a lo anterior se le añaden los efectos sobre el mercado laboral, estimado en una media de 0,07% del PIB, y sobre el desarrollo financiero y la productividad total de factores, estimados en una media de 0,2%, la contribución global del sistema de capitalización individual al crecimiento fue de 0,49 puntos porcentuales sobre el promedio de 4,63% observado durante el período 1981-2001. En resumen, el sistema de pensiones colaboró con un 10,6% del crecimiento promedio registrado en ese período, lo cual se ilustra en el Gráfico Nº 2.

**Gráfico Nº**  
**Aporte del Sistema de Capitalización Individual al**  
**Crecimiento Económico**



Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile".

Los efectos sobre el mercado del trabajo, se dan a partir de una menor tasa de cotización y mayores beneficios esperados en la pensión futura, respecto del sistema antiguo de reparto. Debido a estas modificaciones se experimenta un aumento en el empleo total, específicamente sube el empleo formal y cae el empleo informal, ocasionando un crecimiento en la productividad media del trabajo.

A su vez, el crecimiento en la profundidad del mercado financiero, gracias a las cuentas individuales de ahorro obligatorio y los fondos de pensiones, es uno de los determinantes más importantes del crecimiento económico y, en especial, de la productividad total de factores.

Este impacto en el crecimiento se espera que sea superior, en vista de las modificaciones incorporadas después del período analizado por dichos autores. En particular, destacan el ingreso de los multifondos en 2002 y la Reforma Previsional en 2008, en especial, su pilar solidario.

<sup>1</sup> Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile". Resultados y Desafíos de la Reforma al Sistema de Pensiones, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, editado por CIEDESS. Septiembre de 2003.



### **Bibliografía y Lectura Recomendada**

- CIEDESS: "Modernización de la Seguridad Social en Chile 1980-2009, 30 Años", diciembre 2010.
- Corbo y Schmidt-Hebbel: "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile", 2003.
- Superintendencia de Pensiones: "El Sistema Chileno de Pensiones VII Edición", 2010.