

SEPTIEMBRE
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

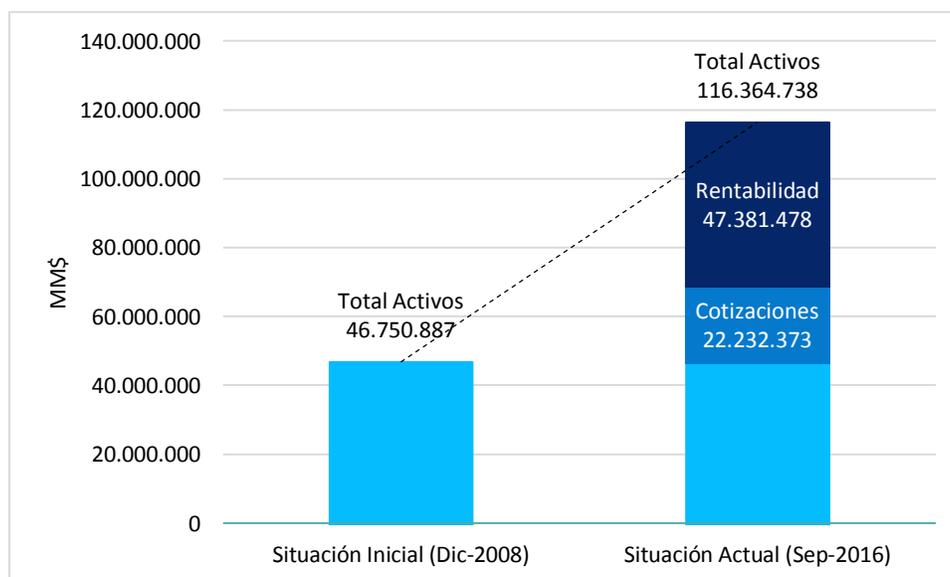
2.1 EVOLUCIÓN

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 30 de noviembre de 2016 ascendían a \$ 116.364.738 millones, representando una variación nominal de 148,9% en dicho lapso. La composición de los \$ 69.613.851 millones adicionales se deriva en un 31,9% de aportes de los cotizantes y el 68,1% 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.

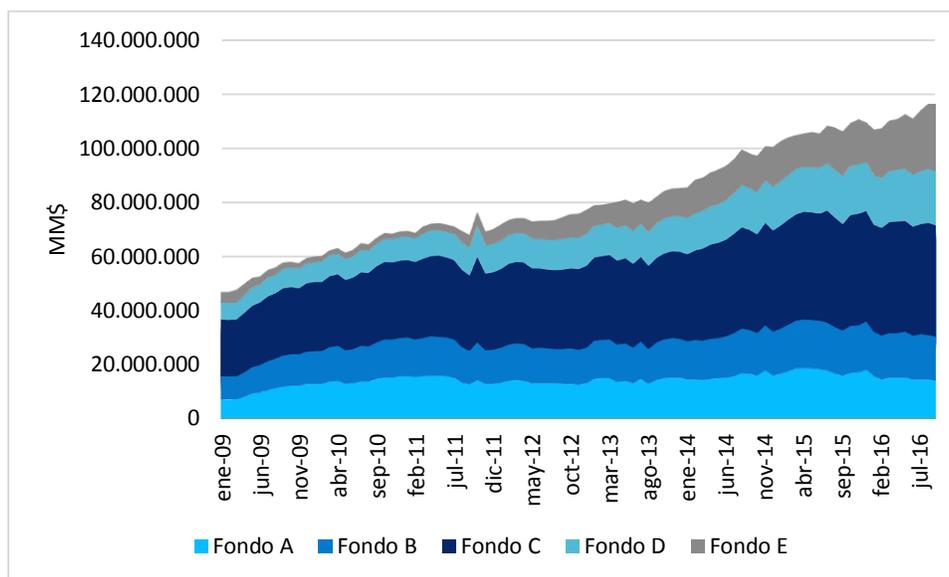
Gráfico N° 1: Variación nominal de los activos de los fondos de pensiones según fuente (MM\$, 2008-2016)



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 \$ 116.364.555 millones al 30 de septiembre de 2016 (ver Gráfico N° 2), lo que equivale a un crecimiento de 145,7% 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 6,3% 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 537,0% 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 SEPTIEMBRE 2016

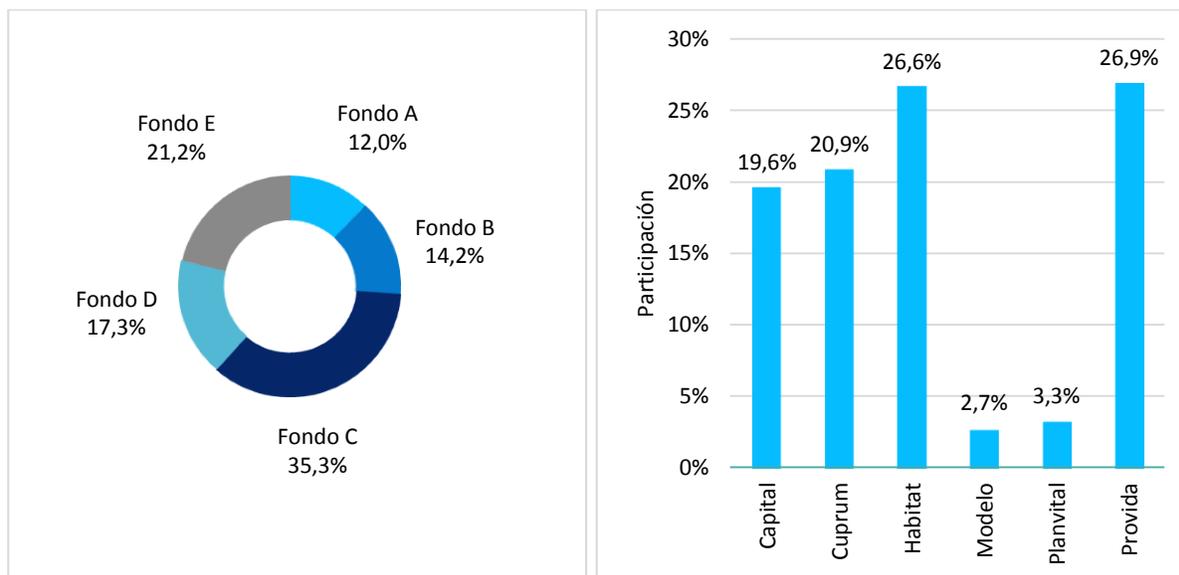
En el Cuadro N° 1 se muestra el valor de los activos de los fondos de pensiones según tipo de fondo y Administradora. Como ya fuera señalado, se observa que a septiembre de 2016 el total de activos alcanzaba los \$ 116.364.738 millones; y respecto a igual fecha del año anterior, se registra un aumento del 9,6% nominal (variación real del 5,9%).

La distribución de los activos, de acuerdo al orden de magnitud, es de un 35,3% en el Tipo C, 21,2% en el Tipo E, 17,3% en el Tipo D, 14,2% en el Tipo B y 12,0% en el Tipo A. Del mismo modo, la AFP con la mayor participación es Provida, con el 26,9% de los activos, seguida por Habitat, cuya proporción es del 26,6%. Los resultados anteriores se presentan en el Gráfico N° 3.

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

AFP	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part.	Var. 12 Meses
Capital	2.819.121	3.239.781	7.730.611	4.413.245	4.601.419	22.804.177	19,6%	6,7%
Cuprum	3.701.472	2.844.680	7.500.061	3.359.935	6.880.078	24.286.226	20,9%	7,1%
Habitat	3.560.261	4.363.923	11.108.850	4.856.408	7.115.386	31.004.828	26,6%	12,3%
Modelo	318.217	1.190.717	684.843	278.207	703.150	3.175.134	2,7%	50,4%
Planvital	349.760	583.956	1.345.656	761.923	764.533	3.805.828	3,3%	23,2%
Provida	3.205.346	4.338.251	12.673.164	6.465.383	4.606.401	31.288.545	26,9%	6,7%
Total	13.954.177	16.561.308	41.043.185	20.135.101	24.670.967	116.364.738	100,0%	9,6%
Part.	12,0%	14,2%	35,3%	17,3%	21,2%	100,0%		
Var. 12 Meses	-12,3%	-2,1%	4,4%	14,1%	50,5%	9,6%		

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

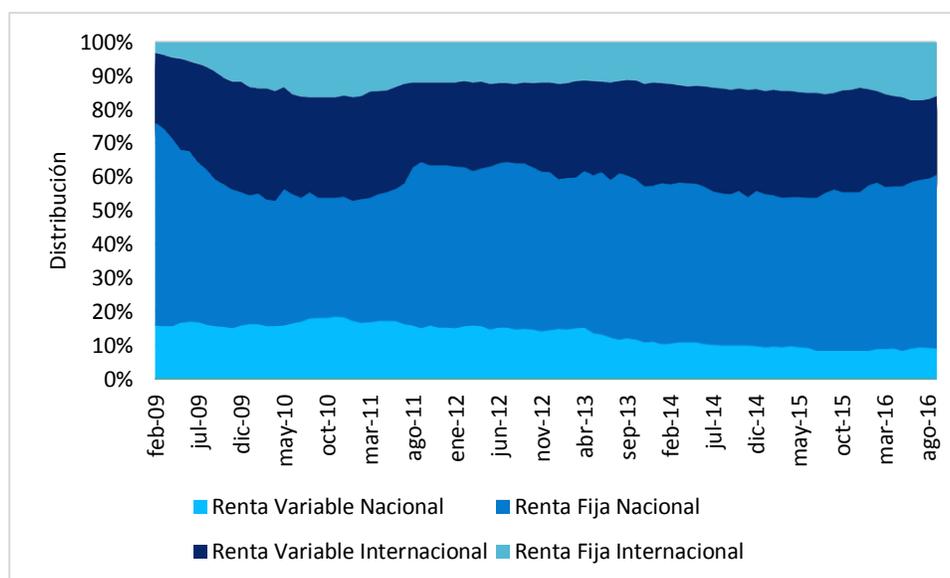
3. DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN TOTAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES

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.

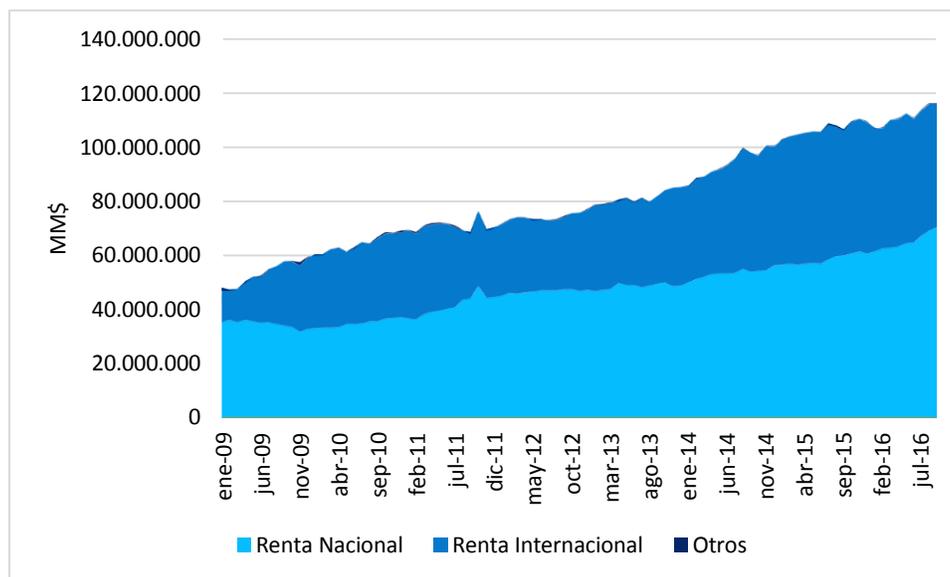
En tal sentido, los límites estructurales de mayor importancia para el sistema de multifondos son aquellos aplicados a la renta variable y renta fija. La cartera de inversiones de acuerdo a estos límites, diferenciados a su vez por renta nacional e internacional para la totalidad del sistema, se presenta 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 septiembre de 2016 el total de activos en renta nacional era de \$ 70.768.702 millones, mientras que en renta extranjera era de \$ 45.596.038 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 SEPTIEMBRE 2016

En septiembre de 2016 se registra que, del total de activos, el 60,8% corresponde a renta nacional, mientras que un 39,2% 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 66,8%, la renta variable equivale al 32,9% y el restante 0,2% corresponde a derivados y otros. Además, se registra una variación anual nominal de la renta fija nacional de 17,6%, por sobre la fluctuación de este tipo de renta a nivel internacional, cuya cifra es de 16,0%. Por su parte, la variación anual de la renta variable total fue de -4,6%, donde a nivel nacional se aprecia un alza de 15,8%, mientras que a nivel extranjero se muestra un descenso de -10,9% anual.

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 7,3%, al igual que la renta variable nacional, cuya participación ha crecido un 5,7% en el último año. Por su parte, la variación anual en la participación de la renta fija extranjera muestra un aumento de 5,9%, mientras que la proporción invertida en renta variable extranjera ha bajado un -18,7% en el último año.

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Contribución en Rentabilidad Real Mensual*	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Inversión Nacional Total	70.768.702	60,8%	0,31%	18,0%	7,7%
Renta Variable	11.018.506	9,5%	-0,19%	15,8%	5,7%
Renta Fija	59.527.631	51,2%	0,48%	17,6%	7,3%
Inversión Extranjera Total	45.596.038	39,2%	-0,54%	-1,3%	-10,0%
Renta Variable	27.287.263	23,5%	-0,29%	-10,9%	-18,7%
Renta Fija	18.254.354	15,7%	-0,25%	16,0%	5,9%
Total Activos	116.364.739	100,0%	-0,23%	9,6%	-
Subtotal Renta Variable	38.305.763	32,9%	-0,48%	-4,6%	-12,9%
Subtotal Renta Fija	77.781.985	66,8%	0,23%	17,2%	6,9%
Subtotal Derivados	247.715	0,2%	n.d.	-166,2%	-160,0%
Subtotal Otros	29.276	0,0%	n.d.	-40,2%	-40,0%

(*) 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.

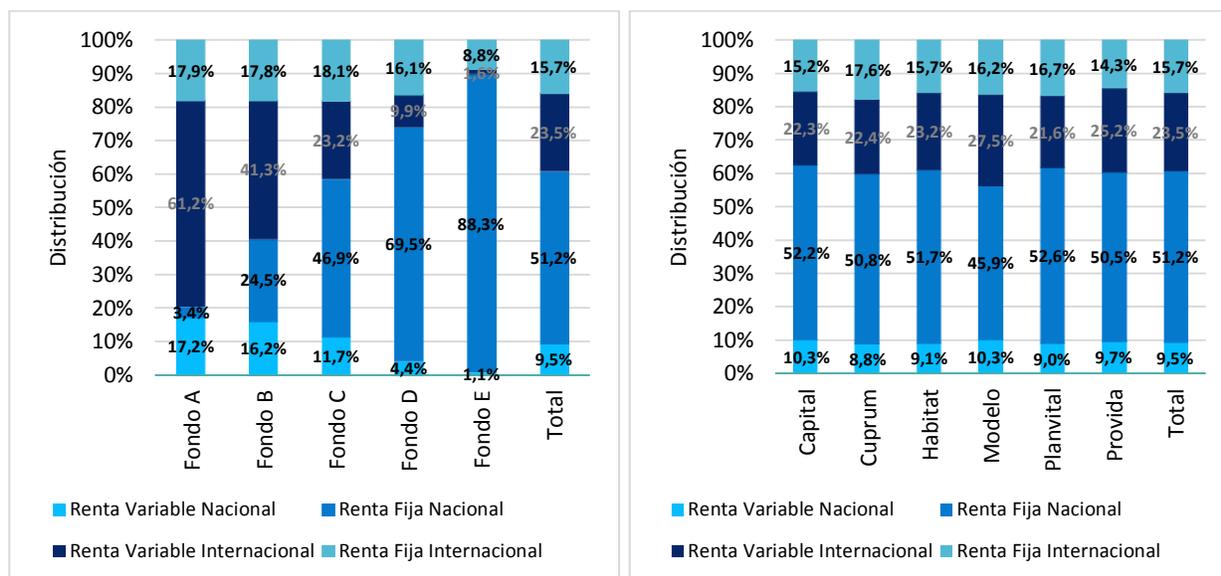
n.d.: No disponible

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 septiembre de 2016 el fondo Tipo A posee un 78,4% de sus activos invertidos en renta variable, seguido del fondo Tipo B con un 57,5% 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 2,6%, mientras que en renta fija la participación de sus activos es del 97,1%. 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 61,2% 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 88,3%.

Igualmente, se presentan diferencias en la diversificación de la cartera de inversión al considerar cada AFP. En este sentido, la Administradora que a septiembre de 2016 presenta la mayor proporción de inversión en renta variable fue Modelo, con el 37,8%, seguida de Provida, con el 34,9%. A su vez, las AFP con mayor participación en renta fija fueron Planvital y Cuprum, con el 69,3% y 68,4% de sus fondos respectivamente. 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 (septiembre 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

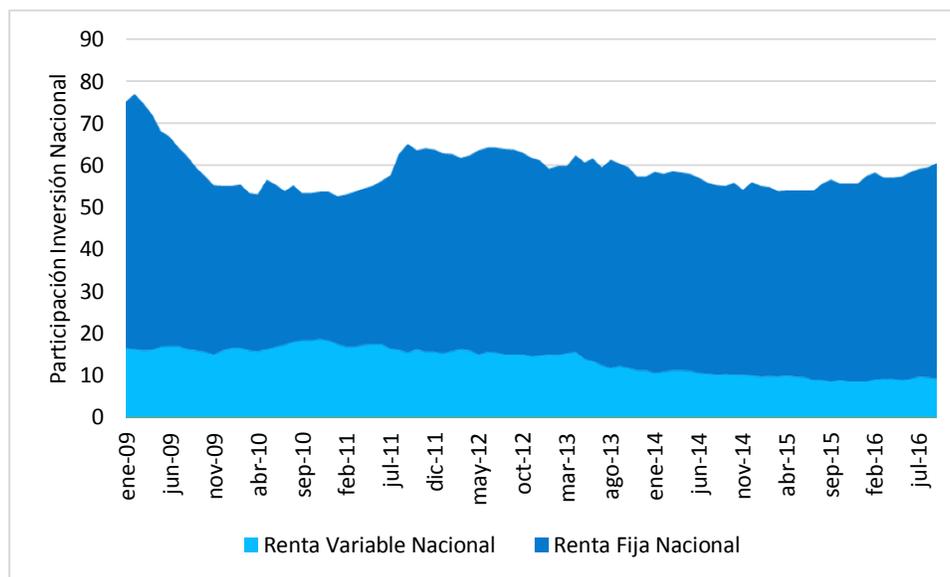
4. INVERSIÓN NACIONAL

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 58% en 2016. 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 septiembre de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 70.768.702 millones, lo que representa al 60,8% 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 18,0%, explicado principalmente por el aumento de la renta fija nacional, con una variación del 17,6% en igual período (mientras que la renta variable nacional creció un 15,8% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija nacional de un 7,7%, vinculado principalmente a una mayor participación en instrumentos de Tesorería y bonos bancarios (cuya ponderación anual creció en un 16,8% y 22,6% respectivamente).

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Nacional	11.018.506	9,5%	15,8%	5,7%
Acciones	8.886.679	7,6%	13,5%	3,7%
Fondos de Inversión, FICE y Otros	2.131.821	1,8%	26,2%	15,1%
Renta Fija Nacional	59.527.631	51,2%	17,6%	7,3%
Instrumentos Banco Central	6.311.950	5,4%	-6,6%	-14,8%
Instrumentos Tesorería	23.240.703	20,0%	28,0%	16,8%
Bonos de Reconocimiento y MINVU	172.119	0,2%	-37,6%	-42,3%
Bonos de Empresas y Efectos de Comercio	7.152.883	6,2%	-2,6%	-11,1%
Bonos Bancarios	13.895.390	11,9%	34,3%	22,6%

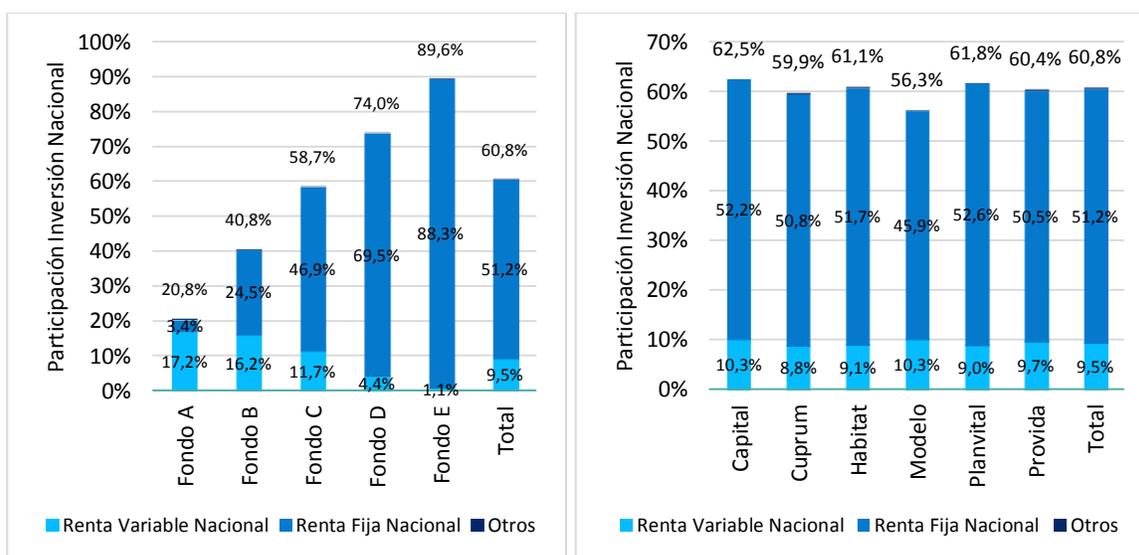
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Letras Hipotecarias	512.164	0,4%	-14,6%	-21,4%
Depósitos a Plazo	7.891.580	6,8%	13,8%	3,8%
Fondos Mutuos y de Inversión	134.828	0,1%	89,8%	71,4%
Disponible	216.013	0,2%	46,7%	35,7%
Derivados	198.904	0,2%	-198,0%	-188,9%
Otros Nacionales	23.661	0,0%	-11,2%	-33,3%
Total Inversión Nacional	70.768.702	60,8%	18,0%	7,7%

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 septiembre de 2016 el fondo Tipo A asigna un 20,8% 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 89,6% 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, no se observan diferencias significativas, donde Capital es la con mayor presencia en renta nacional, con el 62,5% de sus fondos, seguida de Planvital con el 61,8%. Por su parte, la AFP con la menor participación en renta nacional es Modelo, destinando el 56,3% 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 septiembre 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 (septiembre 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

3.2 INVERSIÓN EN ACCIONES DE EMPRESAS NACIONALES

A septiembre de 2016 se registra una inversión en acciones de sociedades anónimas nacionales por un monto de \$ 8.886.679 millones, equivalente al 7,6% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de 13,5% (9,8% 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 septiembre de 2016 la sociedad anónima nacional que recibió mayor inversión fue Cencosud, con un total de \$ 1.218.566 millones, representando el 1,1% de los fondos de pensiones (equivalente también al 13,7% del total invertido en acciones de sociedades anónimas chilenas y una participación del 21,6% del valor de los activos de dicha sociedad). Las 10 mayores empresas representan el 5,0% del total de los fondos y el 65,0% de las acciones nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 4, donde se observa que los fondos Tipo A y Tipo B son los con mayor proporción asignada a acciones nacionales, con el 13,5% y 13,1% de sus fondos respectivamente, seguidos del fondo Tipo C con el 9,4%.

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

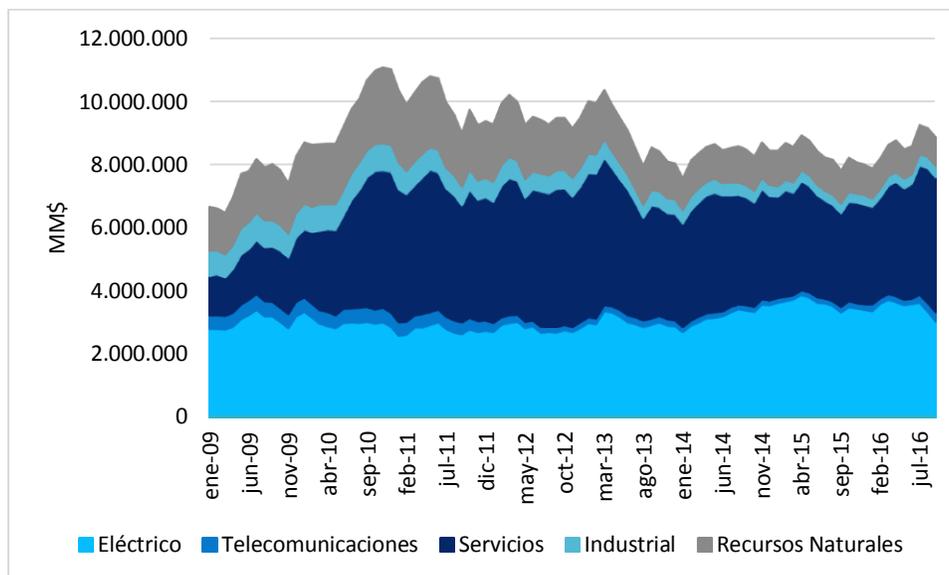
Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Acciones	Part. Emisor
Cencosud	261.450	331.715	479.804	102.691	42.906	1.218.566	1,1%	13,7%	21,6%
Falabella	130.017	144.549	311.626	103.495	51.448	741.135	0,6%	8,3%	6,2%
Enersis Américas	127.242	133.912	339.413	21.611	270	622.448	0,5%	7,0%	11,5%
Endesa Chile	109.645	129.740	315.838	31.392	4.099	590.714	0,5%	6,6%	15,8%
Latam	167.690	160.980	174.808	44.218	13.795	561.490	0,5%	6,3%	19,1%
COPEC	108.089	106.079	221.075	35.314	9.234	479.790	0,4%	5,4%	6,0%
Colbún	124.237	121.580	149.796	32.453	4.956	433.022	0,4%	4,9%	18,1%
Endesa Américas	71.537	83.921	206.536	18.474	2.366	382.833	0,3%	4,3%	15,4%
Enersis Chile	78.463	81.423	202.957	14.289	995	378.127	0,3%	4,3%	12,0%
AES Gener	100.213	84.903	140.707	28.518	10.367	364.709	0,3%	4,1%	19,6%
Total Top 10	1.278.582	1.378.802	2.542.559	432.455	140.437	5.772.836	5,0%	65,0%	12,2%
Total Acciones	1.888.218	2.168.044	3.842.911	721.343	266.163	8.886.679	7,6%	100,0%	8,5%
Top 10/Fondos	9,2%	8,3%	6,2%	2,1%	0,6%	5,0%			
Acciones/Fondos	13,5%	13,1%	9,4%	3,6%	1,1%	7,6%			

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 237% a lo largo de la serie analizada, pasando del 19% del total de acciones nacionales en enero de 2009 al 48% en septiembre 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 septiembre de 2016, los sectores con mayor presencia son servicios, eléctrico y recursos naturales, con un 48,1%, 34,0% y 10,2% del total invertido en acciones de empresas nacionales respectivamente (también equivalentes al 3,7%, 2,6% y 0,8% del total de los fondos de pensiones respectivamente). La inversión en acciones nacionales según sector económico a dicho mes se expone en el Cuadro Nº 5, donde se muestra además la variación anual en las ponderaciones asignadas a cada sector, observándose un incremento importante en los sectores telecomunicaciones y servicios, caso contrario a los sectores eléctrico y recursos naturales.

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

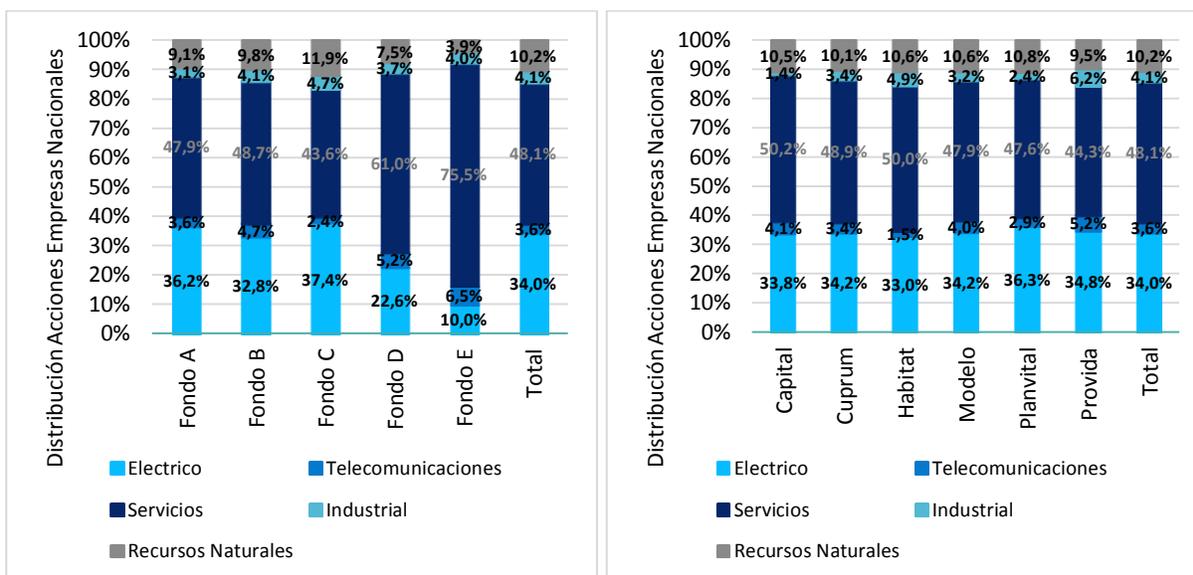
Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Acciones	Part. Fondos	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	3.021.902	34,0%	2,6%	-8,3%	-16,5%
Telecomunicaciones	315.607	3,6%	0,3%	54,3%	42,1%
Servicios	4.276.665	48,1%	3,7%	44,1%	31,5%
Industrial	367.674	4,1%	0,3%	18,6%	6,9%
Recursos Naturales	904.838	10,2%	0,8%	-13,7%	-21,4%
Total Acciones	8.886.679	100,0%	7,6%	13,5%	3,5%

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 septiembre de 2016 se registra que todos los multifondos asignan un mayor porcentaje al sector servicios, especialmente los fondos Tipo D y E, con el 61,0% y 75,5% respectivamente.

Ampliando el análisis anterior a cada Administradora, se aprecia que a septiembre de 2016 la inversión en acciones de empresas nacionales se orienta principalmente a los sectores eléctrico y servicios, sin registrarse diferencias significativas entre cada AFP. Los resultados de la distribución de la inversión en acciones nacionales según sector económico, tipo de fondo y AFP a dicho mes 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 (septiembre 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

3.3 INVERSIÓN EN BONOS DE EMPRESAS NACIONALES

A septiembre de 2016 se registra una inversión en bonos de empresas nacionales por un monto de \$ 7.147.868 millones, equivalente al 6,1% del total de activos de los fondos de pensiones, cuya variación respecto al mismo mes del año anterior es de -2,6% nominal.

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 septiembre de 2016 la entidad que recibió más inversión fue Codelco, con \$ 659.218 millones, equivalente al 0,5% de los fondos de pensiones y un 9,2% del total invertido en bonos de empresas nacionales. Los 10 mayores emisores representan el 3,2% del total de los fondos y el 51,9% del total asignado a bonos de empresas nacionales. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 6.

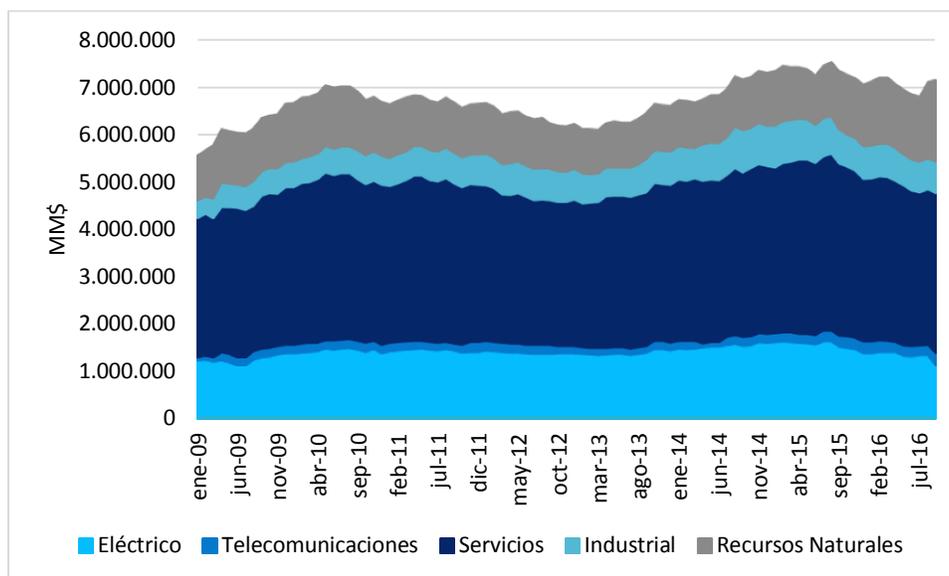
Cuadro N° 6: Top 10 de inversión en bonos de empresas nacionales (MM\$, septiembre 2016)

Emisor	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total	Part. Fondo	Part. Bonos
Codelco	10.242	15.455	309.023	158.680	165.818	659.218	0,5%	9,2%
Metro	8.159	45.285	287.833	123.637	185.735	650.657	0,5%	9,1%
EFE	6.597	38.576	141.300	85.522	105.842	377.811	0,3%	5,3%
Celulosa Arauco	4.594	28.162	158.838	80.889	88.903	361.374	0,3%	5,1%
Transelec	7.322	21.334	165.732	55.738	97.676	347.797	0,3%	4,9%
Cencosud	6.162	21.677	137.188	80.151	78.767	323.938	0,3%	4,5%
Inversiones CMPC	6.037	15.007	172.073	66.442	62.942	322.494	0,2%	4,5%
ENAP	7.467	11.863	102.981	63.258	83.993	269.564	0,2%	3,8%
Endesa Chile	158	21.466	105.242	40.514	33.666	201.052	0,2%	2,8%
Mall Plaza	2.729	24.208	78.740	50.696	37.376	193.763	0,1%	2,7%
Total Top 10	59.469	243.036	1.658.950	805.528	940.718	3.707.668	3,2%	51,9%
Total Bonos	149.077	589.804	3.094.585	1.548.027	1.766.374	7.147.868	6,1%	100,0%
Top 10/Fondos	0,4%	1,5%	4,0%	4,0%	3,8%	3,2%		
Bonos/Fondos	1,1%	3,6%	7,5%	7,7%	7,2%	6,1%		

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, el que representa en torno al 50% de la inversión en estos instrumentos. Los sectores con mayor avance en los últimos años son telecomunicaciones e industrial, con incrementos de 191% y 79% 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 N° 11.

En septiembre de 2016 los sectores con mayor presencia en la inversión de bonos de empresas nacionales son servicios, recursos naturales y eléctrico, con un 47,2%, 23,9% y 16,0% respectivamente (también equivalente al 2,9%, 1,5% y 1,0% 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 dicho mes se presenta en el Cuadro N° 7. Además, se observa una disminución anual en la inversión de tales instrumentos de -2,7%, mientras que la participación en éstos registra una caída en los últimos 12 meses de -11,1% (explicado principalmente por bajas en la participación de los sectores industrial y eléctrico, con variaciones anuales de -16,4% y -31,5% 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 (septiembre 2016)

Sector Económico	Total (MM\$)	Part. Bonos	Part. Fondos	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Eléctrico	1.143.484	16,0%	1,0%	-25,1%	-31,5%
Telecomunicaciones	259.519	3,6%	0,2%	8,0%	0,0%
Servicios	3.375.221	47,2%	2,9%	-6,9%	-15,0%
Industrial	661.973	9,3%	0,6%	-7,1%	-16,4%
Recursos Naturales	1.707.676	23,9%	1,5%	38,0%	25,9%
Total Bonos	7.147.868	100,0%	6,1%	-2,7%	-11,1%

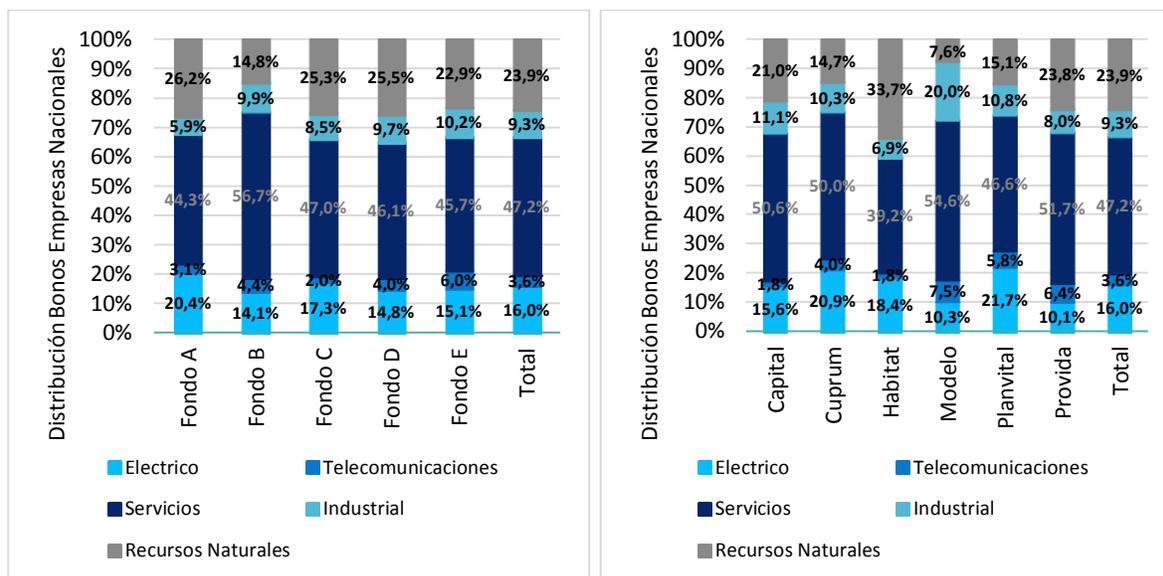
Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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 septiembre 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 44,3% en el sector servicios, mientras que para el fondo Tipo E este porcentaje llega al 45,7%. No obstante, el fondo Tipo B resalta con la mayor participación en bonos de empresas nacionales del sector servicios, destinando el 56,7%.

Ampliando el análisis anterior respecto a cada Administradora, se aprecia que a septiembre de 2016 todas las AFP, salvo Habitat, orientan más del 46% de la inversión en bonos de empresas nacionales en el sector servicios, especialmente Modelo, cuya proporción para tal sector es de 54,6%. Por su parte, Habitat destina sólo el 39,2% de los recursos en bonos nacionales del sector servicios, aumentando su

participación en el sector recursos naturales en términos relativos. Los resultados de la distribución de la inversión en bonos de empresas nacionales según sector económico, tipo de fondo y AFP a dicho mes 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 (septiembre 2016)

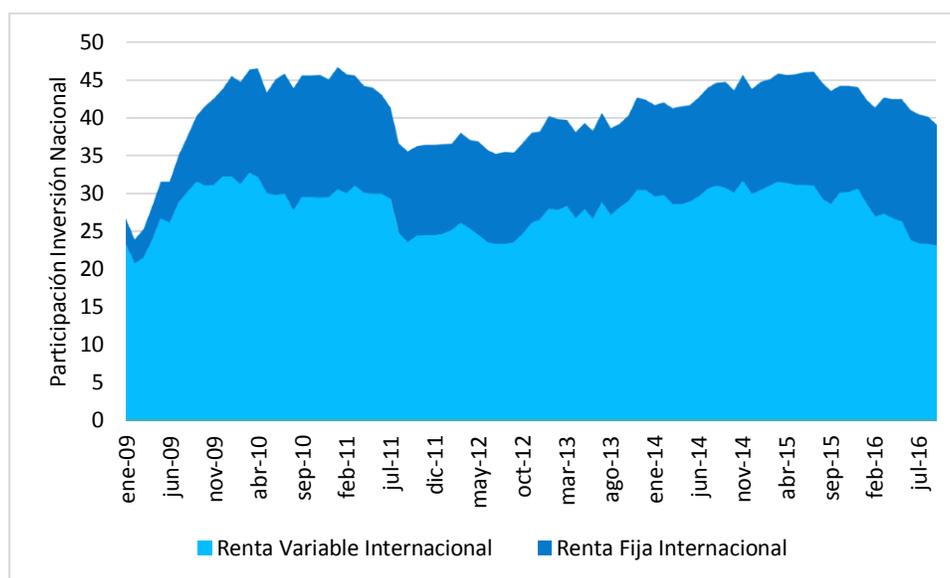


Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

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 41% en 2016. Principalmente se observa que la renta variable internacional se ha incrementado entre los períodos 2009-2011 y 2013-2015, llegando a una participación en torno al 30% del total de los fondos de pensiones.

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 septiembre de 2016. Se aprecia un monto total asignado a este tipo de renta de \$ 45.596.038 millones, lo que representa al 39,2% 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 -1,3% (-4,6% real), explicado principalmente por el descenso de la renta variable internacional, con una variación del -10,9% en igual período (mientras que la renta fija internacional subió un 16,0% en los últimos 12 meses). También, se expone un alza en la variación anual de la participación de la renta fija internacional de un 5,9%, vinculado principalmente a una mayor participación en bonos de gobierno (cuya ponderación anual aumentó un 88,1%, según se muestra en la última columna del Cuadro). En términos globales, se expone una disminución en la participación anual en renta internacional del -10,0%.

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

Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Renta Variable Internacional	27.287.263	23,4%	-10,9%	-18,7%
Cuotas Fondos Mutuos	19.705.510	16,9%	0,6%	-8,2%
Títulos representativos de Índices Accionarios	4.966.234	4,3%	-47,8%	-52,4%
Cuotas Fondos Inversión Nacionales	2.533.734	2,2%	69,2%	54,4%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	0	0,0%	-	-
Acciones Extranjeras y ADR	80.170	0,1%	198,8%	172,7%
Fondos de Inversión Extranjeros	1.608	0,0%	24,7%	13,8%
Renta Fija Internacional	18.254.354	15,7%	16,0%	5,9%

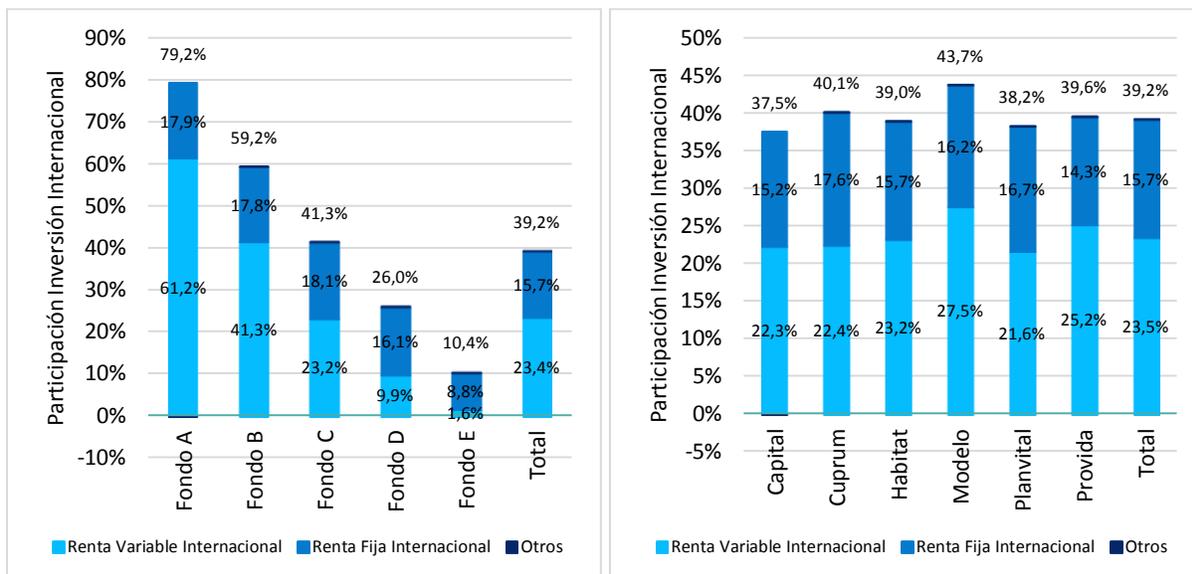
Tipo de Inversión	Total (MM\$)	Part.	Var. 12 Meses	Var. Part. 12 Meses
Cuotas Fondos Mutuos	13.385.954	11,5%	2,0%	-6,9%
Cuotas Fondos Inversión Nacionales	442.783	0,4%	43,1%	30,6%
Bonos de Empresas	201.909	0,2%	253,5%	222,6%
Cuotas Fondos Mutuos Nacionales	283.516	0,2%	22,2%	11,5%
Bonos de Gobierno	3.408.136	2,9%	106,1%	88,1%
Bonos Bancos Extranjeros	51.711	0,0%	-	-
Títulos representativos de Índice Renta Fija	154.567	0,1%	4278,1%	3895,1%
Disponible	325.777	0,3%	-8,1%	-16,1%
Otros Internacionales	54.427	0,0%	-136,6%	-133,4%
Derivados	48.805	0,0%	-128,5%	-126,0%
Valores por Depositar y en Tránsito Extranjeros	5.615	0,0%	-74,9%	-77,1%
Total Inversión Internacional	45.596.038	39,2%	-1,3%	-10,0%

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 septiembre de 2016 el fondo Tipo A asigna un 79,2% 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 10,4% 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 y Cuprum son las AFP con mayor proporción invertida en renta internacional, con el 43,7% y 40,1% de sus fondos respectivamente. Por su parte, las AFP con la menor participación en renta internacional son Capital y Planvital, destinando el 37,5% y 38,2% de sus fondos respectivamente. Los resultados de la participación de la inversión en renta internacional según tipo de fondo y AFP a septiembre de 2016 se presentan en el Gráfico N° 14.

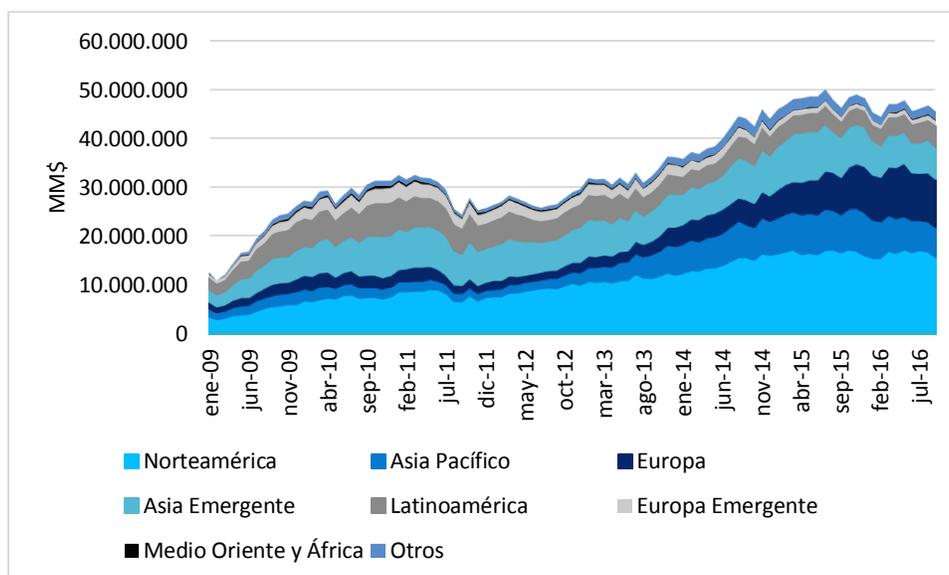
Gráfico N° 14: Participación de la inversión en renta internacional, según tipo de fondo y AFP (septiembre 2016)



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 septiembre de 2016 la zona de mayor ponderación es Norteamérica, con el 13,5% 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 septiembre de 2016. Se registra que el 69,7% fue destinado a economías desarrolladas y un 26,4% a emergentes. Este tipo de inversión se focaliza principalmente en Norteamérica, zona que representa el 34,4% del total de inversión en el extranjero a septiembre de 2016 y el 13,5% del total de los fondos de pensiones a igual mes. A su vez, Latinoamérica es el sector geográfico que más ha incrementado su inversión en los últimos 12 meses, con una variación del 40,6% nominal. Caso contrario se observa para Asia Pacífico Desarrollada, con una variación anual de su inversión de -19,7%. En términos de participación, se aprecia que Europa ha aumentado un 16,8% en el último año, mientras que Asia Emergente ha caído un -25,5% en idéntico lapso.

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

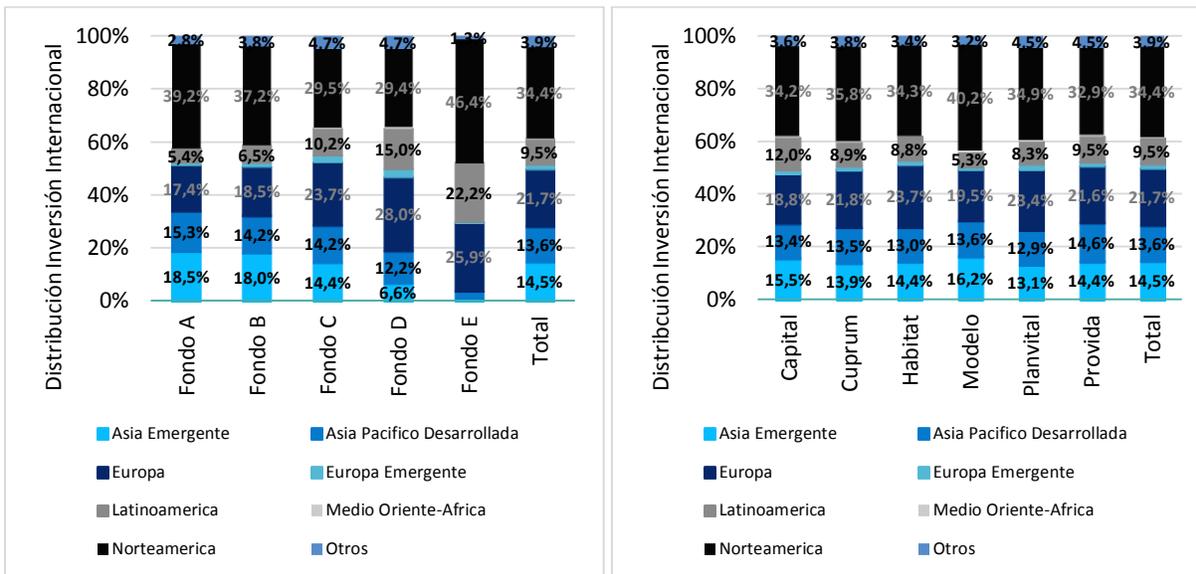
Zona Geográfica	Total (MM\$)	Part. Inv. Extranjero	Part. Fondo	Var. 12 Meses	Var. Part. Fondo 12 Meses
Asia Emergente	6.610.058	14,5%	5,7%	-18,3%	-25,5%
Asia Pacífico Desarrollada	6.213.674	13,6%	5,3%	-19,7%	-26,6%
Europa	9.881.356	21,7%	8,5%	28,0%	16,8%
Europa Emergente	766.497	1,7%	0,7%	6,2%	-2,9%
Latinoamérica	4.317.910	9,5%	3,7%	40,6%	28,4%
Medio Oriente-África	344.521	0,8%	0,3%	33,7%	25,0%
Norteamérica	15.700.867	34,4%	13,5%	-5,9%	-14,1%
Otras	1.755.532	3,9%	1,5%	-8,4%	-16,1%
Total Inv. Internacional	45.590.422	100,0%	39,2%	-1,3%	-9,9%
Subtotal Desarrolladas	31.795.898	69,7%	27,3%	-1,1%	-9,7%
Subtotal Emergentes	12.038.993	26,4%	10,3%	-0,8%	-9,5%
Subtotal Otras	1.755.532	3,9%	1,5%	-8,4%	-16,4%

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.

Finalmente, la distribución de la inversión en el extranjero según zona geográfica a septiembre 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 46,4% 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 cada Administradora para el mes señalado, no se distinguen diferencias significativas en la composición de la cartera de renta internacional según zona geográfica, siendo Norteamérica la región con la participación más alta, seguida posteriormente por Europa. Destaca la distribución de Modelo, la que comparativamente asigna una mayor proporción a Norteamérica en desmedro de Europa y Latinoamérica.

Gráfico N° 16: Distribución de la inversión en renta internacional, según zona geográfica, tipo de fondo y AFP (septiembre 2016)



Fuente: Superintendencia de Pensiones. Elaboración CIEDESS.