



NOTAS DE PENSIONES

NRO. 25 – MAYO 2018

Carteras de Inversión de los Fondos de Pensiones Latinoamericanos

RESUMEN EJECUTIVO

Las carteras de inversión de los Fondos de Pensiones (FP) latinoamericanos presentan diferencias significativas entre sí (ver Cuadro y Gráfico N°1). Colombia, Chile y Perú, los primeros 3 países que implementaron sistemas de capitalización, presentan inversiones más diversificadas por categorías de instrumentos (entre 40% y 60%) en Renta Fija (RF) y Renta Variable (RV), mientras que República Dominicana, Uruguay, El Salvador y Costa Rica, países que cuentan con una menor madurez en sus sistemas de capitalización individual, tienen más de un 85% de su cartera invertida en instrumentos de RF.

La inversión en Instrumentos Estatales fluctúa entre un mínimo del 19% de la cartera en Chile y un máximo de 80% en El Salvador.

La inversión en empresas locales, tanto en RF como RV fluctúa entre un 1,3% en Costa Rica y un 31,6% en México. En RF de empresas locales, México lidera con un 25,7% y en RV, Perú, Colombia y Chile lideran la región con participaciones que superan el 10% del total de sus carteras, mientras que, en El Salvador, Costa Rica y República Dominicana no hay inversión en acciones locales.

La inversión en el sector financiero local fluctúa entre un mínimo de 1,9% en México y un máximo de 21,3% en Chile.

La inversión en el extranjero, tanto en RF como en RV, es liderada por Perú con un 43,3% de la cartera, seguido de Chile (42,9%) y Colombia (35,7%). En el otro extremo se

ubica República Dominicana, sin inversión en el extranjero. Perú lidera en RV con un 40,9% y Chile en RF con un 13,6%.

A pesar de las grandes diferencias en las carteras de inversión de los FP, casi la totalidad de ellos presentan elevadas rentabilidades reales anualizadas históricas (desde sus respectivos inicios), liderando el ranking Chile (8,2%), Uruguay (7,9%), Colombia (7,8%) y Perú (7,7%). Los menores desempeños, aunque siempre positivos y de magnitud significativa, se presentan en los sistemas de capitalización de países que tienen una baja o nula inversión en instrumentos de renta variable.

Las grandes diferencias en las carteras de inversión de los FP en los países latinoamericanos se explicarían por las siguientes causas: antigüedad de los sistemas de pensiones de capitalización individual, regulación de las inversiones, desarrollo de los mercados de capitales locales y la existencia de Multifondos.

Respecto a la regulación de la inversión de los fondos de pensiones, la aplicación de límites máximos establecidos en la normativa, incide en la diversificación de las carteras de los FP, observándose los siguientes límites que parecen restrictivos:

- 15% en Depósitos y Bonos Bancarios en Costa Rica.
- Entre 5% y 10% según Multifondos, en Bonos de Empresas en Perú

- 0% para el Multifondo más conservador, en Bonos de Empresas en Uruguay
- 46% para la inversión extranjera en Perú. Cabe consignar que este límite se amplió en diciembre de 2017 desde un 42%.
- 20% para la inversión extranjera en México, considerando que recientemente se autorizó la inversión de los FP en Fondos de Inversión.
- 0% para la inversión extranjera en República Dominicana.

Un caso particular es el límite de inversión mínimo en instrumentos estatales en El Salvador. No parece razonable que los ahorros de los trabajadores deban obligatoriamente financiar al Gobierno, porque hay un riesgo de que sea a tasas de interés subsidiadas, como efectivamente ha ocurrido históricamente en este país.

Sin embargo, parece ser que la falta de desarrollo de los mercados de capitales locales ha sido la causa principal de la menor diversificación de los FP en algunos países más pequeños. Por ejemplo, en El Salvador, Costa Rica y República Dominicana los FP no poseen acciones de empresas locales, a pesar que están autorizados para ello.

Por último, al comparar las carteras de inversión de los FP en el tiempo, se observa que en general los países han avanzado hacia carteras más diversificadas, aumentando la inversión en el exterior, reduciendo la inversión en instrumentos estatales y aumentando la inversión en empresas locales.

INTRODUCCIÓN

Pensiones es un tema candente en la actualidad. El aumento de las expectativas de vida y la disminución de la tasa de natalidad o fecundidad, hacen que la población en todo el mundo esté envejeciendo. Estos cambios demográficos están afectando negativamente el financiamiento de los sistemas de salud y de

pensiones, y la situación en el futuro será aún más difícil.

En los países con sistemas de pensiones basados en el reparto, sus gobiernos han estado obligados a adoptar medidas impopulares, tales como reducir el monto de las pensiones, aumentar la edad de jubilación, aumentar las aportaciones y/o subir los requisitos para acceder a las pensiones, todo ello para enfrentar su desfinanciamiento y evitar su quiebra.

En términos demográficos, a los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual, solo los afecta el aumento de las expectativas de vida, pues el ahorro acumulado debe financiar un período más largo de recepción de pensión. Sin embargo, el monto de la pensión que una persona percibirá, depende de muchos otros factores, a saber: la edad de ingreso al mundo laboral, la cantidad de años aportados, los montos aportados (salarios y porcentaje de contribución), la rentabilidad de los FP, la edad de jubilación y la composición de su grupo familiar.

De todos esos factores, las AFP tienen una activa participación solo en uno, la rentabilidad de los FP.

En este estudio se efectúa un análisis comparativo de las carteras de inversión de los FP de Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, México, Perú, República Dominicana y Uruguay.

CARTERAS DE INVERSIÓN

En el **Cuadro N°1** se muestra la cartera de los fondos de pensiones al cierre del año 2017 de los países latinoamericanos con sistemas contributivos obligatorios de capitalización individual, ordenados (de izquierda a derecha) según el año en que iniciaron sus operaciones.

CUADRO N°1

CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL 31/12/2017								
	CHILE	PERU	COLOMBIA	URUGUAY	MEXICO	EL SALVADOR	COSTA RICA	REPUBLICA DOMINICANA
Inicio Operaciones	1981	1993	1994	1996	1997	1998	2000	2003
ESTATALES	19,0%	21,7%	34,4%	72,2%	46,4%	80,2%	69,2%	74,4%
EMPRESAS	16,8%	22,2%	14,2%	13,9%	31,6%	6,6%	1,3%	4,6%
RF	6,3%	6,5%	2,0%	8,9%	25,7%	6,6%	1,3%	4,6%
RV	10,4%	15,6%	12,2%	4,9%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%
SECTOR FINANCIERO	21,3%	13,1%	13,3%	5,4%	1,9%	6,8%	18,5%	19,6%
RF	20,0%	11,2%	6,8%	5,4%	1,9%	6,8%	15,4%	19,6%
RV	1,3%	1,9%	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%
EXTRANJERO	42,9%	43,3%	35,7%	7,2%	17,4%	4,5%	9,7%	0,0%
RF	13,6%	2,5%	6,6%	7,2%	1,1%	4,5%	0,1%	0,0%
RV	29,4%	40,9%	29,1%	0,0%	16,3%	0,0%	9,6%	0,0%

Fuente: FIAP en base a estadísticas oficiales de cada país.

La inversión en Instrumentos Estatales fluctúa entre un mínimo del 19% de la cartera en Chile y un máximo de 80,2% en El Salvador.

La inversión en empresas locales, tanto en renta fija (RF) como renta variable (RV), fluctúa entre un mínimo de 1,3% en Costa Rica y un máximo de 31,6% en México. Al analizar separadamente la inversión en RF de empresas locales, llama poderosamente la atención el liderazgo de México, con un 25,7%. Perú, Colombia y Chile lideran la región en RV con participaciones que superan el 10% del total de sus carteras. En El Salvador, Costa Rica y República Dominicana no invierten en acciones de empresas locales.

La inversión en el sector financiero local fluctúa entre un mínimo de 1,9% en México y 21,3% en Chile. En inversiones en RF del sector financiero local Chile lidera con un 20% de la cartera, seguido muy de cerca por República Dominicana (19,6%), mientras que en RV, es decir acciones de bancos, es Colombia la que lidera el ranking con un 6,5%.

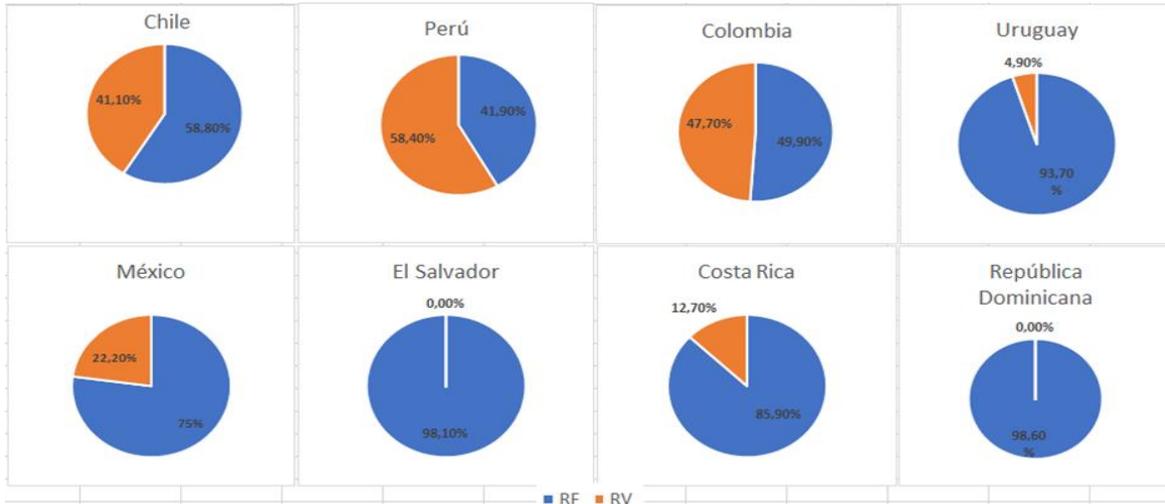
La inversión en el extranjero, tanto en RF como RV, es liderada por Perú con un 43,3% de la cartera, seguido de Chile (42,9%) y

Colombia (35,7%). En el otro extremo se ubica República Dominicana, sin inversión en el extranjero. Al separar RF y RV, Perú aparece con un fuerte liderazgo en RV extranjera con un 40,9% y Chile en RF extranjera con un 13,6%.

En el **Gráfico N°1** se muestra la proporción de la cartera de los fondos de pensiones invertida en instrumentos de RF y RV. La inversión en RV es liderada por Perú (58,4%), seguida de Colombia (47,7%) y Chile (41,1%). En RF, República Dominicana (98,6%), El Salvador (98,1%), Uruguay (93,7%) y Costa Rica (85,9%) lideran la región.

Otra forma de analizar la situación es que tres países, Chile, Perú y Colombia tienen inversiones más diversificadas por categorías de instrumentos -entre 40% y 60% en RF y RV-, mientras que República Dominicana, Uruguay, El Salvador y Costa Rica, tienen más de un 85% de su cartera invertida en instrumentos de RF.

GRÁFICO N°1
CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL 31/12/2017



Fuente: FIAP en base a estadísticas oficiales de cada país.

DIFERENCIAS EN LAS CARTERAS DE INVERSIONES

Del análisis de las carteras de inversión de los FP en los países latinoamericanos estudiados, se puede concluir que éstas presentan grandes diferencias, las cuales se deberían a las siguientes variables:

- **Antigüedad de los sistemas de pensiones.** La evidencia muestra que aquellos países que iniciaron su operación hace más años tienen carteras más diversificadas que aquellos que partieron más recientemente. Esto, a su vez, puede ser consecuencia de otros dos factores que se verán a continuación, esto es la flexibilización de las normas de inversión a medida que se adquiere experiencia y de un mayor desarrollo del mercado de capitales favorecido por el crecimiento de los fondos de pensiones.
- **Regulación de las Inversiones.** La regulación de la inversión de los fondos de pensiones de cada uno de los países, con la aplicación de los límites máximos por tipo de instrumento, emisor y grupos de instrumentos incide en la diversificación

de sus carteras. Como se indicó en el punto anterior, esta variable parece estar correlacionada con la antigüedad de los sistemas de pensiones, ya que habitualmente a los FP se les permite en sus inicios invertir solo en RF local, posteriormente en RV local, en el extranjero, en activos alternativos, etc.

Al comparar las carteras de inversión con los límites por tipo de instrumento de los distintos países, se observa que hay unos cuantos límites que parecen más restrictivos y que dificultan una mayor diversificación:

- 15% en Depósitos y Bonos Bancarios en Costa Rica.
- Entre 5% y 10% según Multifondos, en Bonos de Empresas en Perú.
- 0% para el multifondo más conservador, en Bonos de Empresas en Uruguay.
- 46% para la inversión extranjera en Perú. Cabe consignar que este límite se amplió en diciembre de 2017 desde un 42%.

- 20% para la inversión extranjera en México, cuando se aprobó recientemente la inversión en Fondos de Inversión Activos.
- 0% para la inversión extranjera en República Dominicana.

Cabe señalar que existen también restricciones a la inversión de los Fondos de Pensiones por emisor u otras disposiciones que contempla la extensa normativa de cada uno de los países, pero por su complejidad no es materia de este análisis.

Un caso particular es el límite de inversión mínimo en instrumentos estatales en El Salvador. Si bien la reforma realizada en 2017 redujo este límite de un 45% a 38% de los FP, simplemente éste límite mínimo no debería existir, ya que no parece razonable que los ahorros de los trabajadores deban obligatoriamente financiar a los Gobiernos de sus países, porque hay un riesgo no menor de que sea a tasas de interés subsidiadas. Precisamente esto es lo que ha ocurrido históricamente en El Salvador, como queda en evidencia con el significativo aumento de la tasa de interés que devengan dichos instrumentos, de 2,5% a 6%, contemplada en la reforma realizada en 2017.

Uno de los motivos para fomentar la inversión en bonos del Estado es para facilitar la transición de un sistema de pensiones de reparto a uno de

capitalización. Durante esa transición, parte de las cotizaciones de los trabajadores activos financian las pensiones del antiguo sistema de reparto público. El hecho que los fondos de pensiones adquieran bonos públicos puede suavizar a corto plazo la transición hacia un sistema de capitalización, pero, si se sigue con esta política en el mediano y largo plazo, se reducen los beneficios del cambio a la capitalización (por ejemplo, sobre los ahorros totales, el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados de capitales).

- **Desarrollo de los Mercados de Capitales locales.** Además de las restricciones que impone la regulación de las inversiones, otro factor importante que explica la falta de diversificación en algunos países es el bajo desarrollo de los mercados de capitales locales. Generalmente se trata de países más pequeños. Por ejemplo, llama la atención que los FP de El Salvador, Costa Rica y República Dominicana no posean acciones de empresas locales, a pesar de que están autorizados para ello.

El **Cuadro N°2** muestra los principales indicadores del mercado bursátil de RV. Al analizar los indicadores de Capitalización Bursátil (CB) y el Monto de las Operaciones de Acciones Domésticas, se puede concluir que el mercado accionario de Uruguay, El Salvador y Costa Rica era en 2016 muy reducido y en República Dominicana, inexistente.

CUADRO N° 2

MERCADO DE CAPITALES (en millones de dólares) a Dic./2016				
	Capitalización	N° Sociedades	Monto Operac.	N° Fondos
	Bursátil	Nac. Listadas	Acc. Domésticas	de Inversión
CHILE	209.076	214	24.864	483
PERU	79.662	217	2.574	8
COLOMBIA	102.851	68	13.257	
URUGUAY*	936	8	50	14
MEXICO	352.754	137	109.401	664
EL SALVADOR	10.111	74	1	
COSTA RICA	2.850	10	36	28
R. DOMINICANA*	0	0	0	8

Fuente: FIAB (Federación Iberoamericana de Bolsas)
 (*) obtenido directamente por FIAP en los países, 2016.

Al comparar los FP (Cuadro N° 4) con la Capitalización Bursátil vemos que fluctúa entre 47% (México) y 103% (Chile), con la excepción de 3 países: Costa Rica, Uruguay y República Dominicana (donde no hay mercado bursátil).

Adicionalmente, si analizamos la relación entre el monto de las operaciones en acciones domésticas respecto a los Fondos de Pensiones, se observa que, en los casos de Uruguay, El Salvador, Costa Rica y República Dominicana, ésta no llega al 1% de los FP, frente a cifras significativamente superiores de los restantes países, lo que da cuenta de la necesidad de potenciar sus mercados accionarios internos.

- **Multifondos.** La evidencia sugiere que aquellos países que los tienen presentan una mayor diversificación que aquellos que no los tienen y administran un fondo

único (o dos fondos). Ello tiene sentido, ya que se requiere una mayor amplitud de instrumentos para conformar distintos portafolios de inversión. Sin embargo, esta variable parece estar relacionada con las anteriores. Otro aspecto a destacar es que cuando existen Multifondos, son los trabajadores quienes eligen cómo invertir sus ahorros previsionales, asumiendo mayor o menor nivel de riesgo y, en ese sentido, parece altamente necesario que las AFP les entreguen antecedentes que les permitan tomar decisiones informadas.

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES

En el Cuadro N°3 se muestran las rentabilidades reales anualizadas y en moneda local de los fondos de cada uno de los países en dos períodos de tiempo: el año 2017 y desde el inicio o partida del sistema.

CUADRO N° 3

Rentabilidad real en moneda local								
	CHILE	PERU	COLOMBIA	URUGUAY	MEXICO	EL	COSTA	REPÚBLICA
						SALVADOR	RICA	DOMINICANA
Año 2017 (1)	7,8%	10,3%	9,9%	16,9%	2,3%	3,4%	4,1%	6,4%
Histórica (2)	8,2%	7,7%	7,8%	7,9%	4,7%	3,2%	4,9%	5,2%

(1) Promedio ponderado de cada uno de los multifondos, cuando corresponde.

(2) Desde los inicios de cada uno de los sistemas, del fondo inicial.

Fuente: FIAP en base a estadísticas oficiales de cada país.

Al comparar la rentabilidad del año 2017, llama poderosamente la atención que la mayor rentabilidad sea la de los FP del Uruguay, considerando que un 93,7% de su cartera está invertida en instrumentos de RF y un 72,2% en instrumentos estatales. Este alto retorno se explica fundamentalmente por la importante disminución de 300 puntos básicos que experimentó la curva soberana en Unidades Indexadas (UI)¹, pasando de 5,5% a 2,5% entre diciembre 2016 y diciembre 2017, lo que, aplicado a una cartera con una duración de 5,09 años, explica la mayor parte del señalado retorno del año.

Dejando de lado la situación puntual del Uruguay, los fondos más rentables fueron los de Perú (10,3%), Colombia (9,9%) y Chile (7,8%), países que tienen los mayores porcentajes invertidos en instrumentos de renta variable (58,4%, 47,7% y 41,1%, respectivamente). Hay que recordar que en el 2017 las bolsas mundiales tuvieron un buen desempeño.

Al analizar las rentabilidades reales anualizadas desde los inicios de cada uno de los Sistemas (nótese que estamos considerando distintos períodos, ya que en caso de Chile corresponde a 36 años y en el otro extremo, a 14 años en República Dominicana), los mayores retornos corresponden a Chile (8,2%), Uruguay (7,9%), Colombia (7,8%) y Perú (7,7%) y los menores desempeños, aunque siempre positivos y de magnitud significativa, a países que tienen una

baja o nula inversión en instrumentos de renta variable.

Especial atención merece la rentabilidad histórica de los cuatro países con mayor inversión en instrumentos estatales (más del 70% de la cartera): Uruguay (7,9%), República Dominicana (5,2%), Costa Rica (4,9%) y El Salvador (3,2%). Nótese que la rentabilidad del primero más que duplica a la del último. Ello se debe a la exigencia de inversión mínima en títulos estatales que existe en El Salvador y a la baja tasa que históricamente devengaron dichos instrumentos. La FIAP se ha opuesto persistentemente a la existencia de estos límites mínimos de inversión, que son particularmente peligrosos cuando se aplican a instrumentos estatales. Existe un evidente riesgo político de que se fijen condiciones fuera de mercado para las inversiones de los FP, especialmente cuando la situación de las cuentas fiscales es deficitaria. En este contexto ¿Cuál será la prioridad de las autoridades, minimizar el costo de sus deudas o maximizar la rentabilidad de los FP? Por otro lado, es destacable la situación del Uruguay, que, con una fuerte inversión en instrumentos estatales, tiene una rentabilidad histórica que se aproxima a la de países con mayor inversión en instrumentos de RV.

MAGNITUD DE LOS FONDOS DE PENSIONES

En los **Cuadros N° 4 y 5** se muestran la magnitud de los Fondos de Pensiones expresados en dólares americanos y su comparación con el PIB nacional.

¹ La Unidad Indexada (UI) es una unidad de valor que se va reajustando de acuerdo a la inflación medida por el Índice de Precios del Consumo. Esta unidad varía diariamente de modo

que al cierre de mes acumula una variación con respecto al valor de la UI del mes anterior.

CUADRO N° 4

FONDOS DE PENSIONES (en millones de dólares) a Dic./2017			
	OBLIGATORIOS	VOLUNTARIOS	TOTALES
CHILE	210.512	5.830	216.342
PERU	47.731	542	48.273
COLOMBIA*	68.276	3.522	71.798
URUGUAY	16.207		16.207
MEXICO	164.176	2.258	166.434
EL SALVADOR	10.166		10.166
COSTA RICA*	8.682	562	9.244
R. DOMINICANA	8.478		8.478
Fuente: Fiap	(* a Sept./2017		

CUADRO N° 5

	CHILE	PERU	COLOMBIA	URUGUAY	MEXICO	EL SALVADOR	COSTA RICA	R.DOMINICANA
FP/PIB	74,9%	22,4%	24,9%	30,9%	14,3%	37,0%	16,5%	11,0%

Fuente: FIAP en base a estadísticas oficiales de cada país.

Si tenemos presente que los países aparecen ordenados según la fecha de partida de sus sistemas de pensiones de capitalización individual, la relación FP/PIB del Cuadro N°5 debería ser decreciente hacia la derecha, ya que los países tienen cada vez menos años de acumulación de ahorros previsionales. Por ello, llama la atención la baja relación FP/PIB de Perú, Colombia y México, que se debe a la reducida cobertura de los sistemas de pensión en dichos países, causada por la fuerte informalidad del mercado laboral.

En términos absolutos, resalta la magnitud de los fondos acumulados por México en 20 años, la cual se debe principalmente a que el número de aportantes actualmente más que triplica al país que lo sigue, por lo que en unos años más debería lograr el liderato de fondos de pensiones de la región.

EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

El **Cuadro N° 6** muestra la cartera de los FP al cierre del año 2015, es decir dos años atrás. Al compararla con la cartera actual de los FP (Cuadro N° 1 2017) se observa que en general los países han avanzado hacia carteras más diversificadas. En efecto, la mayoría de los países aumentaron la inversión en el extranjero (salvo Chile y El Salvador), redujeron la inversión en instrumentos estatales (salvo El Salvador, República Dominicana y Uruguay) y aumentaron la inversión en empresas locales (salvo Costa Rica y Perú). En cuanto a las inversiones en el sector financiero, hay igual número de países que han aumentado y que han disminuido dicha inversión.

CUADRO N° 6

CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES al 31/12/2015

	CHILE	PERÚ	COLOMBIA	URUGUAY	MEXICO	EL SALVADOR	COSTA RICA	REPUBLICA DOMINICANA
ESTATAL	22,9%	17,8%	35,3%	59,4%	47,1%	79,4%	73,3%	69,8%
EMPRESAS	14,6%	22,7%	13,2%	13,3%	31,4%	6,9%	1,2%	2,5%
SECTOR FINANCIERO	17,9%	19,0%	15,3%	3,7%	2,0%	5,4%	14,7%	27,7%
ESXTRANJERO	44,2%	40,2%	32,7%	9,9%	16,4%	6,8%	6,4%	0,0%
ACT.DISPON. y OTROS	0,4%	0,3%	3,6%	13,7%	3,0%	1,4%	4,4%	0,0%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: FIAP en base a estadísticas oficiales de cada país.

La información de esta Nota puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional.

Consultas: FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile. Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: fiap@fiap.cl. Sitio Web: www.fiapinternacional.org