

**Documento de la serie:
"En Ruta hacia la Integración"**

**Los Fondos de Pensión en la
Alianza del Pacífico**

Guillermo Larraín Ríos

**Sector de Instituciones para
el Desarrollo**

**División de Mercados de
Capital e Instituciones
Financieras**

**DOCUMENTO PARA
DISCUSIÓN N°
IDB-DP-436**

**Documento de la serie:
"En Ruta hacia la Integración"**

**Los Fondos de Pensión en la Alianza del
Pacífico**

Guillermo Larraín Ríos

Marzo de 2016

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2016 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Resumen

Este documento tiene como objetivo analizar el rol de los Fondos de Pensión en el desarrollo económico, en particular, en la Alianza del Pacífico. De manera específica considera: i.- Función de los Fondos de Pensiones en tanto inversionistas institucionales; ii.- Diferencias en la legislación vigente sobre inversiones en el exterior y iii.- Posibilidad de un tratamiento tributario homogéneo (inversionistas locales vs extranjeros en las ganancias de capital).

Clasificaciones JEL: F15, G15, G21, G28

Palabras clave: Integración financiera, sistemas financieros

Este documento tiene como objetivo analizar el rol de los Fondos de Pensión en el desarrollo económico, en particular, en la Alianza del Pacífico. En particular, nos interesa considerar:

- a. Función de los Fondos de Pensiones en tanto inversionistas institucionales;
- b. Diferencias en la legislación vigente sobre inversiones en el exterior y
- c. Posibilidad de un tratamiento tributario homogéneo (inversionistas locales vs extranjeros en las ganancias de capital)

1. En los sistemas de seguridad social de los cuatro países de la Alianza del Pacífico (AdP) existe un componente de capitalización individual y en todos ellos dicho componente terminará por pagar la mayor cantidad de pensiones, al menos a los trabajadores formales.
2. La naturaleza de estas pensiones – a diferencia de lo que ocurre con los pilares complementarios de reparto, de beneficios universales financiados con impuestos o de ahorro voluntario – es que proceden de un esfuerzo de ahorro de los trabajadores y de inversiones que realizan las administradoras.
3. Dichas inversiones producen intereses, dividendos y, en general, múltiples tipos de retornos financieros. Evidentemente, las oportunidades en cada mercado condicionan el nivel de los retornos que pueden obtenerse de cada inversión así como el riesgo del portafolio de inversiones.
4. Los aspectos financieros de las pensiones son muy relevantes pero, desde la perspectiva de los beneficios, están en un segundo lugar en términos de impacto. Bernstein, Larrain y Pino (2005) resaltaron para el caso de Chile que el principal determinante del nivel de las pensiones se ubicaba en el mercado del trabajo más que en los aspectos financieros. Más recientemente Bosch, Melguizo y Pagès-Serra (2013), señalan algo parecido: los aspectos financieros que subyacen a la “construcción” de las pensiones en sistemas de capitalización son de segundo orden de importancia ya que el “epicentro de la baja cobertura” de los sistema de pensiones en América Latina está en el mercado del trabajo. Es decir, la preocupación por los aspectos financieros que interesan a esta nota no debe hacernos perder de vista la centralidad de lo laboral a la hora de analizar la situación de las pensiones en la AdP.

5. Fondos de Pensiones como inversionistas institucionales:

- a. Como lo muestra el Cuadro siguiente, la acumulación de ahorro previsional obligatorio representa un pozo muy significativo de recursos disponibles para la inversión. Por esta razón, es imposible no pensar la manera en la cual dichas inversiones pueden colaborar en el proceso de financiamiento del desarrollo.

Fondos administrados en relación al PIB
(en %)

Pais	06/30/05	06/30/06	06/30/07	06/30/08	06/30/09	06/30/10	06/30/11	06/30/12	06/30/13	06/30/14	06/30/15
Chile ¹	63,9	63,2	68,5	65,1	59,9	68,7	69,4	61,1	61,9	68,3	71,7
Colombia	11,7	12,9	13,4	15,0	14,1	16,7	17,6	17,4	18,6	19,6	20,7
México	5,8	6,3	7,2	7,0	8,5	10,1	10,6	11,4	12,1	13,6	14,1
Perú	12,3	14,2	20,5	17,5	15,3	17,7	18,6	17,6	17,5	19,2	20,8

- b. Por la naturaleza de los compromisos que se adquieren con el público, estos fondos deben ser invertidos con una lógica de largo plazo. El Cuadro siguiente muestra que estos fondos se pueden invertir en una multiplicidad de instrumentos, cada uno de los cuales corresponde a la satisfacción de una necesidad financiera de una empresa o institución. Por ejemplo, en los países de la AdP, los FP están compuestos entre un 6,7% y un 17,6% de acciones de sociedades anónimas locales y entre un 2% y un 13,4% en instrumentos de deuda de instituciones no financieras (deuda corporativa en su mayoría)

Composición de los fondos administrados. Junio 2015

Pais	Total (millones de US\$)	Inversiones Locales						Inversiones en el Exterior					Otros	
		Deuda Gubernamental (1)	Deuda de Instituciones Financieras	Deuda de Instituciones no Financieras	Acciones (2)	Administradores de Fondos (3)	Sociedades Tituladoras	Deuda Gubernamental (1)	Deuda de Instituciones Financieras	Deuda de Instituciones no Financieras	Acciones (2)	Administradores de Fondos (3)		Sociedades Tituladoras
(Porcentaje respecto del total del fondo)														
Chile	166.411	22,2%	15,3%	6,9%	8,0%	1,7%	0,0%	0,9%	0,0%	0,1%	9,6%	35,4%	0,0%	0,0%
Colombia	62.101	36,1%	7,6%	2,0%	17,6%	2,3%	0,7%	0,5%	2,7%	0,1%	0,4%	25,8%	0,0%	4,3%
México	157.821	51,1%	3,8%	13,4%	6,7%	0,0%	1,8%	0,0%	0,6%	0,4%	16,8%	0,0%	0,0%	5,3%
Perú	38.053	18,0%	13,8%	6,9%	9,9%	4,8%	5,6%	1,1%	1,5%	0,8%	0,8%	36,8%	0,0%	0,0%

- c. La masividad de estos fondos y el hecho que se trate de inversionistas sofisticados hace que una adecuada regulación promueva altos estándares de funcionamiento en el sector financiero y por esa vía la disponibilidad de estos ahorros sean una fuente de inversión y crecimiento de la productividad que redunde en desarrollo económico. En el caso de Chile, la referencia obligada es el trabajo de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) que analizó el efecto de los fondos de pensiones en el crecimiento chileno y estimó que casi la mitad del crecimiento de la productividad de los años 80 y 90 se asociaba al efecto de los fondos de pensión. Más recientemente Raddatz y Schmukler (2011) señalan que en Chile ese efecto ha ido disminuyendo debido en parte al gran tamaño de los fondos – que se puede apreciar en el cuadro previo – y las implicancias que esto tiene sobre la competencia en el sistema financiero y la liquidez de los mercados, en particular, el mercado de deuda corporativa. En efecto, dichos autores demuestran que los fondos de pensiones chilenos (AFPs) rotan sus activos con poca frecuencia. Como promedio, una AFP comercializa

sólo el 13% de sus activos y los cambios mensuales en las posiciones de activos corresponden a sólo el 4% del valor total inicial de los activos. Este resultado se compara con el ratio medio de transacciones del 88%, encontrados en Kacperczyk, Sialm, y Zheng (2008) para una muestra de 2.543 fondos mutuos de renta variable administrados activamente en Estados Unidos entre 1984 y 2003.

6. Inversiones en el exterior de los Fondos de Pensiones:

- a. El gran tamaño relativo que pueden alcanzar estos fondos y la rapidez con que ello ocurre contrasta con la dificultad que tiene el sistema económico para generar condiciones para invertir. En efecto, la acumulación de ahorro pensional representa solo uno de los elementos (digamos de “demanda”) que explican el desarrollo de los mercados financieros.
- b. Para que el mercado financiero se desarrolle es necesario que ocurran otras cosas entre las que podemos nombrar entre otras
 - i. Elementos de “demanda”. Por ejemplo, que en cada tramo de la curva de rendimiento haya liquidez suficiente para que los precios sean lo más representativos posible. Esto usualmente requiere la presencia de otros inversionistas institucionales como fondos mutuos (tradicionalmente activos en el tramo corto de la curva) y compañías de seguros de vida (activos en el tramo más largo de la curva). Cada uno de estos inversionistas institucionales requiere un marco regulatorio apropiado para su desarrollo.
 - ii. Algunos elementos de “oferta” son necesarios de destacar. Por ejemplo, la disponibilidad de las empresas locales para emitir acciones y/o bonos lo que requiere importantes transformaciones de sus gobiernos corporativos y transparencia operacional.
 - iii. En un sistema financiero, la oferta y la demanda interactúan a través distintos tipos de intermediarios y la forma como estos se organizan e interactúan es también relevante. Por ejemplo, es distinto si el mercado bursátil está organizado como una institución mutualista cerrada que si está organizado como una sociedad anónima desmutualizada de libre acceso. También es relevante lo que ocurra con otros participantes del mercado, en particular con los bancos que, en cierta forma, brindan servicios competitivos con los del mercado de capitales.
- c. Como las condiciones anteriores no aparecen espontáneamente sino que requieren una persistente dedicación reformadora, puede ocurrir que los fondos de pensiones tengan una limitada capacidad para diversificar sus portafolios, que dependan muy significativamente de instrumentos estatales o que se generen transferencias de riqueza por la vía de valorizaciones inadecuadas. Todo esto sugiere que es necesario que los Fondos de Pensiones puedan invertir una proporción

de los ahorros fuera de su país de origen. El cuadro siguiente muestra una aproximación a la exposición de los FP de la AdP al exterior por la vía de la exposición en moneda extranjera.

Inversiones de los fondos en moneda extranjera
(en % del fondo total)

País	30/06 /04	30/06 /05	30/06 /06	30/06 /07	30/06 /08	30/06 /09	06/30/10	06/30/11	06/30/12	06/30/13	06/30/14	06/30/15
Chile	29,8	28,8	31,3	32,7	36,4	31,8	45,0	35,9	43,2	38,3	42,7	46,0
Colombia	21,6	17,1	14,5	11,3	11,5	9,1	12,1	15,8	14,7	15,2	19,3	29,5
México	3,2	1,0	7,4	6,5	8,3	5,9	8,7	10,1	11,5	14,9	16,7	15,9
Perú	48,6	41,3	45,5	41,1	38,9	39,8	43,9	48,6	49,8	58,1	63,0	65,0

- d. Se aprecia que todos los países asumen algún grado de exposición al extranjero. Sin embargo, la evidencia desde Chile sugiere que el destino de tales inversiones es muy escasa o llega indirectamente a los otros países de la AdP.
- i. Respecto de la inversión directa entre países de la AdP, esta es escasa por la misma razón del punto anterior: si hay pocos vehículos de inversión en el mercado local para inversionistas locales, tampoco los hay necesariamente para inversionistas extranjeros. Una mirada al tipo de activos disponibles en las bolsas de MILA muestra sin embargo algo interesante: la composición no corresponde a los mismos sectores. Si en Chile hay mucho retail y sector financiero, en Colombia lo hay del sector industrial. Esto abre una oportunidad de diversificación no explotada totalmente, salvo por que hay...
 - ii. Inversiones indirectas, que pueden ocurrir porque el principal vehículo de inversión son fondos mutuos, ETF u otros vehículos de inversión colectiva donde la información sobre los activos subyacentes no es siempre clara y actualizada.
- e. En la medida que exista una disposición política de los países de la AdP de avanzar en su integración económica y financiera, cobra sentido pensar en considerar la inversión en países miembros de la AdP como “inversiones locales” removiendo la restricción administrativa que les impide a los FP invertir directo en los otros mercados.
- f. Este último punto es importante pero en el caso chileno debiera ser reforzado con una medida adicional. En Chile existe la regla de que se debe invertir solo en países con clasificación de riesgo igual o superior a la chilena. Como Chile tiene la mejor clasificación de la región, esta norma impediría que los FP chilenos puedan invertir en los países AdP. Por supuesto, el soporte político antes mencionado es un antecedente importante justificar una excepción de este tipo. Hay sin embargo una razón de mayor peso.

La clasificación de riesgo soberana pretende determinar la solidez crediticia del *Estado emisor*. Ello es evidentemente importante porque

un Estado con alta probabilidad de default probablemente imponga restricciones a los movimientos de capitales lo que puede afectar la capacidad de pago de los emisores locales (si es deuda) o la capacidad de vender a precios razonables y repatriar los fondos (si son acciones). Sin embargo, en condiciones normales, esta es una restricción no activa y lo que se impone es la capacidad crediticia del emisor local.

En la medida que la disposición política antes mencionada sea recíproca, se podrían tomar algunas medidas que mitiguen aún más estos riesgos.

7. Tratamiento tributario de los Fondos de Pensiones:

- a. Para avanzar en lo anterior, sin embargo, es necesario remover un obstáculo que usualmente domina las decisiones de asignación de portafolio entre los países de la AdP: las divergencias de tratamiento tributario entre los países.
- b. No se trata de promover un esquema de cero tributación (a intereses, dividendos o ganancias de capital) sino de converger a un tratamiento tributario coherente que no distorsione administrativamente las decisiones de inversión de los Fondos de Pensiones.

Bibliografía

- Bernstein, Larrain y Pino (2006), "Chilean Pension Reform: Coverage Facts and Policy Alternatives", *Economía (Journal of the Latin American Econometric Society)*
- Bosch, Melguizo y Pagès-Serra (2013), *Better Pensions, Better Jobs. Towards Universal Coverage in Latin America and the Caribbean*, IADB
- Corbo, V., y K. Schmidt-Hebbel. 2003. "Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile." En *FIAP: Pension Reforms: Results and Challenges*, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, Santiago, Chile.
- Kacperczyk, Sialm, y Zheng (2008), "Unobserved Actions of Mutual Funds." *Review of Financial Studies* 21 (6): 2379–2416.
- Raddatz, C. y S. Schmukler. 2008. "Pension Funds and Capital Market Development: How Much Bang for the Buck?" Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 4787, Banco Mundial, Washington, DC.