

Es Conveniente Ampliar Espacios para La Inversión de los Fondos de Pensiones

- ❖ **En la práctica, están copados los límites para inversiones en el extranjero.**
- ❖ **Los Fondos de Pensiones se duplicarán en los próximos diez años.**
- ❖ **El mercado accionario local presenta problemas de liquidez y profundidad.**
- ❖ **Es importante abrir nuevos espacios para que el ahorro de los Fondos de Pensiones continúe haciendo su aporte al crecimiento económico de Chile.**

Los Fondos de Pensiones acumulan hoy una cantidad muy significativa de recursos, la que aumentará sustancialmente en los próximos años. Esto es positivo para los afiliados y para el país en general, que necesita recursos para seguir creciendo. Pero, por otra parte, significa también que se deben adoptar las medidas necesarias para obtener la mayor rentabilidad posible para esos fondos, que son el respaldo de las futuras pensiones de los trabajadores.

En forma paulatina, las regulaciones sobre inversiones han ido cambiando, de modo de responder más adecuadamente a un conjunto de exigencias tales como: seguridad, rentabilidad, crecimiento del ahorro, tamaño de los mercados, liquidez, oferta de instrumentos, entre otras variables.

De una normativa que permitía solamente invertir en instrumentos de renta fija nacional, se ha pasado, en el curso de estos años, a una que no sólo ha ampliado márgenes locales, sino que ha permitido las inversiones en el exterior, tanto en instrumentos de renta fija como variable.

Hoy se hace necesario dar pasos adicionales en esta materia, con la perspectiva de obtener los más altos retornos posibles y superar dificultades que pueden afectar el desempeño del sistema.

Se requiere ampliar los márgenes para aumentar las inversiones en el exterior, y también es necesario abrir nuevos espacios para que estos recursos puedan ser invertidos en sectores con buenas perspectivas en el país. Es el caso de las concesiones de obras públicas, medianas y pequeñas empresas, sectores como la minería, y otras áreas donde el ahorro previsional puede hacer un aporte significativo.

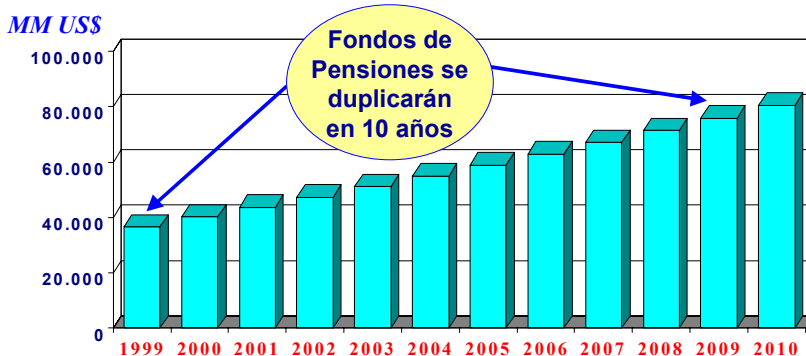
Proyección de los Fondos de Pensiones

Los Fondos de Pensiones acumulan hoy un ahorro de US\$ 38.000 millones. Al proyectar dicha suma a 10 años, sobre la base de supuestos conservadores, ésta se elevará a unos US\$ 76.000 millones en el año 2009, lo que equivale prácticamente al actual Producto Interno Bruto (PIB) de Chile.

Gráfico N° 1

Proyección de los Fondo de Pensiones

(1999-2010)



SUPUESTOS: Rentabilidad 6% real, crecimiento cotizantes 2% anual, crecimiento remuneraciones 2% real anual, Bonos de Reconocimiento estimado según promedio anual período 1998-1999, 50% se pensiona por Renta Vitalicia. Cifras expresadas en valor del dólar Observado al 31 de Marzo del año 2000.

Viene de la página 1

La estimación del crecimiento del ahorro previsional a 10 años considera un 6% real anual; un crecimiento de los salarios de 2% por año, un aumento del número de cotizantes de 2% anual e ingresos al fondo de Bonos de Reconocimiento anual calculados en función del promedio de los años 1998 y 1999.

Otro supuesto es que un 50% de los afiliados que se pensionarán en la próxima década lo harán bajo la modalidad de renta vitalicia, lo que significa que esos pensionados traspasarán sus fondos acumulados a una compañía de seguros de vida, luego, la otra mitad del ahorro permanecerá en los Fondos por pensiones asociadas a retiro programado.

Participación Actual de los Fondos en el Mercado Local

Los fondos previsionales, entendidos como la suma de los Fondos de Pensiones más los activos de las Compañías de Seguros de Vida, que administran las pensiones de Rentas Vitalicias, representaban a junio de 1999 un 40% de los pasivos financieros del mercado de capitales nacional (ver gráfico N° 2). Una visión más detallada revela que estos dos inversionistas institucionales tienen en su cartera el 79% del stock de títulos emitidos por el Estado, principalmente del Banco Central. Poseen un 92% de las Letras Hipotecarias y Bonos Bancarios; un 89% de los bonos de empresas; un 17% de los Depósitos a Plazo bancarios y un 11% de las acciones de sociedades anónimas.

En nuestro medio los instrumentos de renta fija de largo plazo representan un 27,6% de los pasivos financieros, y la participación de los fondos previsionales en estos instrumentos alcanza a más de un 90%.

Los Depósitos Bancarios, instrumentos de corto plazo, que representan un 27,1% de los pasivos financieros, están sobredimensionados en la cartera de los Fondos de Pensiones (ver Cuadro N° 1), lo cual se explica por la poca profundidad y liquidez del mercado accionario local y por una normativa que sesga la cartera de inversiones hacia el corto plazo. Circunstancialmente, las buenas condiciones del mercado de renta fija local durante los tres últimos años ha hecho más evidente esta situación.

Cuadro N° 1: Distribución de la Cartera de los Fondos de Pensiones y Cías. de Seguros de Vida en contraste con los Pasivos Financieros del Mercado de Capitales Nacional

30 / Junio / 1999	Pasivos Financieros	Fondos de Pensiones	Cías. de Seguros de Vida
Renta Fija C. P.	27,1%	13,9%	1,9%
Renta Fija L. P.	27,6%	58,2%	74,1%
Acciones	39,0%	12,7%	3,5%
Otros	6,3%	15,2%	20,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%
MM US\$	106.691	33.184	10.042

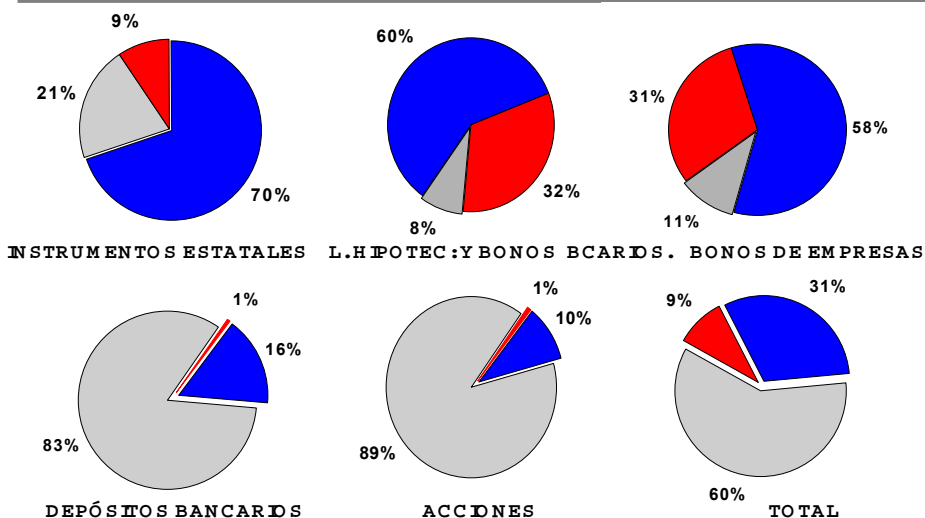
Es claro que los Fondos de Pensiones tienen una baja inversión relativa en instrumentos de renta variable, debido a problemas de poca liquidez y poca profundidad de nuestro mercado accionario, instrumentos que por definición generan los mayores beneficios en un largo eje del tiempo. Luego, debido a que los Fondos de Pensiones tienen el compromiso de pagar pensiones en un horizonte de largo plazo, lo ideal es que los portafolios posean una mayor proporción de renta variable. Un ejemplo del porcentaje de renta variable invertido en Fondos de Pensiones de países desarrollados se muestra en el cuadro N° 2.

Gráfico N° 2

Fondos Previsionales y Mercado de Capitales

(Junio de 1999)

■ :AFP ■ :CÍA. SEGUROS DE VIDA



Continúa en la página 3

Cuadro N° 2
Porcentaje de los Fondos de Pensiones
Invertido en Renta Variable

(Fuente: Fennell Betson Reports para países europeos, AMP Private Capital para Australia, US Department of Labor para EE.UU y Superintendencia de AFP para Chile)

Reino Unido (Dic. 1998)	75%
EE.UU. (Dic. 1996)	60%
Irlanda (Dic. 1998)	57%
Bélgica (Dic. 1998)	42%
Australia (Marzo 1999)	40%
Holanda (Dic. 1998)	34%
Suecia (Dic. 1998)	28%
Chile (Marzo 2000)	25%

La estrechez del mercado accionario local queda en evidencia en el Cuadro N° 3, al observar los montos anuales transados y compararlos con el volumen de operaciones que se realizan en el mercado de instrumentos de renta fija. Los datos de 1998 (para evitar tomar el año 1999 donde hubo OPAS importantes) revelan que para transar todo el stock de acciones del mercado se necesitarían más de 10 años. En cambio, la rotación de todos de los instrumentos de renta fija del mercado financiero sólo demoraría 3 meses.

Cuadro N° 3
Tamaño de los Mercados Financieros

	Transacc. Anuales 1998	Transacc. Anuales 1999	Tiempo que demoraría transar todo el stock de títulos 1998	Tiempo que demoraría transar todo el stock de títulos 1999
Acciones	MMUS\$ 3.935	MMUS\$ 6.548	10,8 años	6,3 años
Renta Fija e I.F.	MMUS\$ 254.314	MMUS\$ 175.039	3 meses	4 meses

Beneficios de la Diversificación

El crecimiento de los Fondos de Pensiones anticipa lo que será la demanda futura por los distintos

instrumentos y la tensión que ello generará sobre el mercado de capitales local. La experiencia muestra que año a año los Fondos van tomando cada vez más participación en la tenencia de instrumentos de renta fija, a falta de títulos de mayor ganancia potencial en el largo plazo.

Si bien habrá un crecimiento de la oferta de instrumentos financieros, todo indica que el ritmo será muy inferior a la expansión de los Fondos de Pensiones.

Un ejemplo de lo anterior son los bonos de empresas que han declinado fuertemente en el último tiempo. Hasta 1994 éstos mostraban una interesante tasa de crecimiento anual, la que se quebró, reduciéndose este mercado a un tercio en la actualidad, debido al acceso a los mercados internacionales de crédito de las grandes empresas de nuestro país.

La renta variable ha sufrido también un vuelco, en lo esencial porque se ha producido un traslado del mercado accionario hacia la bolsa de Nueva York, vía ADR's y, más recientemente, por el significativo proceso de concentración accionaria mediante OPAS por parte de accionistas mayoritarios o controladores de algunas de las principales empresas locales. Respecto de 1995, año en que se registra el mayor nivel de transacciones accionarias, el mercado se redujo a un 42% en 1998 y a un 70% en 1999.

Las cuotas de Fondos de Inversión, instrumentos llamados a convertirse en el gran vehículo para financiar empresas en crecimiento y proyectos de inversión, han visto estancado su crecimiento debido a una regulación muy estricta y a la nula liquidez de estos títulos.

Frente a una demanda creciente de títulos de inversión y una oferta de instrumentos que se amplía en forma limitada, el riesgo de afectar los precios de las acciones y la tasa de interés es alto, lo cual puede afectar seriamente la rentabilidad de las inversiones de los fondos previsionales.

Existe ya evidencia abundante sobre los beneficios de la diversificación internacional. Dos de los más conocidos estudios¹ señala que en Chile sólo un 30% del riesgo total es factible de eliminar a través de un proceso de diversificación de inversiones al interior de nuestras fronteras. Esto se compara con la reducción del riesgo de una cartera diversificada internacionalmente, la cual puede eliminar hasta un 70% del riesgo.

Viene de la página 3

Cuando existen ciclos recesivos y problemas financieros en el país, la inversión externa permite amortiguar los problemas del mercado local. En consecuencia, autorizar y ampliar la inversión en el extranjero permite a los administradores aprovechar buenas oportunidades, con múltiples opciones a escala mundial.

Además, dado el tamaño y la profundidad de algunas plazas financieras extranjeras, ampliar los límites de los Fondos de Pensiones para invertir en el exterior permite que los administradores puedan mover grandes cantidades de dinero sin provocar cambios significativos en los precios. Esto facilita la movilidad de los fondos y la configuración de diversos portafolios, los cuales incidirían positivamente en la rentabilidad.

Clara muestra de lo anterior, es el resultado logrado en 1999. La cartera externa de los Fondos de Pensiones rentó UF+32,3% en 12 meses, aportando, un 3,4% a la rentabilidad anual, que alcanzó a 16,3%.

Cuadro N° 4
Rentabilidad Fondo de Pensiones 1999
(En %)

Tipo de Instrumento	Rentabilidad Acumulada por Instrumento	Aporte a la Rentabilidad del Sistema
Acciones	33,54%	4,5%
Renta Fija	11,60%	6,7%
Intermediación Financiera	8,99%	1,4%
Cuotas de Fdos. de Inv.	11,15%	0,3%
Instrumentos Extranjeros	32,29%	3,4%
TOTAL		16,3%

Fuente: Superintendencia de AFP

Límites de inversión en el extranjero.

La Ley establece que los Fondos de Pensiones podrán invertir entre un 10% y un 20% en el exterior, entregando al Banco Central de Chile la facultad de fijar los límites máximos (ver Cuadro N° 5).

Cuadro N° 5
Límites de Inversión Instrumentos Extranjeros

LÍMITE INSTRUMENTOS EXTRANJEROS (en función del valor del fondo)	R A N G O D E L L I M I T E M A X I M O				L I M I T E F I J A D O P O R E L B A N C O C E N T R A L	
	M Í N I M O		M Á X I M O		C E N T R A L	
	Títulos de crédito, valores y efectos de comercio emitidos o garantizados por Estados, Bancos Centrales y Bancos Extranjeros; cuotas, acciones y bonos emitidos por empresas extranjeras, y cuotas emitidas por Fondos de Inversión Internacionales nacionales (CFIIN). Aportes comprometidos CFIIN y operaciones de cobertura de riesgo de éstos instrumentos.	10%	10% renta fija	20%	20% renta fija	16% Total
		5% renta variable		10% renta variable		10% renta variable

En la actualidad el Banco Central de Chile fijó en 16% del Fondo de Pensiones el límite general para inversiones en el exterior, sobre un máximo de 20% que autoriza la Ley, fijando el sublímite de renta variable en un tope de 10%.

Al 31 de marzo de este año se observa que el sublímite renta variable está prácticamente copado, con una inversión equivalente a un 9,6% de los Fondos, equivalente a US\$ 3.534 millones. Los instrumentos extranjeros de renta fija y otros presentan un porcentaje de inversión de un 3,02% del Fondo (US\$ 1.148 millones), con una holgura en torno al 3%, con lo cual se llegaría al 16% permitido.

Continúa en la página 5

Viene de la página 4

Como se observa, los límites están prácticamente copados, ya que lo que realmente interesa a los Fondos de Pensiones es contar con mayor holgura para invertir en instrumentos de renta variable. Por lo general, los instrumentos de renta fija emitidos en el extranjero no aportan una ganancia significativa en rentabilidad, porque, de hecho, los títulos autorizados proporcionan retornos menores a los que entrega la renta fija en Chile. Tampoco reducen el riesgo entre Chile y el extranjero, debido a que en nuestro caso se cumple "la paridad de tasa de interés" (las tasas de interés internas siguen muy de cerca en el largo plazo a los movimientos de las tasas LIBO y PRIME).

Las acciones y renta variable extranjera son instrumentos que entregan una mayor rentabilidad, pero también un mayor riesgo (variabilidad) que la renta fija. En la medida que la renta variable es mantenida por períodos prolongados, la utilidad que genera pasa a convertirse en un "colchón" que servirá para afrontar posibles disminuciones en los precios en el evento que ello coincida con el momento de liquidación de las inversiones.

De lo anterior se desprende que si la renta variable se mantiene por un período largo, la rentabilidad potencial será mayor y el riesgo estará acotado por la diversificación.

Respecto a los límites de inversión en el extranjero por emisor, la Ley establece tres tipos de límites:

Emisor	% del Fondo
Emisor Individual	0,5%
Estado o Banco Central Extranjero	2%
Cuotas de Fondos: Mutuos, de Inversión extranjeros y de Inversión Internacional.	1%

Si bien es correcto el principio de permitir un mayor margen de inversión en función del nivel de riesgo probable del emisor, esta estructura carece de sentido al no considerar la clasificación de riesgo internacional de

cada uno de los países y emisores. Un ejemplo de esta inconsistencia se aprecia en el límite fijado para instrumentos estatales estadounidenses, país con clasificación de riesgo internacional "AAA", que de acuerdo a la norma general los Fondos de Pensiones sólo pueden invertir un 2% del Fondo. En tanto, que en caso de Chile, lo permitido para títulos estatales locales representa un 50% del Fondo, en circunstancias que el país tiene una clasificación de riesgo internacional "-A".

Un solución al respecto sería aumentar sustancialmente los límites por emisor extranjeros (entre un 5% y un 7% del Fondo de Pensiones), ponderando dicho límite en función del riesgo país, en el caso de títulos emitidos por países o bancos centrales, o por la clasificación de riesgo internacional en el caso de otros instrumentos de deuda.

Evidencia respecto a la diversificación Internacional

Los Fondos de Pensiones de países desarrollados mantienen un alto porcentaje de sus fondos en el extranjero (ver Cuadro N° 6). A Marzo de 2000, las AFP chilenas han invertido sólo un 12,62% del Fondo de Pensiones en el exterior, lo cual es bajo si se considera lo pequeño de nuestro mercado de capitales y el crecimiento que experimentará el Fondo en los próximos años.

Cuadro N° 6

Porcentaje de los Fondos de Pensiones Invertido en el Extranjero

(Fuente: Fennell Betson Reports para países europeos, AMP Private Capital para Australia, InterserSec Research Corp para Japón y Superintendencia de AFP para Chile)

Reino Unido (Dic. 1998)	28%
Irlanda (Dic. 1998)	37%
Bélgica (Dic. 1998)	36%
Australia (Marzo 1999)	17%
Holanda (Dic. 1998)	29%
Japón (1996)	15%
Chile (Marzo 2000)	13%

Estructurar un buen portafolio de inversiones en títulos externos tiene varias ventajas para los Fondos de

Continúa en la página 6

Viene de la página 5

Pensiones y el país. Contribuye a contar con una mayor estabilidad en las paridades de monedas; se consigue una mayor integración con los mercados, beneficiando con ello a los sectores reales de la economía, puesto que los precios claves tienden a igualarse con el exterior y mejora la competitividad del país.

En Resumen

Lo expuesto demuestra la necesidad de configurar un esquema de inversiones distinto al actual, que considere los problemas que presenta nuestro mercado de capitales local; la probable tensión que generará un mayor caudal de ahorro previsional, y de la evidencia internacional sobre nuevos esquemas de construcción de portafolios óptimos. De ese modo se obtendrá mayor seguridad y más alta rentabilidad.

En materia de inversiones se ha planteado la necesidad de crear un Tercer Fondo para aquellos trabajadores jóvenes que se integran a la vida laboral con una mayor proporción de su cartera invertido en renta variable.

Se ha propuesto, además, eliminar el límite geográfico e incorporar en su reemplazo límites por monedas o, en su defecto, ampliar el límite máximo de inversión en el extranjero a alrededor de un 50% del valor del Fondo.

Asimismo se deberían ampliar los límites de inversión por tipo de instrumento, ya que no resulta razonable que los fondos de pensiones puedan invertir en bonos del gobierno de EE.UU., como máximo sólo un 4% de lo permitido en instrumentos estatales chilenos.

En el ámbito interno, se deberían dar pasos significativos para crear las condiciones para que los fondos previsionales apoyen proyectos de inversión en obras de infraestructura, como por ejemplo, concesiones de obras públicas.

También existe claridad que un porcentaje del potencial de crecimiento de la economía se encuentra en el desarrollo de los proyectos ligados a las medianas y pequeñas empresas. Para que parte de los Fondos de Pensiones puedan ser canalizados hacia esos sectores, se requiere crear las condiciones y los instrumentos adecuados, de modo que dicha inversión se efectúe en un marco de una adecuada seguridad y rentabilidad para los fondos de los trabajadores.*

1: "Why not diversify internationally?" de B.H. Solnik, y "International Portfolio Diversification; A Multivariate Analysis for a Groups of Latin American Countries" de D.R. Lessard.

Nota de la Redacción: La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios de la Asociación Gremial de AFP.

Dirección: Av. 11 de Septiembre 2155,
Torre B, Piso 14, Providencia
Santiago – Chile.

Fono : (56 – 2) 3811717

Fax : (56 – 2) 3811721

E-Mail : asoc-afp@afp-ag.cl

Internet : www.afp-ag.cl

IMPORTANTE

Si usted prefiere recibir el documento "Serie de Estudios" elaborado por nuestra institución mensualmente vía e-mail, envíenos su correo electrónico a la siguiente dirección:
estudios@afp-ag.cl