

Límite de Inversión en el Extranjero Perjudica las Pensiones

- ❖ **Estudio del Banco Central muestra que los límites de inversión generan costos sustanciales para afiliados en rentabilidad y nivel de pensiones.**
- ❖ **De coparse el límite en el exterior, los Fondos de Pensiones se verán obligados a destinar al mercado local gran parte de los US\$ 2.400 millones anuales que se recaudan por cotizaciones.**
- ❖ **La Asociación de AFP ha propuesto modificaciones al sistema de límites de inversión y elevar a 50% del fondo el límite externo.**

Introducción

La rentabilidad de los ahorros previsionales es el factor más importante para lograr buenas pensiones para los afiliados al Sistema de AFP. En estos 23 años la rentabilidad ha sido excelente, 10,3% promedio anual sobre UF, superior a la que otros administradores de ahorros de terceros pueden mostrar en Chile o en el extranjero, acumulando a la fecha fondos por más de US \$ 53 mil millones.

A lo largo de este tiempo las inversiones de los Fondos han estado sujetas a un conjunto de límites, superiores a los de cualquier otro inversionista institucional, debido a una serie de factores: industria naciente; ahorro obligatorio de los trabajadores; seguros estatales comprometidos, e inversiones insertas en una economía pequeña con un mercado de deuda y capital en desarrollo, con baja profundidad y liquidez, entre otros.

Por un conjunto de factores prudenciales, la autoridad decidió fijar límites a las inversiones, priorizando el factor "seguridad" por sobre las eventuales mayores rentabilidades que una más amplia libertad en las inversiones podría haber generado.

Paulatinamente, con la acumulación de experiencia de las AFP, la eficacia de la regulación y el desarrollo de los mercados de deuda y capital locales, se fueron ampliando y flexibilizando los límites de inversión, para

lograr un equilibrio más armonioso entre seguridad y rentabilidad.

No hay duda que hoy corresponde dar nuevos pasos en la flexibilización y estructuración de nuevos límites, para poder ofrecer a los afiliados y a las nuevas generaciones de cotizantes mejores posibilidades de rentabilidad, con lo cual se consiguen mayores pensiones y se disminuyen los compromisos estatales a futuro.

Los límites han sido una herramienta positiva para consolidar una industria nueva, pero es claro que, desde un punto de vista económico, mientras más restrictivos son, más afectan la rentabilidad. En consecuencia, hoy corresponde poner el énfasis en la rentabilidad, porque la seguridad está razonablemente cautelada, con la fiscalización, la experiencia, los menores costos de información, mercados más transparentes, desarrollados y regulados, y la existencia de una red de inversiones eficiente en Chile y en el exterior.

Estudio del Banco Central de Chile

Una investigación efectuada por el Banco Central de Chile¹ cuantificó el costo de la existencia de límites de inversión para los Fondos de Pensiones en un período de 15 años (1988-2002).

Evaluó cómo las AFP hubiesen escogido su portafolio en ausencia de límites, bajo un enfoque conservador,

intentando subestimar los costos de esta regulación.

El estudio mostró que los Fondos de Pensiones podrían haber sido entre un 10% y un 30% mayores sin la existencia de límites de inversión.

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 en el período por la existencia de límites de inversión.

Los resultados de este estudio son muy importantes, tanto para los afiliados como para las autoridades, si se tiene presente que un punto de rentabilidad adicional en todo el período de vida laboral de un afiliado significa un 25% de mayor pensión.

Objetivo de los límites de inversión

Los límites de inversión buscan disminuir el riesgo de los fondos de pensiones, incentivar la diversificación de los activos y evitar que algún fondo de pensiones tenga un peso muy importante en la propiedad o endeudamiento de una empresa.

Los títulos en que pueden invertir los Fondos de Pensiones están definidos por ley. Las posibilidades de inversión están acotadas por límites máximos por instrumentos y grupo de instrumentos. Además, se

establecen límites por emisor, requisitos de clasificación de riesgo y límites de inversión en emisores relacionados a la AFP.

Para el caso de los límites por emisor de acciones y cuotas de fondos de inversión se consideran factores como la concentración del accionista mayoritario en la propiedad, la liquidez en función del nivel de transacciones bursátiles de las acciones y la proporción invertida en instrumentos emitidos y garantizados por un mismo emisor en un fondo de inversión.

Ampliación de los límites

En los inicios (Ver cuadro N° 1), el legislador optó concientemente por privilegiar la seguridad de los ahorros, con amplias holguras para la inversión en títulos estatales, asignándole una importancia menor a la rentabilidad. Con la experiencia, los buenos resultados y el desarrollo del mercado de capitales local se han ido agregando paulatinamente nuevos instrumentos, reduciendo el margen de inversión en títulos estatales y permitiendo que un flujo más importante de recursos se destine hacia títulos del sector financiero privado, empresas e instrumentos extranjeros.

Hitos importantes en la ampliación de alternativas de inversión, considerando los límites fijados por el Banco Central, han sido las autorizaciones para invertir en: acciones locales en 1985; cuotas de fondos de inversión nacionales en 1990, renta fija extranjera en 1992 y renta variable extranjera en 1995. La reforma de los

Cuadro N° 1

Evolución de los Límites de Inversión Por Instrumento

(Como % del F.P.)

(Fuente: Departamento de Estudios, Asociación de AFP)

	1981	1985	1990	1995	2002	2004				
						F. Tipo 1	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D
Estatales	100	50	45	50	50	40	40	50	70	80
Inst. Financieras	50	40	50	50	50	40	40	50	70	80
Letras Hipotecarias	80	80	80	50	50	40	40	50	60	70
Bonos de Empresas	60	40	50	45	45	30	30	40	50	60
Acciones	-	30	30	37	40	60	50	30	15	-
Cuotas de Fondos Inversión	-	-	10	10	25	40	30	20	10	-
Cuotas de Fondos Mutuos	-	-	-	-	5	5	5	5	5	-
Efectos de Comercio (1año plazo)	-	-	10	10	10	10	10	10	20	30
Renta Fija Extranjera	-	-	-	9	16	Suma Fondos A,B,C,D y E				
Renta Variable Extranjera	-	-	-	4,5	10					
Cobertura de Riesgo	-	-	-	9	20	Inv. moneda extranj. sin cobertura cambiaria. (% c/ Fdo.)				
Prestamo o Mutuos de Activos	-	-	-	-	-	15	10	5	5	5
Otros aprobados por BCCH	-	-	-	-	1					
a.- Cuotas de FICE (Fdo. Cap. Extr.)						1	1	1	1	
b.- Efectos de Comercio (>1año)						5	5	5	5	5

Multifondos en el 2002, con la existencia de 5 Fondos de Pensiones por AFP, con distintos perfiles de riesgo-retorno, junto con la ampliación del límite de inversión en el extranjero al 30% fueron las últimas innovaciones, las que han tenido en estos dos años un excelente resultado en rentabilidad.

Se requiere aumentar límite en el extranjero

El mercado de capitales nacional está enfrentando altos niveles de liquidez. En la actualidad los Fondos de Pensiones, las Compañías de Seguros, los Fondos Mutuos, Bancos, Fondos de Inversión, FICEs y el sector privado no financiero administran activos que superan el P.I.B. de Chile (Ver cuadro N° 2).

Cuadro N° 2

Activos Financieros en el Mercado de Capitales

(Junio 2004)

INSTITUCIÓN	MM US\$	%
Fondos de Pensiones	48.992	46,4%
Cías. Seg. Vida	14.542	13,8%
Cías. Seg. Generales	409	0,4%
Fondos Mutuos	10.250	9,7%
Bancos ^e (Inv. Financieras)	9.000	8,5%
Fondos de Inversión	1.860	1,8%
FICEs	601	0,6%
Privados ^e	20.000	18,9%
TOTAL	105.654	100%

El aumento de los ahorros administrados por los inversionistas institucionales requiere de más instrumentos de inversión. Esta alta disponibilidad de ahorro se ha traducido en un crecimiento de los pasivos financieros locales, los cuales entre diciembre de 1997 y junio de 2004 se han incrementado sobre un 23% (Ver cuadro N° 3).

En el mismo período los Fondos de Pensiones han crecido un 92%, aumentando el ahorro en administración en más de US\$ 23 mil millones, donde el 56% de este aumento ha sido canalizado hacia inversión en el exterior, límite próximo a coparse.

Es interesante analizar la evolución de los pasivos financieros por tipo de instrumento donde los títulos públicos se reducen en 20,9%. En el mismo período los Fondos de Pensiones redujeron su participación en éstos títulos de 36,4% a 14% de los Fondos de Pensiones, canalizando fondos a depósitos a plazo bancarios (10,7% de los F.P. en 1997 a 20% de los fondos a septiembre de 2004), pese al bajo retorno que están entregando estos instrumentos en el último tiempo. En bonos se aprecia un aumento 4% a un 8% de los Fondos de Pensiones, ámbito donde se observa una alta competencia por obtener estos títulos con las Compañías de Seguros de Vida y Fondos Mutuos.

Entre diciembre de 1997 a junio de 2004, el patrimonio bursátil pasó de US\$ 56.165 millones a US\$ 82.547, pero influido principalmente por una importante revalorización en los precios el año 2003.

Cuadro N° 3

Crecimiento de los Pasivos Financieros ⁽¹⁾

(Cifras a Junio de 2004, 1 US\$ = 636,59)

	Dic.1997	%	Jun.2004	%	Crecimiento %
Títulos Públicos (2)	\$ 20.057	17,0%	\$ 15.858	10,9%	-20,9%
Dep. a Plazo Bancarios	\$ 18.437	15,7%	\$ 25.534	17,6%	38,5%
Letras Hipot. Y Bonos Bancos	\$ 8.882	7,5%	\$ 9.794	6,7%	10,3%
Bonos de Empresa	\$ 1.593	1,4%	\$ 8.939	6,2%	461,0%
Acciones (Patrim. Bursatil)	\$ 56.165	47,7%	\$ 82.547	56,9%	47,0%
Pasivos Moneda Extranjera	\$ 1.120	1,0%	\$ 5.283	3,6%	371,6%
Otros	\$ 11.540	9,8%	\$ 5.908	4,1%	-48,8%
Total Pasivos Financieros	\$ 117.795	100,0%	\$ 145.149	100,0%	23,2%

(1) : Fuente Banco Central

(2) : Principalmente Banco Central

Los Fondos de Pensiones, en el último tiempo, han incrementado su cartera de acciones locales sobre US\$ 1.000 millones netos de revalorización, donde el stock invertido es de US\$ 8.400 millones. Los ahorros

previsionales poseen el 10% del patrimonio bursátil en un mercado local pequeño, con baja liquidez, con un alto nivel de concentración de la propiedad de los principales accionistas y nuevas emisiones de

acciones altamente disputadas por distintos tipos de inversionistas.

A diciembre de 2003, los Fondos de Pensiones concentraban el 50% del stock de instrumentos de renta fija de largo plazo (ver gráfico N° 1), enfrentando una alta competencia de otros inversionistas institucionales que demandan los mismos instrumentos (ver cuadro N° 4).

Flujo de cotizaciones mensuales

Los Fondos de Pensiones recaudan al año US\$ 2.400 millones en cotizaciones, en torno a US\$ 2.100 millones en ahorro obligatorio (Ver Gráfico N° 2) y cerca de US\$ 300 millones en ahorros voluntarios (APV y Cuenta 2), a lo cual se suma un flujo constante de ingresos por vencimientos y pago de cupones de títulos de deuda.

De coparse el límite en el exterior, los Fondos de Pensiones se verán obligados a destinar al mercado local gran parte de los US\$ 2.400 millones anuales que se recaudan por cotizaciones, con la clara posibilidad de generar menores retornos a los ahorros de los afiliados al sistema de AFP.

Conclusiones

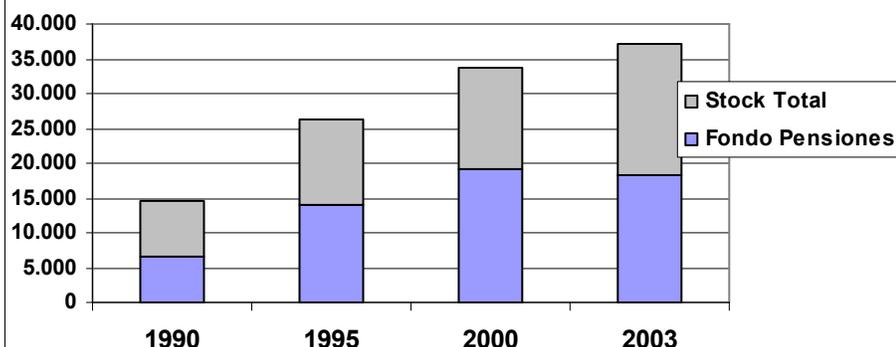
La rentabilidad que obtengan las AFP en el ahorro de sus afiliados es fundamental para lograr buenas pensiones. Los límites de inversión cumplen un rol importante y en el pasado fueron fundamentales para la consolidación del nuevo sistema de pensiones.

Hoy es importante avanzar hacia una mayor flexibilización de los límites de inversión, especialmente en el exterior,

Gráfico N° 1

Evolución Instrumentos de Renta Fija

(Millones de US\$ a diciembre 2003. Títulos de L.P. del Banco Central, Tesorería, LHF, bonos de empresas y bancarios)



Cuadro N° 4

Inversionistas Instrumentos de Renta Fija

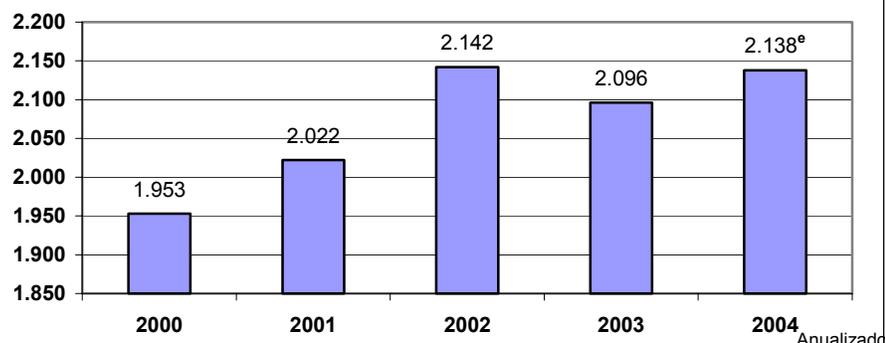
(Diciembre 2003. Títulos de L.P. del Banco Central, Tesorería, LHF, bonos de empresa y bancarios)

	Millones US\$	%
Fondos de Pensiones	18.356	49,5%
Cías. Seg. Vida	9.119	24,6%
Cías. Seg. Generales	120	0,3%
Bancos	7.270	19,6%
Fondos Mutuos	1.812	4,9%
Fondos de Inversión	193	0,5%
FICES	6	0,02%
Otros	185	0,5%
TOTAL	37.078	100%

Gráfico N° 2

Recaudación Anual Ahorro Obligatorio AFP

(Millones de US\$ de Agosto 2004, Neta de Comisiones)



ya que el constante crecimiento de los ahorros previsionales y el desarrollo de otros inversionistas institucionales que compiten por los mismos títulos, genera costos a los dueños del ahorro los cuales pierden oportunidades de tener una mejor pensión. Un estudio desarrollado por el Banco Central de Chile cuantifica los costos que se generan para los afiliados.

La Asociación de AFP ha propuesto a las autoridades la necesidad de efectuar una serie de reformas en esta materia, tales como: elevar el límite máximo en el extranjero a un 50% del Fondo;

eliminar inconsistencias en los límites por emisor de inversiones nacionales y extranjeras; ampliar los límites por emisor en renta variable extranjera para los Fondos Tipo A y B, dada la alta cantidad de emisores que se necesitan para copar los límites de renta variable autorizados; otorgar límites de inversión por emisor superiores a vehículos de inversión que tengan como activo subyacente índices accionarios (de 1% a 5% del Fondo); aumentar el límite máximo de inversión en cuotas de un fondo de inversión nacional de 35% a 50%; autorizar la inversión de fondos mutuos de renta fija para el Fondo Tipo E, entre otras propuestas. ' 1

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

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 ***Internet:*** www.afp-ag.cl