

PUNTOS DE REFERENCIA

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

Número 14
Diciembre 1987

NECESIDADES DE INVERSION PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

- Los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente, alcanzando el año 1986 una cifra del orden de los US\$ 2.378 millones, un 12,5% del PGB. Entre 1987 y el año 2.000 habrá que colocar, sólo en fondos previsionales, un volumen anual promedio de US\$ 430 millones.
- A futuro se espera una importante demanda por instrumentos financieros de parte de las AFP. La normativa actual e importantes restricciones de oferta se traducen en un espacio de posibilidades de inversión reducido, de forma tal que en 5 años se espera el momento de agotamiento de los límites a la inversión.
- La autoridad y el sector privado deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de papeles elegibles por al menos otros 30 años, momento en el que se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. De esta forma urge aumentar las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones. Para lograrlo se pueden "securitizar" los activos reales de la economía, aumentar el porcentaje accionario de cada empresa y de cada emisión de bonos que puede ser adquirido por una AFP, elevar el número de empresas admisibles como emisores de títulos e introducir nuevos instrumentos en el mercado de capitales.
- La expansión de las posibilidades de inversión tiene costos asociados a la menor liquidez, dificultad de valoración y control de los nuevos instrumentos financieros, pero de otra manera será difícil velar por tasas de retorno de los recursos de los afiliados que permitan pensiones satisfactorias.

1 Desde la creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente, alcanzando el año 1986 una cifra del orden de los US\$ 2.378 millones, un 12,5% del PGB.

2 Para el año 2.000 se proyectan cifras en torno al 43% del PGB. Si se agregan los fondos que se espera acumulen las Compañías de Seguros de Vida y las propias AFP para sus pensionados, los Fondos llegarán finalmente a superar al PGB.

3 Entre 1987 y el año 2.000 habrá que colocar sólo en fondos previsionales un volumen anual promedio del orden de US\$ 430 millones, es decir, 2,9% del PGB. Sumando la demanda anual por instrumentos financieros de las Compañías de Seguros (1,5% del PGB) y del resto de la economía (1,8% del PGB), se llega a magnitudes del orden del 6,1% del PGB.

4 De esta forma, el desafío del mercado de capitales consiste en generar activos financieros por montos cercanos al 5% del PGB anual, de modo que el ajuste no venga principalmente por alzas en los precios de los instrumentos financieros existentes, lesionando las futuras pensiones, sino por cantidad. Adicionalmente se tienen que reducir o eliminar las segmentaciones que puedan existir en el mercado de capitales evitando así que la demanda se concentre en un pequeño segmento del mercado generando un alza desmedida en los precios de unos pocos activos.

5 En este contexto, de importante demanda por instrumentos financieros de parte de las AFP, conviene examinar los límites que para emisores e instrumentos incorpora la normativa actual.

Esta normativa es la siguiente:

Límites de Inversión por Instrumentos		Límites de Inversión por Emisor	
Instrumentos Estatales	50%	Instituciones del Estado	50%
Letras Hipotecarias	80%	Instituciones Financieras	
Depósitos y Títulos Garantizados por Inst. Financ. Largo Plazo	40%	El Menor entre:	
Depósitos y Títulos Garantizados por Inst. Financ. Corto Plazo	30%	- 15% Fondo AFP	
Bonos de Empresas Públicas y Privadas	40%	- 3 x Patrimonio x Fondo AFP / Fondo Total	
Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	30%	- Límite de Riesgo	
		Bonos de Empresas	
		El Menor entre:	
		- 20% Emisión	
		- 5% Fondo AFP	
		- Límite de Riesgo	
		Acciones de Empresas	
		El menor entre:	
		- 5% Fondo AFP	
		- 5% Emisión	
		- Límite de concentración accionaria	
Cuotas Otros Fondos	20%	Fondos de Pensiones	5%

Excluidas las Acciones de Instituciones Financieras hasta julio 1988.

6 Dados los límites expuestos, cada peso adicional que entra al sistema genera un mayor espacio posible de inversión de dos pesos.¹ Los fondos adicionales que deben colocar las AFP cada año equivalen a \$ 104.000 millones.

7 Sin embargo, existen restricciones de oferta que hacen que el verdadero margen de inversión sea limitado. En efecto, los bonos han estabilizado su

1 Para un mayor detalle ver Pérez Francisco, "Necesidades de Inversión para los Fondos de Pensiones", Documento de Trabajo N° 92, CEP.

stock total y no aportan mayor oferta para las AFP de modo que si no se liberan los límites de emisores para la inversión de acciones y/o no se expande fuertemente la oferta de bonos considerados adecuados para las AFP, los fondos deberán desviarse hacia depósitos a plazo, letras hipotecarias e instrumentos estatales.

8 La cartera de las AFP, en millones de pesos, a diciembre de 1986, la oferta disponible de instrumentos en el mercado de capitales y la participación de las AFP en esos instrumentos se presentan a continuación:

	Cartera	% Cartera	Oferta Disponible	Participación AFP (%)
Depósitos Sist. Financiero	99.000	22,9	724.000	14,0
Instrumentos Estado	202.000	46,6	507.000	40,0
Letras Hipotecarias	111.000	25,6	251.000	44,0
Bonos	5.000	1,2	33.000	15,0
Acciones	16.000	3,7	852.000	2,0
Total	433.000	100,0	2.347.000	18,4

9 En este marco conviene señalar que si las AFP mantienen su participación en el stock de letras hipotecarias (44%) y este stock crece en un 3% al año (tasa de los últimos años) las AFP podrán colocar \$ 3.300 millones al año en letras. Los restantes \$ 100.700 millones deberán ir a depósitos bancarios e instrumentos del Estado. Estos últimos han crecido en el período 1984-1986 a una tasa de 15% anual. De mantenerse la participación que las AFP han tenido en dicho mercado (40%) podrán colocar otros \$ 30.000 millones anuales. El saldo, \$ 70.000 millones anuales, deberá ser absorbido por el sistema bancario, lo que equivale al 100% del aumento promedio de los depósitos totales en los años 1985 y 1986. Sin embargo, a este ritmo de adquisición de depósitos bancarios en dos años se habrán copado los límites para estos instrumentos.

10 De este modo, las AFP deberán salir a buscar mayor holgura, aumentando su participación en el mercado de oferta pública, cosa que efectivamente han hecho. En un contexto optimista, en el cual las AFP lograsen adquirir un 80% de la oferta de instrumentos estatales marginales y dados los límites fijados por la norma, el momento de agotamiento de los límites de los depósitos bancarios e instrumentos estatales sería en sólo 5 años. Debido al horizonte de planificación que tienen los fondos de pensiones y al tamaño que éstos alcanzan, cinco años resultan un tiempo demasiado corto.

11 La autoridad y el sector privado (Banca de Inversiones principalmente) deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de títulos elegibles para, al menos, otros 30 años, momento en el cual se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. Por ahora, la necesidad de colocar el grueso de los fondos adicionales en el Estado y la banca, hace excesivamente concentrada la composición del portfolio previsional. Es así como se requiere la expansión de otras formas de inversión para evitar tener que concentrar los fondos en sólo dos sectores.

12 Para aumentar las posibilidades de inversión se puede optar por:

- "Securitizar"² los activos reales de la economía, lo que significa emitir instrumentos financieros de oferta pública con el respaldo de activos reales o de instrumentos financieros individualmente no elegibles.

- Aumentar el porcentaje accionario de cada empresa y de cada emisión de bonos que puede ser adquirido por una AFP.

- Elevar el número de empresas admisibles como emisoras de títulos, fijando límites para adquisición de bonos y acciones de empresas de mayor riesgo, exigiendo a cambio una adecuada y completa diversificación dentro de cada categoría de inversiones relativamente más riesgosas.

2 Término traducido literalmente del Inglés que significa emitir instrumentos financieros de oferta pública con el respaldo de activos reales o de instrumentos financieros individualmente no elegibles.

- Aumentar los límites de inversión en depósitos bancarios de modo que si se opta por límites más severos, impidiendo que las AFP participen en el financiamiento directo de proyectos y empresas, los Fondos puedan llegar a las empresas a través de los bancos.

- Permitir inversiones de los Fondos en empresas cuyo accionista mayoritario posea más del 50% de la empresa. Ello no presentaría mayores dificultades, ya que la ley de Sociedades Anónimas debiera ser suficiente para garantizar los intereses de los accionistas minoritarios.

- Introducir nuevos instrumentos en el mercado de capitales. La responsabilidad en esta materia le cabe al sector privado, aunque la autoridad debe ir ajustando la normativa para que la generación de nuevos instrumentos se encuentre con una demanda en el mercado. Entre los nuevos instrumentos se pueden mencionar los siguientes: bonos emitidos contra garantías reales, bonos con warrants, acciones preferentes, etc.

13 Indudablemente, la expansión de las posibilidades de inversión tiene costos; instrumentos financieros más complejos y activos reales no ofrecen las mismas ventajas de liquidez, de fácil valoración y control que los bonos emitidos por el Estado o instrumentos bancarios. Ello hará más difícil velar por la "transparencia", lo que representa un mayor desafío para los organismos contralores. Sin embargo, si no se expanden las posibilidades de inversión no habrán instrumentos suficientes para invertir los recursos de los afiliados a tasas de retorno que permitan pensiones adecuadas.

Francisco Pérez Mackenna *

Esta publicación cuenta con la colaboración de la Fundación Hanns-Seidel de la República Federal de Alemania.

* Ingeniero Comercial, Universidad Católica; M.B.A. Graduate School of Business, Universidad de Chicago, profesor de la Escuela de Administración y Finanzas de la Universidad Católica; Gerente de Administración y Finanzas AFP Provida.