

### Fondos de Pensiones:

## Límites a Inversiones en el Exterior Perjudican La Rentabilidad y Distorsionan Mercado Local

- ❖ **Mientras el PIB ha aumentado en 20% en los últimos cuatro años, el stock de ahorro de los Fondos de Pensiones ha crecido 50%. En tanto, los límites para invertir en el exterior, elevados el año 2002, se encuentran copados.**
- ❖ **En 12 años la oferta de instrumentos de largo plazo creció en unos US\$ 8.000 millones, mientras que el Fondo de Pensiones se incrementó en US\$ 50.000 millones.**
- ❖ **Acciones de las economías emergentes han entregado ganancias 2,5 veces superiores a las de los países desarrollados.**
- ❖ **Asociación de AFP propone elevar el límite de la inversión extranjera desde 30% al 50% del Fondo, y a futuro eliminar el límite en forma paulatina.**
- ❖ **Aumento de la inversión en el exterior influirá en un mayor valor del dólar.**

Luego de 25 años de funcionamiento del Sistema de Pensiones de Ahorro y Capitalización Individual, es evidente que la calidad de las inversiones es un factor crucial en el resultado final de la pensión de cada persona. En consecuencia, uno de los grandes desafíos es continuar con las altas tasas de rentabilidad que han logrado los fondos de pensiones en este cuarto de siglo.

Invertir en el exterior, que a fines de los '80 y principios de los '90 era polémico e incierto, hoy es una necesidad ineludible. Estas inversiones fueron autorizadas en 1994, acumulándose a la fecha 12 años de una experiencia exitosa. Desde que se autorizaron estas inversiones el Fondo de Pensiones pasó de US\$ 26.000 millones a US\$ 80.000 millones en la actualidad.

### Tamaño del Mercado

En Chile el ahorro administrado por los inversionistas institucionales ha crecido fuertemente en los últimos años. Los Fondos de Pensiones, compañías de seguros de vida, fondos mutuos, fondos de inversión, han generado una creciente demanda por instrumentos de largo plazo, los cuales tienen un correlato más estrecho

con el pago de beneficios de estas instituciones.

En la actualidad hay una insuficiente oferta de instrumentos financieros apropiados en el mercado local para satisfacer esas necesidades de los inversionistas de largo plazo. Esta escasez ha obligado a desviar la inversión a depósitos a plazo bancarios, los cuales tienen hoy una participación muy superior a una cartera de inversión óptima para un inversionista de largo plazo.

En depósitos a plazo bancarios de corto plazo los Fondos de Pensiones tienen US\$ 16.000 millones, cifra que prácticamente duplica el capital y reservas de los bancos (US \$ 8.728 millones a junio de 2006).

Cuadro N° 1

**EVOLUCIÓN PASIVOS FINANCIEROS – Dic.'94 a Jun. 2006**  
(expresado en millones de dólares de junio de 2006)

PASIVOS FINANCIEROS	DIC. 1994		JUN. 2006		VARIACIÓN	
	MM US\$	%	MM US\$	%	MM US\$	%
Títulos Públicos	19.771	15%	14.264	6%	-5.507	-28%
Dep. a plazo bancarios	13.460	10%	47.616	20%	34.156	254%
Letras H. y Bonos Bancos	6.114	5%	8.993	4%	2.879	47%
Bonos de Emoresas	2.865	2%	13.457	6%	10.591	370%
Acciones (patrim. Bursatil)	79.105	60%	141.033	59%	61.928	78%
Pasivos Moneda Extranjera	1.894	1%	8.692	4%	6.798	359%
Otros	7.666	6%	5.350	2%	-2.316	-30%
<b>TOTAL</b>	<b>130.876</b>	<b>100%</b>	<b>239.404</b>	<b>100%</b>	<b>108.528</b>	<b>83%</b>

Las cifras muestran también que ha habido una fuerte disminución de los títulos de largo plazo emitidos por el Estado, lo que explica también el mayor volumen de compra de instrumentos de corto plazo. (ver cuadro N° 1)

Un mercado con una oferta de instrumentos financieros que crece a un ritmo insuficiente con relación a la demanda, genera distorsiones que pueden terminar perjudicando a los afiliados.

#### Diversificación: Una Necesidad

Hay quienes plantean que los Fondos de Pensiones debieran privilegiar la inversión en Chile para contribuir a generar actividad económica y empleo. Sin embargo, no se debe olvidar que el objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones es obtener la mayor rentabilidad de los ahorros de los afiliados con una adecuada seguridad.

El ahorro de los Fondos de Pensiones efectivamente ha sido una palanca muy importante para robustecer el crecimiento económico. Así lo comprueba el estudio de los economistas Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel, quienes calculan que el ahorro previsional es responsable de un tercio del mayor crecimiento de la economía chilena en el período 1981 - 2000.

Sin perjuicio de que los ahorros previsionales seguirán contribuyendo al desarrollo, se debe considerar, además, que Chile es una economía emergente y, por lo tanto, convive con todos los riesgos de una economía en camino de su consolidación. En la actualidad, US\$ 56.000 millones, el 70% del fondo, está invertido en el país. La economía chilena, por sólida que se aprecie, no es inmune a los vaivenes de la economía mundial y así ha quedado en evidencia con las crisis globales más recientes. No hay que olvidar que es una de las economías más abiertas y globalizadas del mundo.

#### Países y Monedas

El 30% del Fondo de Pensiones, unos US\$ 25.000 millones, se encuentran invertidos en el extranjero. El 53%, unos US\$ 13.500 millones, se encuentra en economías desarrolladas de Europa, Asia Pacífico Desarrollada y Norteamérica. (ver cuadro N° 2)

La distribución de las inversiones en el extranjero por moneda indica que el monto más importante se encuentra en dólares estadounidenses, seguidos por el Euro y el Yen. (ver cuadro N° 3)

#### Multifondos y Resultados

Los fondos de pensiones han recogido los frutos de haber

Cuadro N° 2

#### DIVERSIFICACIÓN POR ZONA GEOGRÁFICA SEPTIEMBRE DE 2006

ZONA GEOGRÁFICA	MM US\$	%
ASIA EMERGENTE	4.801	19,1%
EUROPA	4.746	18,9%
ASIA PACIFICO DESARROLLADA	4.501	17,9%
NORTEAMERICA	4.210	16,7%
LATINOAMERICA	3.269	13,0%
EUROPA EMERGENTE	2.644	10,5%
OTROS	560	2,2%
MEDIO ORIENTE-AFRICA	431	1,7%
<b>TOTAL</b>	<b>25.163</b>	<b>100%</b>

ZONA GEOGRÁFICA	MM US\$	%
TOTAL DESARROLLADA	13.458	53%
TOTAL EMERGENTE	11.145	44%
TOTAL GLOBAL	560	2%
<b>TOTAL</b>	<b>25.163</b>	<b>100%</b>

Cuadro N° 3

#### DIVERSIFICACIÓN POR MONEDA SEPTIEMBRE DE 2006

MONEDA	MM US\$	%
DOLAR USA	16.654	66,2%
EURO	6.086	24,2%
YEN JAPONES	1.897	7,5%
LIBRA ESTERLINA	417	1,7%
PESOS	47	0,2%
UNIDAD DE FOMENTO	25	0,1%
CORONA SUECA	18	0,1%
DOLAR AUSTRALIA	14	0,1%
FRANCO SUIZO	4	0,0%
<b>TOTAL MM US\$</b>	<b>25.163</b>	<b>100,0%</b>

Cuadro N° 4

#### RENTABILIDAD MERCADO ACCIONARIO MUNDIAL

(Retorno en dólares del 30 de Agosto de 2002  
al 31 de octubre de 2006)

ZONA GEOGRAFICA	RENTABILIDAD ACUMULADA
Asia Emergente	117,6%
Asia Pacífico Desarrollada	86,2%
Norteamérica Desarrollada	55,2%
Latinoamérica Emergente	295,1%
Europa Emergente	102,1%
<b>Todos los Países</b>	<b>75,5%</b>

#### Fuente:

Asociación de AFP, en base a índices de Morgan Stanley Capital International, Inc. (MSCI)

invertido en el exterior, evitando la concentración del riesgo sólo en una economía.

La necesidad de invertir en el exterior, que ya era evidente cuando había sólo un Fondo de Pensiones,

se hace imprescindible hoy que los afiliados pueden escoger entre 5 opciones. Los fondos con mayor inversión en renta variable son también los que tienen la mayor inversión en el extranjero, y han tenido las mayores ganancias desde septiembre de 2002 a la fecha.

En el cuadro N° 4, se observa el resultado de las acciones en los distintos mercados del mundo, desde el inicio de los multifondos en el año 2002. El índice mundial (MSCI World Index) muestra una ganancia de 75,5%, medido en dólares en el período referido. Esta cifra es muy positiva y refleja el favorable comportamiento de la economía mundial, luego de las bajas bursátiles producidas por el atentado de las Torres Gemelas (2001) y la invasión a Irak (2002).

En el gráfico N° 1, se puede observar que en el periodo septiembre 2002 – octubre 2006, las acciones de las economías emergentes han generado ganancias 2,5 veces superiores a las obtenidas por las acciones de países desarrollados. Una parte importante de las buenas rentabilidades que han mostrado los multifondos se explica por los buenos retornos de las acciones locales y de economías emergentes.

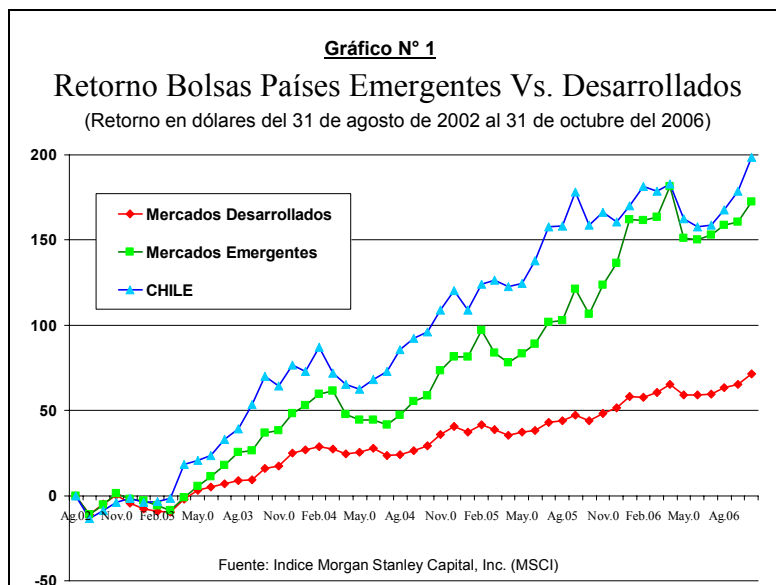
#### Flujos para invertir.

En la actualidad los fondos de pensiones no tienen holgura para invertir en el extranjero, incluso han superado levemente los márgenes, dentro del marco normativo que da plazos para eliminar dichos excesos.

El problema de la estrechez del mercado local se agudiza, porque mensualmente se genera un flujo adicional de nuevas recaudaciones que deben ser invertidas y que ascienden a unos US\$ 270 millones mensuales.

#### Dirección obligada

Al estar topado el límite exterior, los Fondos de Pensiones se encuentran obligados a invertir en el mercado local.



En la actualidad los Fondos de Pensiones tienen invertidos un 20% del total del Fondo en depósitos a plazos bancarios, a una tasa que este año, ha oscilado entre un 3% y un 4% real anual.

Desde la perspectiva del ahorro previsional y su principal objetivo de obtener los más altos retornos por la inversión, las restricciones se traducen en la práctica en una ineficiente distribución de los ahorros que en caso de ausencia de las comentadas restricciones tendrían otro destino más rentable.

#### Costos de las Restricciones

Una investigación efectuada por el Banco Central de Chile<sup>1</sup> cuantificó el costo de la existencia de límites de inversión para los Fondos de Pensiones en un período de 15 años (1988-2002).

El informe muestra que los Fondos de Pensiones podrían haber sido entre un 10% y un 30% mayores sin la existencia de límites de inversión. Es decir, si al comienzo del periodo estudiado se hubieran flexibilizado los límites de inversión, las pensiones se habrían incrementado en el mismo porcentaje indicado para los Fondos de Pensiones.

El informe muestra que los límites más restrictivos en el período analizado fueron los que acotan la inversión en el extranjero. El límite en renta fija extranjera fue restrictivo en un 64% del tiempo y el de renta variable internacional lo fue en un 90%. Las cuantificaciones muestran una menor rentabilidad entre 1% y 2% anual promedio por la existencia de límites de inversión en el período.

<sup>1</sup>: Central Bank of Chile, Working Papers N° 248 de Diciembre de 2003, "Quantifying The Costs of Investment Limits For Chilean Pension Funds", Solange M. Berstein y Rómulo A. Chumacero

## Conclusiones

Es necesario subir el monto de la inversión extranjera llevándola al 50%, o incluso eliminar el límite de inversión en el exterior en forma paulatina.

A este respecto, la "Comisión Marcel" ha propuesto ir ampliando gradualmente los márgenes de inversión externa y como contrapartida establece un límite de exposición por moneda extranjera, con el objeto de cubrir el riesgo de variación del tipo de cambio. Las AFP son partidarias de que parte de la inversión en moneda extranjera se encuentre cubierta de este riesgo, pero sin obligar a los Fondos de Pensiones a incrementar estas operaciones por ley, ya que la cobertura óptima debe ser decidida por los administradores profesionales. La propuesta es mantener la cobertura de riesgo cambiario tal cual está operando hoy en día.

En la actualidad, aproximadamente un 52% de la cartera invertida en moneda extranjera está cubierta con forwards (principalmente dólar/UF y dólar/peso). Hoy el Banco Central fija límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria que podrán mantener las AFP por cada Tipo de Fondo. Es así que para el Fondo Tipo A, el límite máximo que fije el Banco Central deberá estar entre 25% a 40% del Fondo y en el extremo para el Fondo Tipo E de 6% a 10% del Fondo.

Si bien las operaciones de cobertura son positivas, desde el punto de vista de un inversionista radicado en una economía emergente, como el caso de los Fondos de Pensiones chilenos, la inversión en dólares es una cobertura natural ante variaciones de las bolsas extranjeras. Entonces, si cae la bolsa de USA, en Chile el dólar se aprecia,

<sup>2</sup>: Ver Cobertura Cambiaria e Inversión Internacional de Portafolio, la otra cara de la medalla: Costos, beneficios, exposición óptima. Eduardo Wacker, Profesor Titular PUC, Seminario Internacional de Inversiones 2006, Asociación de AFP – FIAP.

## Cuadro N° 5

### DIVERSIFICACION - INSTRUMENTOS FINANCIEROS (Al 29 de Septiembre de 2006)

Instrumentos	MM US\$	%
Cuotas de particip.emitidas por <b>Fdos Mutuos</b> extranjeros.	<b>23.980,25</b>	<b>95,3%</b>
Títulos representativos de <b>Índices Accionarios</b> extranjeros.	<b>683,63</b>	<b>2,7%</b>
Renta Fija ( <b>Bonos extranjeros</b> )	<b>219,59</b>	<b>0,9%</b>
Cuotas de particip.emitidas por <b>Fdos de Inv</b> extranjeros (*).	<b>218,82</b>	<b>0,9%</b>
<b>Acciones</b> de empresas y entidades bancarias extranjeras.	<b>58,57</b>	<b>0,2%</b>
Cuotas de particip.emitidas por <b>Fdos de Inv.</b> extranjeros.	<b>3,95</b>	<b>0,0%</b>
Derivados ( <b>Forwards</b> )	<b>-9,54</b>	<b>-0,04%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>25.155,27</b>	<b>100,0%</b>
Otros	<b>8,55</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>25.163,82</b>	

(\*) Inversión indirecta en el extranjero efectuado por los FP a través de los Fondos de Inversión y Fondos Mutuos Nacionales

## Cuadro N°6

### DIVERSIFICACIÓN POR SECTOR SEPTIEMBRE DE 2006

SECTOR	MM US\$	%
<b>FDOS. MUTUOS Y DE INVERSIÓN EXTRANJEROS</b>	<b>23.984</b>	<b>95,3%</b>
<b>EMPRESAS EXTRANJERAS</b>	<b>743</b>	<b>3,0%</b>
<b>FDOS. DE INV. Y FDOS. MUTUOS NACIONALES <sup>(1)</sup></b>	<b>219</b>	<b>0,9%</b>
<b>ESTADOS EXTRANJEROS</b>	<b>143</b>	<b>0,6%</b>
<b>ENTIDADES BANCARIAS EXTRANJERAS</b>	<b>48</b>	<b>0,2%</b>
<b>ENTIDADES FINANCIERAS INTERNACIONALES</b>	<b>25</b>	<b>0,1%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>25.163</b>	<b>100%</b>

(<sup>1</sup>) Inversión indirecta en el extranjero a través de las cuotas de inversión y de fondos mutuos nacionales

compensándose en parte el retorno negativo por una ganancia al tener la inversión en dólares<sup>2</sup>. Dado lo anterior, obligar a través de la ley a efectuar cobertura de moneda al aumentar las inversiones en el extranjero, puede generar un aumento de la volatilidad de la inversión extranjera.

Adicionalmente, una mayor inversión de los Fondos en el exterior permitiría contribuir a una mayor valoración del dólar, lo cual favorece las actividades de los sectores transables de la economía, particularmente el sector exportador.

*La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.*

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

**Dirección:** Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile.

**Fono:** (56 – 2) 3811717 **Fax:** (56 – 2) 3811721

**E-mail:** [estudios@afp-ag.cl](mailto:estudios@afp-ag.cl) **Internet:** [www.afp-ag.cl](http://www.afp-ag.cl)