

EL GOLPE AL MERCADO DE CAPITALS DE LA REFORMA DE PENSIONES

- La reforma de pensiones propuesta por el Gobierno contiene graves defectos que podrían generar perjuicios en el funcionamiento del mercado de capitales.
- La regulación propuesta para el ente inversor estatal (IPPA) podría ocasionar la convergencia hacia un monopolio estatal en esta área. El IPPA competirá con ventaja respecto a los privados, lesionando la competencia y reforzando su posición dominante.
- Además, se institucionalizan los retiros de ahorros previsionales, los cuales son contraproducentes con el objetivo de mejorar las pensiones y de paso debilita el mercado de capitales.
- Asimismo, se establecen modificaciones en la cartera de inversiones, eliminando de la ley la determinación de los porcentajes para adquirir cada tipo de instrumento, dejándolo en manos de la autoridad administrativa, dependiente del gobierno de turno.

El sistema previsional, como cualquier mecanismo de ahorro masivo, cumple un rol fundamental para el mercado de capitales, por lo que es relevante que su regulación no genere efectos negativos en él, sino, por el contrario, favorezca su solidez y profundidad, ya que el mercado de capitales es esencial para la inversión y para la eficiente asignación de recursos y, por ende, para el desarrollo económico.

Sin embargo, la reforma previsional del gobierno contiene graves defectos que podrían generar perjuicios en el buen funcionamiento de este mercado. El Estado pasará de tener un rol regulador a tener un rol predominante como inversor que será difícilmente desafiado por el sector privado, lo que podría llevar a un monopolio estatal en el rol de inversor. Además, el total de ahorro sería menor a lo que podrían lograr propuestas alternativas (que el 100% del ahorro vaya a cuentas individuales), debido a la institucionalización de los retiros (autopréstamos), al componente de reparto (no se ahorra la totalidad de las cotizaciones previsionales) y los desincentivos a cotizar que genera la propuesta del Ejecutivo.

Así, la reforma no solo tiene problemas de gobernanza¹ y genera dudas respecto a que sea capaz de aumentar el monto de las pensiones², sino que, además, tendrá como efecto secundario un debilitamiento del mercado de capitales.

1. CONVERGENCIA A UN MONOPOLIO ESTATAL DEL IPPA

El Estado, además de monopolizar las actividades de soporte y administración del sistema de pensiones en el APA (Administrador Previsional Autónomo), ingresaría al mercado de capitales a través del IPPA (Inversor de Pensiones Público y Autónomo). En ese mercado competiría con los IPP (Inversores de Pensiones Privados), pero será el IPPA el que tendrá un rol predominante: monopolizaría las inversiones del 6% de cotización adicional que propone la reforma (que, en régimen, significará cerca de un tercio del PIB). Además, tendría una ventaja en la administración de la cotización actual de las cuentas individuales de los trabajadores (10%), ya que será la opción por *default* para todos quienes actualmente tengan sus ahorros en una AFP y no expresen su voluntad de que estos sean administrados por un IPP y también será la opción por defecto para los nuevos ahorros de las cuentas individuales. Así, se podría converger en el mediano plazo a un monopolio estatal, con efectos negativos, por ejemplo, sobre la definición de precios de activos.

2. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS QUE TENDRÁ EL ESTADO

Considerando que es un mercado regulado, la función atingente por la naturaleza propia del Estado es ser regulador y no protagonista de él, como pasaría a ser en el diseño del gobierno. No obstante, en su doble rol, el Estado seguirá siendo el principal oferente de los instrumentos de renta fija que adquiriría el IPPA³ y el regulador de todo el sistema, a través de la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones (SP). Todos los organismos involucrados son independientes, pero sigue siendo el mismo Estado el que cumplirá estos tres roles esenciales.

El mercado de capitales tiene como uno de sus fines la eficiente asignación de recursos entre los distintos proyectos de inversión. Sin embargo, la concentración de poder en el Estado puede abrir la puerta para que presiones políticas determinen

¹ Ver Tema Público N° 1573-1, de 7 de diciembre de 2022.

² Ver Tema Público N° 1569-1, de 11 de noviembre de 2022.

³ Según datos de la Superintendencia de Pensiones, el principal instrumento de renta fija nacional en el que se invierten los fondos son los instrumentos de Tesorería. Véase en: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15176_recurso_1.pdf

el destino de los fondos por sobre decisiones de inversión que maximicen la rentabilidad de los ahorros previsionales. En ello influye la débil institucionalidad propuesta para el IPPA. Se abre, de esta forma, la puerta a un riesgo de caer en un capitalismo clientelista (más conocido por su término en inglés, *crony capitalism*), en el que el éxito en los negocios depende de la relación entre los empresarios y los funcionarios gubernamentales, en este caso del IPPA.

Esta fue una de las razones por las cuales fracasó el sistema de pensiones argentino, en que “la falta de autonomía en la administración de los fondos y la politización de las inversiones, junto con una fórmula de cálculo de su valor actualizado y la necesidad de incurrir en gastos judiciales para recuperarlo ha tenido como principal consecuencia un pobre desempeño de las inversiones y un vaciamiento de los ahorros previsionales existentes”⁴.

Finalmente, el Estado, a través del IPPA, tendrá injerencia directa en la administración de empresas privadas en las que invertirá, a través de los directores que nombre en su representación

3. REGLAS QUE LESIONAN LA COMPETENCIA ENTRE EL IPPA Y LOS IPP

Además de las reglas de asignación de afiliados por defecto, los IPP competirían en una posición desfavorable frente al organismo estatal, lo que refuerza el poder de mercado que tendría el IPPA sobre el mercado de capitales local.

Los IPP tendrán fuertes restricciones en las condiciones en las cuales podrán hacer publicidad, lo que dificultará la captación de clientes (artículo 210). En esas condiciones no es evidente que las AFP se reorganicen bajo el nuevo modelo de funcionamiento que propone el proyecto de ley, perdiéndose la experiencia acumulada de uno de los principales actores del mercado de capitales local.

Por otro lado, la regulación respecto al funcionamiento de los IPP es más estricta que la establecida para el IPPA. Así, por ejemplo, no se es tan riguroso con el IPPA como con las IPP respecto al déficit de custodia de títulos de los fondos. Si en el IPP el déficit es superior al 2%, más de dos veces en un periodo de 3 meses, sin que se hubiere restituido la diferencia de custodia al día siguiente de haber sido requerido para ello, se disolverá por el solo ministerio de la ley. Esto no aplica para el IPPA, sin perjuicio de las sanciones que pueda aplicar la SP, las que no se regulan en la ley.

⁴ Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Notas de Pensiones - N°57: ¿Dónde fueron a parar los Fondos de Pensiones Argentinos? Septiembre de 2021.

En el caso de la propuesta de La Moneda, dada la débil institucionalidad de las instituciones que se crean y la concentración de roles en el Estado, mencionadas en el punto anterior, se podría correr el riesgo que el IPPA acceda a mayor información respecto a materias regulatorias y financieras y tenga una ventaja respecto a sus competidores privados.

4. “AUTOPRÉSTAMOS” UN GOLPE PERMANENTE AL AHORRO

Otro aspecto negativo para el mercado de capitales es que la reforma institucionaliza los retiros de ahorros previsionales. El proyecto de ley establece que los afiliados que se encuentren a 5 años o más de pensionarse tendrían derecho a realizar retiros con cargo al saldo mantenido en sus cuentas de capitalización individual de cotizaciones obligatorias. Dichos retiros podrían realizarse hasta por un monto equivalente al 5% del total ahorrado en la cuenta a la fecha de la solicitud, con un monto máximo de UF 30 (poco más de \$1 millón). Estos deberán ser devueltos a partir del mes subsiguiente de su solicitud a través de cuotas que corresponderán al 2% de los ingresos imponibles de los afiliados.

Este mecanismo atenta contra el aumento del ahorro, que es uno de los fines de la reforma, siendo contraproducente con el objetivo de mejorar las pensiones, incluso si es que efectivamente se devuelven los recursos, debido a la pérdida de rentabilidad por no tener invertidos dichos fondos. Además, retiros masivos tienen un impacto importante en los equilibrios macroeconómicos del país tal como lo vivimos tras los retiros de 2020 y 2021⁵.

5. DUDAS RESPECTO AL MAYOR AHORRO QUE GENERARÍA LA PROPUESTA

Pese a que la reforma considera que el aumento de la cotización es gradual (en un plazo de 5 años), los beneficios se comenzarían a entregar a partir del sexto mes de la publicación de la ley. Ante este descalce de flujos, para financiar las prestaciones intergeneracionales, el Fondo Integrado de Pensiones (FIP), que se crearía, se endeudaría con el Estado con cargo a las cotizaciones futuras de los cotizantes.

De este modo, el mayor ahorro que significaría la cotización de un 6% adicional, que podría contribuir en profundizar el mercado de capitales, se relativiza, ya que, en la práctica, parte de esos recursos no irían a este mercado, sino que se destinarían exclusivamente a pagar la deuda que el FIP contrajo con el Estado. Pese a que el gobierno no ha entregado los datos correspondientes al informe de sostenibilidad del FIP, se estima que esa transición durará varios años. Por otro lado, si bien la

⁵ Ver Tema Público N° 1510 1, del 27 de agosto de 2021, Libertad y Desarrollo.

propuesta considera esos beneficios intergeneracionales como transitorios (de acuerdo al gobierno se extenderían aproximadamente hasta el año 2100), es discutible la factibilidad política de eliminarlos.

En ese sentido, lo propuesto por el Ejecutivo en cuanto a generar mayor ahorro para las pensiones y que estos recursos fortalezcan el mercado de capitales local, dista diametralmente de una reforma en que la cotización vaya a cuentas individuales, donde esos recursos se capitalizarían íntegramente.

A lo anterior se debe agregar los desincentivos a cotizar que genera la propuesta del gobierno, tanto para trabajadores de altos ingresos que decidan independizarse para evitar la cotización adicional (es voluntaria para ese tipo de trabajadores) o entre los trabajadores de menores ingresos que, ante el alza de costos de contratación, optarán por la informalidad que les generaría mayor liquidez.

6. INCERTIDUMBRE EN EL NIVEL DE RIESGO DE LA CARTERA DE INVERSIONES

Actualmente, la legislación regula en forma detallada el nivel de riesgo de la cartera de inversiones de las AFP: indica el tipo de instrumentos que se pueden adquirir y qué calificación mínima de riesgo deben cumplir, así como el porcentaje de la cartera que se puede adquirir en dichos instrumentos, lo que dependerá del tipo de fondo. Con la reforma, se podrán adquirir instrumentos de deuda con peor clasificación que lo que se exige actualmente, tal como se explica en los párrafos siguientes, y, además, se excluye de la ley la determinación de los porcentajes que se podrá adquirir de cada tipo de instrumento, dejándolo a la determinación administrativa, ya sea de la SP o del Banco Central. El hecho que dicha regulación se extraiga de la ley y se deje en manos de una autoridad técnica, pero dependiente del gobierno de turno, en el primer caso, o de un ente cuya autonomía puede estar nuevamente en juego con el nuevo proceso constitucional, en el segundo, debilita la seguridad de las inversiones.

En efecto, la norma actual exige que ciertos instrumentos de deuda, cuenten, por ejemplo, con al menos dos clasificaciones de riesgo iguales o superiores a BBB y nivel 3, mientras que en la reforma esto se omite. Lo mismo sucede con el límite máximo de las sumas de las inversiones en los diferentes instrumentos, que el DL 3.500 (que regula actualmente a las AFP) establece en términos porcentuales dependiendo del tipo de instrumento y de la letra del fondo, controlando la diversificación del riesgo. El Banco Central también cumple una función, fijando el límite máximo para la suma de las inversiones de los Fondos Tipo A, B, C, D y E de una misma administradora en extranjero dentro de un rango definido por la ley; y

definiendo los límites máximos para la inversión en el extranjero para cada tipo de fondo en un rango porcentual que depende, también, de cada tipo de fondo.

En cambio, la reforma establece que los límites máximos de inversión serán establecidos por el Banco Central dentro de los rangos que definan los respectivos Regímenes de Inversión, estos últimos, establecidos por la SP, mediante resolución, para las inversiones del ahorro en fondos generacionales (que reemplazarían a los multifondos), con informe previo del Consejo Técnico de Inversiones⁶. Respecto a los regímenes, además, se eliminan las concreciones que se establecen en el DL 3.500 para los límites que cada uno debe fijar en relación a los tipos de instrumentos y operaciones, según el nivel de riesgo. Ahora bien, como contrapartida se establece que el Régimen de Inversión establecerá carteras de referencia y márgenes de desviación máximos respecto de estas para cada uno de los fondos generacionales.

CONCLUSIONES

Las modificaciones que propone la reforma de pensiones implicarán profundos cambios al mercado de capitales local, que alterarán su equilibrio y podrían llegar a impactar la solidez que ha logrado alcanzar con los años.

Poner en riesgo un elemento central del modelo de desarrollo económico para, eventualmente, lograr un aumento de las pensiones es una jugada arriesgada. Más cuando existen medidas alternativas -como destinar el alza de la cotización a cuentas individuales y aumentar la competencia en la industria- que podrían incrementar el ahorro sin comprometer la eficiencia en la asignación de los recursos para la inversión.

⁶ Este Consejo tiene por función pronunciarse respecto de las inversiones de los Fondos Generacionales y del Fondo Integrado de Pensiones, con el objeto de procurar el logro de una adecuada rentabilidad y seguridad para los Fondos.