

INCREMENTO DE LOS LÍMITES LEGALES DE INVERSIÓN DE LAS AFP EN EL EXTRANJERO*

FRITZ DU BOIS FREUND
Economista.
Gerente del Instituto Peruano de Economía.

ANDRÉS VON WEDEMAYER KNIGGE
Presidente de la Asociación de AFP.

PEDRO FRANCKE BALLVE
Economista.
Co-director de la Revista Actualidad Económica.

FRITZ DU BOIS:**

El tema de los límites de inversión en el exterior me parece que es particularmente actual. Estamos viendo todos el debate que está habiendo actualmente sobre el mismo.

En ese sentido, requiere un análisis un tanto particular, ya que posiblemente es el único ámbito donde tengamos dos reguladores manejando el tema, tanto la SBS como el Banco Central de Reserva, y, evidentemente, ello requiere importantes niveles de claridad en la regulación. También considero que es un tema particularmente relevante, dado que se están flexibilizando los límites de todos los instrumentos en los cuales invierten las AFP, a excepción de dos: límites de inversión en el exterior y en instrumentos del gobierno.

En todo caso, evidentemente el énfasis está en cómo lograr una mayor rentabilidad a menor riesgo, y si se justifica una mayor flexibilización o una menor flexibilización en estos límites de inversión.

Le voy a ceder primero la palabra a Pedro Francke y posteriormente a Andrés Von Wedemeyer, para que nos expongan su posición sobre estos temas.

PEDRO FRANCKE:

Muy buenas noches, muchas gracias a los organizadores por esta oportunidad. Voy a pasar brevemente a sustentar mi punto de vista que -como ustedes saben- es contrario a la ampliación de los límites de inversión de las AFP en el exterior.

Este tema se puede analizar desde dos puntos de vista. El primer punto a analizar, en mi opinión, es el aspecto individual: qué le conviene a la persona, a mí como afiliado. Entonces voy a hablar yo, Pedro Francke, que veo mi fondo, la cartillita que me manda AFP INTEGRAL cada cierto tiempo, y me preocupo por mi interés: "yo quiero mi dinero". Pero, cuando veo este tema lo primero que me pregunto es, ¿por qué me obligan a poner mi plata en una AFP? Yo ya estoy bien grandecito, digamos, emancipado, con responsabilidad legal desde hace unos 25 años, soy economista de profesión y creo que gano aceptablemente bien. Aparentemente, un riesgo severo de caer en pobreza, no lo tengo. Entonces, a mí me gustaría que me dejaran invertir mi dinero en lo que a mí me gusta. Seguramente me equivocaré, porque debo confesar que también he hecho

(*) El presente debate es parte del Seminario *El Rol de las AFP en el Mercado de Capital*, organizado por **ADVOCATUS** y llevado a cabo el 15 y 16 de noviembre de 2004 en Los Delfines Summit Hotel & Casino.

(**) Director del Debate.

malas inversiones. Una vez compré unos fondos mutuos cuando la Bolsa de Valores estaba en su pico y perdí un montón de plata, pero por ahí tengo unas acciones de EDEGEN que van bien, y las de BACKUS que no van tan bien. En fin, tengo mi cartera medio diversificada: la mía propia, yo la manejo, yo corro el riesgo, déjenme que yo veo cómo marejé mi dinero.

Si la AFP maneja muy bien mi dinero, a lo mejor aceptaré poner mi plata en la AFP; pero no me obliguen a poner mi dinero en una AFP. Si el argumento es el beneficio de la persona, dejen que yo maneje mis activos como mejor me convenga. A lo mejor prefiero arriesgarme en mi propia empresa, a lo mejor prefiero comprarme una casa, a lo mejor prefiero invertir en la educación de mis hijas, qué sé yo.

Debo confesar también que si me dieran a escoger, no escogería una AFP. Les voy hacer una pregunta: ¿cuántos de ustedes han hecho un aporte voluntario a su AFP?, ¿cuántos de ustedes, cuando han ganado un ingreso por cuarta categoría, han presentado su boleta por servicios no profesionales, por servicios personales, han hecho su declaración a la AFP y han dicho "yo gané esto con pequeñas consultorías, por favor, descuentenme mi porcentaje respectivo para que vaya a mi fondo?" Pocos o casi ninguno, lo cual refleja que en la realidad optamos por no poner nuestra plata en la AFP y, en realidad, cada vez que podemos no lo hacemos.

Creo, con cierta razón, que las comisiones son bastante elevadas. Es algo así como que fuese a la AFP a poner mis 100 soles y la AFP me dijese: "dame 28 soles de comisión para administrarte tus 100 soles". Si yo voy a un banco, sin duda no pondría mi plata ahí, ¿no?

Hice un cálculo aquí sobre la marcha y pensé, ¿que pasaría si la AFP, en vez de cobrarme 2.2% y algo de comisión, me cobrara 1% menos? Bueno, en mi vida laboral yo me ahorraría 15,000 dólares: un carro. Eso es lo que se lleva la AFP por cobrarse 1% más de comisión. Si se bajara la comisión a la mitad, yo podría en mi vida tener un carro más, sin considerar que este dinero va a tener una capitalización a lo largo del tiempo y, por cierto, si uno pensara en cómo maximizar los rendimientos del afiliado, yo tengo una alternativa mejor que todas esas, mejor que cualquier inversión en el exterior: acciones de AFP, porque la rentabilidad de las AFP en los últimos cinco años ha estado por encima del 60% anual.

De hecho, antes de los últimos cinco años el patrimonio de las AFP era de 300 millones de dólares y en estos cinco años han tenido ganancias de 1000 millones de soles, o sea que, en realidad, es un negocio súper rentable. Yo quisiera que invirtieran mi dinero en acciones de las AFP. De hecho no se puede, pero es una pena, porque es un muy buen negocio. Entonces, digamos que, desde el punto de vista individual, si en verdad están interesados en el afiliado, por favor déjennos manejar nuestro propio dinero, que en realidad correrá un riesgo, pero bueno, cada uno corre sus riesgos en la vida.

El segundo punto de análisis, creo yo, es el aspecto colectivo. Las AFP están mandadas por ley, porque están resguardando algún interés público. La literatura, los teóricos, dicen que tal vez un objetivo de esto sea reducir la pobreza, sobre todo aquella entre las personas de tercera edad. Pero esto es bien difícil de sustentar en el Perú, porque el 75% de las personas no tiene ninguna pensión y, como está el sistema actual, éste no se las da ahora, ni se las va a dar nunca. Además, el 25% cubierto está conformado por los menos pobres. Osea, si el asunto es resolver el problema de la pobreza en la vejez, por favor, no me obliguen a mí a poner la plata en las AFP. Busquemos otra solución para los que no tienen dinero.

Entonces, esto me hace pensar que, efectivamente, parte del tema, o quizás uno de los objetivos o ventajas que tienen las AFP, son las inversiones que realizan en el Perú y que funcionan tan bien que me siento contento al saber que mi plata está sirviendo para fabricar la Central Hidroeléctrica de Yuncón, para darle plata a las pequeñas empresas, y qué sé yo.

Lo que no me convence mucho es el argumento que sostiene que el problema está en que hay pocos instrumentos a futuro en los cuales invertir mi plata, porque a mí no se me ocurre pensar que en el país sobra capital. No sé, sospecho que todos los que han pensado en la economía del país piensan que al Perú le falta capital. Me parece que está visto que al Perú le falta capital a gritos! La cantidad de proyectos y recursos que hay por explotar y la cantidad de pobreza existente demuestran que capital falta a montones, por todas partes. No sé, recuerdo cuando paseaba hace un año y medio por el sur de Chile y veía un letrero grandote que decía "esta carretera fue hecha con la plata de las AFP" y yo decía "¿que bacán!" Eso también quiero para mi país, porque aquí también hacen falta carreteras. Sé que se están abriendo esas opciones, y me parece que van a haber bastantes. Uno puede pensar así en muchas otras inversiones necesarias en el Perú.

Tal vez sea cierto que como afiliado "ya estoy obligado a estar en un AFP -no me queda otro remedio-. Tal vez reduciría mi riesgo el que parte de los fondos se colocasen en el exterior. Pero si uno quiere minimizar el riesgo, la inversión óptima para reducirlo sería distribuir los fondos dentro de todos los activos que hay en el mundo. En este esquema, en realidad, lo que uno debería hacer es sacar toda la plata de las AFP, nuestra plata, al exterior. Sospecho que los activos del Perú deben representar alrededor del 0.1% de los activos mundiales. Entonces, una colocación óptima para reducir el riesgo y diversificarlo en todos los activos del mundo, debería poner más o menos, si no me equivoco, 99.9% de nuestros fondos en el exterior y sólo 0.1% de los mismos en el Perú. Y seguramente eso maximizaría la combinación riesgo - rentabilidad. Sólo que yo termino pensando que en realidad vivo en el Perú y entonces, cuando se hace una carretera, se hace la Central de Yuncán o qué sé yo, porque vivo aquí, me termino beneficiando con esa inversión.

Entonces, para ponerlo en términos económicos, hay una externalidad. Digamos que yo, de esa inversión, no solamente saco una rentabilidad financiera del fondo, saco un beneficio porque vivo en el país y quiero que haya menos pobreza, más carreteras, más inversiones y más energía, y me parece que esa es la lógica del sistema. Si me obligaran a poner mi dinero, una plata que va estar 99% en el exterior, terminaría absolutamente sin entender nada. Seguramente tendría mucha lógica si se pensase que soy un irresponsable; tienen que obligarme a ahorrar y me van obligar de una manera que sea la menos riesgosa para mí. Pero mis propias preferencias me indican que yo no quiero eso y por eso preferiría otra cosa.

Quiero terminar planteando también alguna alternativa sobre las opciones para la reducción del riesgo, además de reducir las comisiones, porque si las comisiones en vez del 2% fuesen 1%, eso equivaldría que mi aporte al fondo fuese, en vez de 8%, 9%, o sea, implicaría un aumento automático del 12% en el valor de mi fondo (lo que es una buena cantidad).

Quiero plantear otra alternativa ya planteada por el economista norteamericano Lawrence Kotlikoff, experto en estos temas, como sugerencia para reducir riesgos. Uno de los problemas que tenemos es que la pensión que obtenemos, va a depender, en buena parte, del momento en que nos jubilemos. Supongamos que cuando tenemos 65 años decidimos optar por una renta vitalicia y, justo ese año, la Bolsa de Valores cayó en 20%, entonces vamos a obtener una pensión significativamente menor. La idea de que nuestro fondo tiene un riesgo quiere decir que tiene altas y bajas. Para Kotlikoff, lo que debería hacerse es no contratar toda la pensión en un año, sino contratarla a lo largo de toda una década. Entonces, de los 60 a los 70 años se capta cada año una décima parte de nuestro fondo, y se va contratando la décima parte de nuestra pensión en cada año, de tal manera que si el primer año el fondo está muy bajo, eso se compensará con el hecho que los siguientes años el fondo subirá.

Entonces, dado que esto tiende a hacer olas, y lo que primero está abajo luego sube, el hecho de repartir la compra, digamos, de nuestro seguro de vejez, prorrogarlo a lo largo de

varios años, va a disminuir significativamente nuestro riesgo. En fin, creo que existen varias opciones mejores para reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad que el sacar los capitales que el país necesita. Muchas gracias.

ANDRÉS VON WEDEMEYER:

Tenía planificado un discurso un poco diferente, pero sería interesante comenzar comentando un poco las palabras de Pedro Francke.

En realidad, es evidente que no hay nadie que, como Pedro, no quiera sus fondos ahora y no invertir en cualquier sistema de pensiones, sobretudo cuando sus ingresos son suficientemente pequeños como para decir "mejor los necesito ahora".

Por eso el argumento es un poco contradictorio, porque los sistemas de pensiones en el mundo, sean éstos del tipo tradicional o fondos de pensiones privados, solamente existen porque alguien se tiene que preocupar por que en una sociedad no haya, pues, personas que no se interesen en ahorrar para el futuro y, por lo tanto, vivan muy bien durante los años en los que tienen ingresos, y cuando ya no los tienen, pretenden ser financiados por aquellos que sí se preocuparon por su futuro y que ahora tienen que trabajar para aquellos menesterosos que se gastaron su plata y no tienen como vivir.

Entonces, esto se vuelve un acto de justicia, que también está fijado en las Constituciones de los países modernos; o sea, la alternativa no es "me quedo con mi plata o la pongo en un fondo de pensiones", la alternativa es decidir en qué fondo de pensiones la pongo. Esto, para empezar, en lo que respecta al aspecto individual.

Las comisiones, que se decía, eran sumamente altas, deben ser consideradas en relación con todo el periodo de 35 años que uno tiene para ahorrar su fondo. Así se entiende que se consideren relativamente altas hoy día, cuando el fondo es nuevo y uno empieza a ahorrar, porque se cobra por la entrada al fondo, pero no quiere decir que eso sea eterno. Si se comparan con cualquier otro fondo -también de tipo comercial-, lo que se tiene que ver es cuánto se tiene que pagar a lo largo de todos los 35 años sobre los fondos que se están administrando. De esta manera se verá que estas comisiones están por debajo del 1.4%, lo cual es una cifra bastante razonable. Si bien es cierto al principio del sistema y al principio de los ahorros de cada uno se nota un pago relativamente alto, ello, considerado en el promedio, es razonable.

Ahora, en cuanto al aspecto colectivo, decía Pedro que el 75% no está en una AFP. Sí, eso es lamentable. La PEA del país es 10.5 millones y hasta ahora los afiliados al sistema privado de pensiones alcanzan tan solo 3.5 millones de personas, de los cuales 1.5, más o menos, cotiza regularmente. Es cierto que nosotros tenemos que abrir eso y dar la posibilidad a que la mayor parte de los que participamos en la PEA tengamos la oportunidad de estar acumulando fondos para el momento en que ya no los podamos acumular individualmente, y así podamos usarlos en nuestra vejez. Pero el hecho que el 75% no esté afiliado a una AFP, no implica que el 25% que sí lo está, esté mal asesorado. Muy por el contrario, estamos trabajando, y debemos trabajar más fuerte, para que sean cada vez más, y no cada vez menos, los que tengan un fondo de pensión.

Sobre el cálculo algo *sui generis* que se hace sobre la rentabilidad del capital que tiene cada una de las AFP, hay que entender una cosa: lo que Pedro dice es que la rentabilidad sobre el capital es alta, pero para eso hay que entender previamente una cosa compleja. Cuando las AFP empezaron a invertir para desarrollar el sistema, invirtieron una gran cantidad de dinero y, como muchos recuerdan, todos los años tenían fuertes pérdidas, debido a la inversión que se hacía para empezar a hacer conocido el sistema a toda la comunidad; esto obligó a las AFP, no a repartirlo en el tiempo en el cual ya el sistema ya iba caminando, sino a ponerlo como pérdida todos los años.

Por lo tanto, todos los años se tenían que hacer aumentos de capital en las AFP para compensar las pérdidas que se tenían. Entonces, una vez que estas empresas empezaron a tener flujos positivos, a los 7 u 8 años de hecho el sistema, para poder manejar sus flujos tuvieron que castigar el capital que había crecido; castigarlo por las pérdidas, por lo cual hoy día solamente queda un pequeño torso de capital, que es la diferencia entre lo puesto y el capital que ha quedado descontando las pérdidas.

En ese sentido, hacer una relación *return on equity* (ROE) no dice nada especial, porque no capta lo que se quiere decir. Lo que se necesita decir es cuánto se ha puesto en el sistema y cuánto se está ganando sobre lo que se ha puesto en el sistema. El ROE no dice nada de eso para el caso particular de las AFP y por lo tanto distorsiona completamente las cifras.

He realizado esta aclaración, puesto que después de once años el Sistema Privado de Pensiones todavía no llega a recuperar la inversión que hizo en los primeros años. Eso para evitar que se vea al sistema con la actitud del "perro del hortelano" y otra vez, a quien obtiene alguna utilidad, haya que quitársela por alguna razón. No, estas utilidades de hoy están compensando pérdidas de años anteriores que han sido copiosas, así que no es una relación que valga la pena discutir mucho.

Lo segundo es el riesgo. Una vez que nosotros sabemos que la sociedad necesita fondos de pensiones para asegurar que todos tengan cómo poder financiar su vejez (ojalá el 75% restante pronto lo tenga, también hay que trabajar en eso), debemos entender que un fondo de pensiones es una cosa que, en el término medio del Perú, significa pensar en 34 años adelante; y 34 años adelante para un fondo que implica no sólo rentabilidad, cosa que también dijo Pedro, sino que también es la medida de su eficiencia, implica rentabilidad sobre riesgo.

Hay inversiones de poca rentabilidad que deberían también tener un riesgo menor. Si yo tengo inversiones en alto riesgo, también tengo que esperar una rentabilidad mayor. Lo peor que nos puede pasar es tener rentabilidades bajas en inversiones de alto riesgo, y eso es lo que se tiene que evitar. Entonces, para ver lo que está pasando en el mercado peruano, y analizar el tema de la inversión en el exterior, si fuese tan bueno invertir en el Perú, como dicen todos los que quieren dejar los fondos en el Perú, me imagino que estaríamos inundados de dinero. Y la verdad es que no lo estamos.

Pedro también decía que acá falta dinero. En realidad, a la larga, probablemente falte dinero, pero en este momento, nosotros sabemos que lo que faltan son proyectos que tengan una seguridad, una rentabilidad adecuada sobre el riesgo para que los fondos sagrados, que son los fondos de pensiones de los peruanos, puedan ser invertidos en ellos. Eso no ocurre solamente en el Perú, sino en muchos países en vías de desarrollo. Lo que faltan son proyectos suficientemente sólidos para que esta "plata sagrada" pueda ser invertida en ellos.

Entonces, si queremos invertir en carreteras, como dice Pedro, se están haciendo todos los estudios para ver en qué se puede invertir y eso también significará un aumento de las concesiones de carreteras. Tenemos una sola carretera concesionada hasta ahora en el Perú, pero si se concesionan más, vamos a tener que asegurar que el flujo de esas carreteras también asegure que el dinero de los fondos de pensiones de todos los peruanos que ahorran allí, tenga un retorno rentable. Hemos tenido, sí, otro ejemplo de inversiones en carreteras, que es precisamente la Carretera Marginal, en el que se fue todo lo que ahora le falta al sistema nacional de pensiones, y otros proyectos más que se manejaron precisamente sin el criterio de riesgo - rentabilidad.

Ahora, en lo que se refiere al fondo de pensiones, lo que sucede en muchos mercados incipientes en los cuales existe un Sistema Privado de Pensiones -también ha pasado en Chile y pasa en otras partes-, es que no hay ninguna razón para pensar que el desarrollo del sistema del

mercado de capitales sea homogéneo, paralelo o armónico al crecimiento de los fondos de pensiones. La experiencia dice que los fondos de pensiones crecen más rápido, y hubieran crecido más rápido si más cantidad de la PEA estuviera en el sistema del fondo de pensiones privado. Entonces, al crecer estos fondos a raíz de 1,300 millones de dólares (18% al año), y dado que la capitalización del sistema del mercado de capitales no puede crecer a la misma velocidad, porque no desarrolla la misma capacidad, se crea un aumento de la oferta de dinero versus la oferta de papeles. Es decir, para evitar que los fondos sean invertidos afuera como una válvula de escape y para que haya una demanda adecuada contra la oferta, se crea artificialmente una oferta demasiado alta de dinero en el país, que hace que las tasas de interés en el mercado sean inferiores a las que merecen reeditar los fondos de pensiones.

Por lo tanto, hay una subvención que está haciendo cada uno de los peruanos que está invirtiendo en el fondo de pensiones a los emisores de estos mercados. ¿Quiénes son nuestros emisores? El gobierno, que con eso tiene dinero barato, y también selectos emisores privados del mercado de capitales peruano que pueden generar dinero relativamente barato subvencionado por los fondos de pensiones. Por lo tanto, es una enajenación de la propiedad de los que ahorramos en los fondos de pensiones, y esto no debería ocurrir. Es injusto y además no es precisamente lo más social.

Por lo tanto, cada vez que exista un desequilibrio de esta naturaleza -artificial, digo por la prohibición de una entidad, como en el caso del Banco Central de Reserva-, tendremos una subvención de todos nosotros a los emisores que existen. Es más, ya tenemos fama afuera de ser una plaza en la que se puede recoger dinero barato, es decir, dinero cuya rentabilidad sea para el que está poniendo el dinero, inferior a lo que recibiría en otra parte por el mismo riesgo; y, por lo tanto hay ya emisores internacionales que quieren venir al país a recoger dinero que igual acabaría afuera, lo que no sería ninguna barrera para que estos fondos terminen siendo invertidos en el exterior. También hay emisores peruanos que sabemos que han hecho emisiones en el país para comprar empresas en Estados Unidos, porque vieron que endeudarse en los Estados Unidos -que no tiene riesgo país- era más caro que endeudarse en la misma plaza peruana.

Además, hay una idea completamente falsa de que, con mantener estos fondos cautivos en el país, estamos desarrollando el mercado de capitales. Eso es una falacia. Eso no va ocurrir. Al contrario, si yo mantengo un equilibrio artificial o un desequilibrio, mejor dicho, entre la oferta y demanda en un mercado incipiente de capitales, lo único que voy hacer es destruirlo. En el caso del Perú, por ejemplo, las AFP ya tienen el 40% de la capitalización bursátil de toda la Bolsa peruana. Es decir, en vez de hacerle un favor al desarrollo de esa Bolsa, lo que estamos haciendo es crear problemas de liquidez y de profundidad, porque las inversiones que hacen las AFP son de permanencia, y por lo tanto quitan liquidez a estos mercados.

En consecuencia, el distorsionar los mercados les quita salud y así no se desarrollan mercados de capitales en ninguna parte del planeta. Lo único que vamos a originar a la hora que estos fondos no puedan buscar esa válvula de escape e invertirse en el exterior, va a hacer que tengamos una plaza barata que atraiga emisores internacionales; esto distorsiona el valor del dinero y hace que haya emisores que quizás no tengan las cualidades que deberían tener contra el riesgo que nosotros podemos percibir.

En suma, y para resumir y terminar, no hay ningún fondo a largo plazo que no requiera diversificación. Todos los papeles que nosotros tenemos a disposición en el mercado peruano, y que no son lo que necesitamos -porque tenemos grandes niveles de liquidez en el mercado, por el dinero que nosotros no podemos invertir en papeles por escasez de ellos- terminan en los bancos en cuentas corrientes a unas tasas realmente bajas y distorsionan hasta el mismo mercado financiero peruano.

Una inversión en fondos a largo plazo requiere de diversificación en un país en donde, como nosotros, por ejemplo, no tenemos papeles de inversión riesgo cero. Por lo tanto, no tenemos ni en plazos, ni en diversidad de emitentes, ni en monedas, ni en ninguna otra característica que sea importante para la diversificación de fondos, toda la gama de papeles que requieren los fondos para garantizar la única cosa sagrada del Sistema Privado de Pensiones: los fondos de los pensionistas. Es decir, el Sistema Privado de Pensiones no está hecho para estabilizar la moneda peruana, eso es una función del Banco Central de Reserva. La primera y única cosa sagrada es asegurar que los pensionistas tengan una pensión segura y que tengan un rédito adecuado de sus fondos, para que esa pensión pueda ser también adecuada en su monto en referencia a lo que están ahorrando en él.

Mientras 1% de comisión menor no llegaría al 7% de ahorro mayor al fin del periodo de los 34 años, solamente 1% de rentabilidad mayor, es decir, en vez de 8%, 9%, significa al final de esos treinta y tantos años un rédito de 27% más pensión. Por lo tanto, lo que es importante es que nuestros ahorristas tengan el rédito que les corresponde al riesgo y que esto no sea artificialmente menguado. Ahí me quiero quedar y muchas gracias.