



NOTAS DE PENSIONES

NRO. 46 JUNIO 2020

Carteras de Inversión de los Fondos de Pensiones Latinoamericanos

RESUMEN EJECUTIVO

Las carteras de inversión de los Fondos de Pensiones (FP) latinoamericanos presentan en la actualidad diferencias significativas entre sí (ver Cuadro 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) respectivamente, mientras que República Dominicana, El Salvador, Costa Rica y Kazajistán, países que cuentan con una menor madurez en sus sistemas de capitalización individual, tienen más de un 80% de su cartera invertida en instrumentos de RF y una parte significativa de ella en instrumentos estatales.

La inversión en instrumentos estatales fluctúa entre un mínimo de 19,4% de la cartera en Chile y un máximo de 79,2% en El Salvador.

La inversión en empresas locales, tanto en RF como RV, fluctúa entre un mínimo de 1,4% en Costa Rica y un máximo de 31% en México.

La inversión en el sector financiero local fluctúa entre un mínimo de 2,2% en México y un máximo de 21,1% en Chile.

La inversión en el extranjero es liderada por Perú, con un 44,9% de la cartera, seguido de Chile (43,6%) y Colombia (35,3%). En el otro extremo se ubica República Dominicana y Kazajistán, sin inversión en el extranjero.

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 el inicio de sus respectivos Sistemas de Pensiones), liderando el ranking Chile (8,2%), Colombia (7,5%) Uruguay (7,4%), y Perú (7,0%). Como era de esperar, 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 RV.

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.

Si se analiza la diversificación de las carteras de inversión de los FP en un extenso período (ver Gráfico N°1), se observa:

- Una caída en el tiempo en la participación de las inversiones en instrumentos estatales (muy significativas en el inicio de los sistemas) hasta estabilizarse en valores entre 30-40% del total.
- Que la inversión en instrumentos corporativos (empresas locales), fluctúa entre 20-30% del total.
- Una caída en la inversión en instrumentos financieros, principalmente deuda bancaria, hasta estabilizarse en poco más del 10%.
- Un crecimiento significativo de la inversión extranjera, que en los últimos años se ha mantenido cercana al 30% de la cartera.

INTRODUCCIÓN

En mayo de 2018 se publicó la NP 25, en la cual se efectuaba un análisis comparativo de las carteras de inversión de los FP de Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, México, Perú, República Dominicana y Uruguay, con datos a diciembre de 2017.

Transcurridos dos años, parece conveniente actualizar dicho análisis, con las carteras de los fondos de pensiones a diciembre de 2019.

CARTERAS DE INVERSIÓN

En el **Cuadro N°1** se muestra la cartera de los FP al cierre del año 2019 de los países con sistemas contributivos obligatorios de capitalización individual que pertenecen a FIAP, ordenados (de izquierda a derecha) según el año en que iniciaron sus operaciones.

CUADRO N°1

CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL 31/12/2019									
	CHILE	PERÚ	COLOMBIA	URUGUAY	MÉXICO	EL	COSTA	REPÚBLICA	KAZAJISTÁN
						SALVADOR	RICA	DOMINICANA	
Inicio Operaciones	1981	1993	1994	1996	1997	1998	2000	2003	1998
ESTATALES	19,4%	23,1%	37,9%	51,7%	50,9%	79,2%	69,2%	77,5%	51,8%
EMPRESAS	14,6%	20,7%	11,2%	19,2%	31,0%	5,6%	1,4%	4,8%	34,4%
RF	7,3%	7,0%	1,8%	10,5%	25,3%	5,6%	1,4%	4,8%	31,9%
RV	7,4%	13,6%	9,4%	8,6%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%
SECTOR FINANCIERO	21,1%	10,8%	13,3%	5,4%	2,2%	7,5%	13,8%	11,4%	8,8%
RF	20,5%	7,5%	4,8%	5,4%	2,2%	7,5%	11,5%	11,4%	6,7%
RV	0,6%	3,3%	8,6%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%	2,1%
EXTRANJERO	43,6%	44,9%	35,3%	15,1%	14,3%	4,1%	14,0%	0,0%	0,0%
RF	13,8%	4,4%	7,6%	8,8%	1,3%	4,0%	0,6%	0,0%	0,0%
RV	29,8%	40,5%	27,7%	6,3%	12,9%	0,1%	13,4%	0,0%	0,0%
Act.Dispon.y otros	1,2%	0,6%	2,3%	8,7%	1,6%	3,6%	1,6%	6,3%	5,0%
TOTAL	100,0%	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 inversión en instrumentos estatales fluctúa entre un mínimo del 19,4% de la cartera en Chile y un máximo de 79,2% en El Salvador, situación casi idéntica a la de 2017. Destaca la fuerte reducción de la inversión en deuda pública en Uruguay (72,2% en 2017 a 51,7% en 2019), mientras que la mayoría de los países incrementaron levemente su inversión en instrumentos del Estado.

La inversión en empresas locales, tanto en renta fija (RF) como renta variable (RV), fluctúa entre un mínimo de 1,4% en Costa

Rica y un máximo de 31% en México. Al analizar separadamente la inversión en RF de empresas locales, se mantiene el liderazgo de México, con un 25,3%. Perú y Colombia lideran la región en RV con participaciones cercanas al 10% del total de sus carteras y Uruguay supera a Chile en el tercer lugar, posiblemente como consecuencia del llamado “estallido social” chileno que partió en octubre de 2019. 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 2,2% en México y un máximo de 21,1% en Chile. En inversiones en RF del sector financiero local Chile lidera con un 20,5% de la cartera, seguido por Costa Rica (11,5%) y República Dominicana (11,4%), mientras que en RV, es decir acciones de bancos, Colombia es el país que lidera el ranking con un 8,6%, seguido por Perú (3,3%).

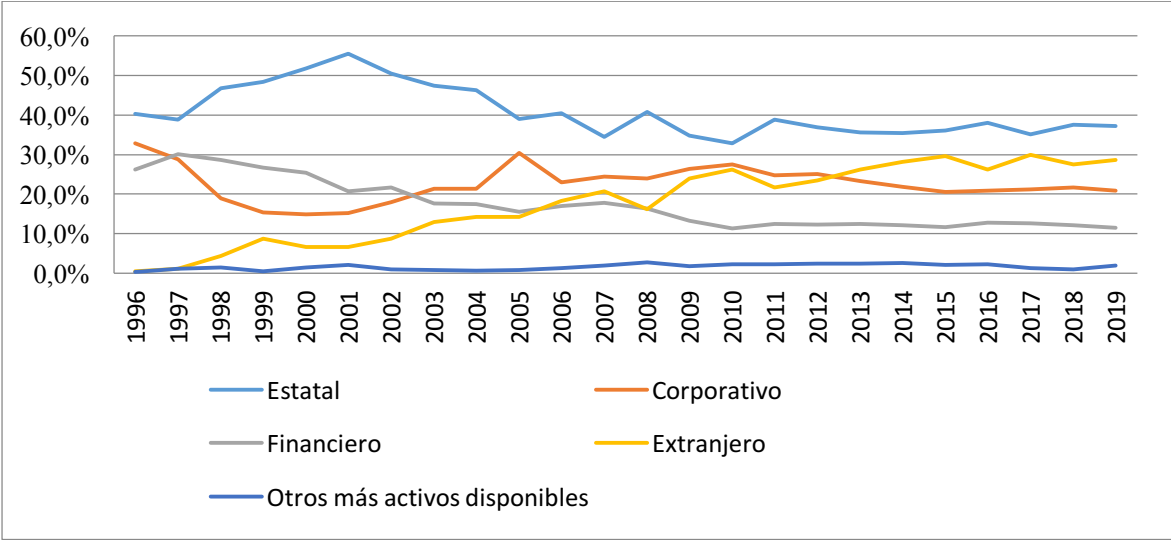
La inversión en el extranjero, tanto en RF como RV, es liderada por Perú con un 44,9% de la cartera, seguido de Chile (43,6%) y Colombia (35,3%). En el otro extremo se ubica República Dominicana y Kazajistán, sin inversión en el extranjero. Al separar por RF y RV, Perú aparece con un fuerte liderazgo en

RV extranjera con un 40,5%, seguido por Chile (29,8%) y Colombia (27,7%). En RF extranjera lidera Chile (13,8%) y Uruguay (8,8%).

Al analizar la cartera total de los FP, se observa que la inversión en RV es liderada por Perú (57,4%), seguida de Colombia (45,7%) y Chile (37,7%). En RF, El Salvador (96,3%), República Dominicana (93,7%), y Kazajistán (90,4%) lideran el ranking.

Para analizar la evolución de las carteras de los FP, se requiere una visión de largo plazo. El Gráfico 1 muestra la cartera total de los FP de los países considerados en los casi últimos 25 años.

GRAFICO N°1
CARTERA TOTAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR SECTOR – PAÍSES FIAP*



Fuente: Elaboración FIAP en base a información proporcionada por los Socios FIAP y los sitios web de las entidades reguladoras y/o supervisoras de los sistemas de pensiones en cada país. Los países considerados son: Bolivia, Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Kazajistán.

El Gráfico N° 1 muestra:

- Una caída en la participación de las inversiones en instrumentos estatales (muy significativas en el inicio de los sistemas) hasta estabilizarse en valores entre 30-40% del total.
- Que la inversión en instrumentos corporativos, esto es deuda y acciones de empresas locales, permanece estable entre 20-30% del total, en gran parte del período analizado.
- Una caída en la participación en los instrumentos financieros, principalmente deuda bancaria, hasta estabilizarse en poco más del 10% del total.
- Un significativo crecimiento de la inversión extranjera, que en los últimos años se mantenido muy cercana al 30%.
- Que los otros activos y disponible, se han mantenido cercanos al 1%, cifra que se espera que se incremente con el aumento en la inversión en activos alternativos.

DIFERENCIAS EN LAS CARTERAS DE INVERSIONES

Del análisis de las carteras de inversión de los FP en los países estudiados, se puede concluir que éstas presentan importantes 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 posteriormente. Esto, a su vez, puede ser consecuencia de dos factores: flexibilización de las normas de inversión y desarrollo del mercado de capitales.

- **Regulación de las inversiones.** La regulación de la inversión de los FP 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. Esta variable está correlacionada con la antigüedad de los sistemas de pensiones, ya que habitualmente 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:

- **Perú:** Entre 5% y 10% según Multifondos, en bonos de empresas peruanas y en instrumentos alternativos se aplican sub límites que van de 4% a 12% para el fondo moderado (Fondo tipo 2) y de 6% a 15% para el fondo agresivo (Fondo tipo 3).
- **Uruguay:** La imposibilidad de invertir en RV y en Activos Alternativos en el exterior.
- **República Dominicana:** 0% para la inversión extranjera.
- **Colombia:** 2,5% del FP en operaciones COP/USD bajo modalidad spot o derivados, realizados durante los últimos 5 días hábiles, que les impide ser más efectivos en cobertura y exposición cambiaria.
- **México:** En diciembre de 2019 México transitó a un esquema de Fondos Generacionales (Target Date Funds), lo que permite tener una mayor diversificación del riesgo. Sin embargo, continúa la restricción en el límite de

inversión en valores extranjeros, el cual permanece en 20% para todos los FP.

Cabe señalar que existen también restricciones a la inversión de los FP 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 produjo una reestructuración que redujo la participación en el portafolio de los FP de estos instrumentos estatales (de 45% a 38%), simplemente este 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. Asimismo dicha reforma dio un paso positivo en la apertura de nuevas opciones de inversión en el extranjero, pero el Banco Central de El Salvador estableció que las Administradoras no pueden operar directamente en los mercados internacionales, por lo que están obligadas a adquirir los instrumentos extranjeros a través de la Bolsa local.

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 FP 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 sus 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. Justamente en aquellos países que no tienen mercado de capitales locales desarrollados, junto con fomentar su desarrollo, es indispensable que se autorice efectivamente la inversión de los FP en el extranjero, para lograr una adecuada diversificación de sus carteras.

El **Cuadro N°2** muestra los principales indicadores del mercado bursátil de RV. Al analizar los indicadores de Capitalización Bursátil y el Monto de las Operaciones de Acciones Domésticas, se puede concluir que los mercados accionarios de Uruguay, Costa Rica y El Salvador continúan muy reducidos y que en República Dominicana es inexistente.

CUADRO N° 2

MERCADO DE CAPITALES (en millones de dólares) a Diciembre 2019				
	Capitalización	N° sociedades	Monto Operac.	N° de Fondos
	Bursátil	Nac. Listadas	Acc. domésticas	de Inversión
CHILE	208.253	203	43.172	1.257
PERU	100.651	196	2.041	8
COLOMBIA	132.572	66	13.890	-
URUGUAY*	234	7	4	11
MEXICO	413.883	139	82.872	576
EL SALVADOR	4.813	71	0	-
COSTA RICA	2.277	10	36	28
REPÚBLICA DOMINICANA	0	0	0	18

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) La información de Uruguay fue obtenida del Banco Central del Uruguay: www.bcu.gub.uy

Al comparar la Capitalización Bursátil con la magnitud de los fondos de pensiones (Cuadro N° 4), Perú y México lideran con un 190% (Capitalización Bursátil casi duplica la magnitud de los FP), lo sigue Colombia (143%), Chile (94%), El Salvador (41%), Costa Rica (19%) y Uruguay (2%). República Dominicana (0%) no tiene mercado bursátil.

Adicionalmente, si analizamos la relación entre el monto de las operaciones en acciones domésticas respecto a los FP, México lidera con un 38%, le siguen Chile (20%), Colombia (15%) y Perú (4%). En Uruguay, El Salvador, Costa Rica y República Dominicana, ésta no llega al 1% de los FP, lo que da cuenta de la necesidad de potenciar sus mercados accionarios internos, que son pequeños

(baja capitalización bursátil) y con empresas con una propiedad muy concentrada (bajos montos transados).

- **Multifondos.** La evidencia sugiere que aquellos países que tienen multifondos presentan una mayor diversificación que aquellos que 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.

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 2019 y desde el inicio o partida de cada sistema.

CUADRO N° 3
Rentabilidad Real en moneda local

Año	Colombia	Costa Rica	Chile	El Salvador	México	Perú	República Dominicana	Uruguay
2019	13,1%	12,4%	15,5%	4,2%	12,3%	10,8%	6,9%	5,0%
Histórica	7,5%	5,2%	8,2%	3,3%	5,4%	7,0%	5,4%	7,4%

Rentabilidad promedio ponderada de C/U de los multifondos, cuando corresponde. En Colombia se considera fondo moderado y en Uruguay sub fondo acumulación.

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

Al comparar la rentabilidad del año 2019, aparecen con mayores rentabilidades aquellos países que tienen una mayor inversión en instrumentos de RV y en el extranjero, dado el buen desempeño de las bolsas mundiales en el año pasado.

Al analizar las rentabilidades reales anualizadas desde los inicios de cada uno de los Sistemas (nótese que estamos considerando distintos períodos, ya que en el caso de Chile corresponde a 38 años y en el otro extremo, a 16 años en República Dominicana), los mayores retornos corresponden a Chile (8,2%), Colombia (7,5%) Uruguay (7,4%), y Perú (7,0%) y los menores desempeños, aunque siempre positivos y de magnitud significativa, a países que tienen una baja o nula inversión en instrumentos de RV.

Especial atención merece la rentabilidad histórica de los tres países con mayor inversión en instrumentos estatales (más del 70% de la cartera): República Dominicana

(5,4%), Costa Rica (5,2%) y El Salvador (3,3%). Nótese que la rentabilidad de los dos primeros aventaja al tercero por dos puntos porcentuales. Ello se debe a la exigencia histórica de inversión mínima en títulos estatales que existe en El Salvador y a la baja tasa que devengan 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. Por otro lado, es destacable la situación del Uruguay, que con una inversión histórica en instrumentos estatales de magnitud semejante a la de los tres países anteriores (hoy se ha reducido a un 52% de la cartera), 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 muestra la magnitud de los Fondos de Pensiones

expresados en dólares americanos y su comparación con el PIB nacional.

CUADRO N° 4

Fondos de Pensiones (en millones de dólares)

	OBLIGATORIOS	VOLUNTARIOS	TOTALES
CHILE	215.373	5.935	221.308
PERU	52.254	691	52.945
COLOMBIA	85.963	6.514	92.477
URUGUAY	15.111	N.D.	15.111
MEXICO	214.275	3.297	217.572
EL SALVADOR	11.775	N.D.	11.775
COSTA RICA	11.982	239	12.221
R. DOMINICANA	10.502	N.D.	10.502

Fuente: Elaboración FIAP en base a información proporcionada por los Socios FIAP y los sitios web de las entidades reguladoras y/o supervisoras de los sistemas de pensiones en cada país.

CUADRO N° 5

	CHILE	PERU	COLOMBIA	URUGUAY	MEXICO	EL SALVADOR	COSTA RICA	R.DOMINICANA
FP/PIB	81,2%	22,8%	26,5%	27,1%	16,7%	45,2%	18,8%	11,8%

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

Si tenemos presente que los países aparecen ordenados según la fecha de inicio 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, México y Uruguay, que son inferiores a la relación de El Salvador.

Ello se debe a la reducida cobertura de los sistemas de pensión en los casos de Perú, Colombia y México, causada por la fuerte informalidad del mercado laboral y en el caso del Uruguay, a que es un sistema complementario al de reparto que continúa vigente. Además, en el caso del Perú, los FP están afectados negativamente por los masivos retiros de fondos previsionales.

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

