

PRESIDENCIA

OFICIO No. 275-2020-BCRP

Lima, 12 de octubre de 2020

Señor
Anthony Novoa Cruzado
Presidente
Comisión de Economía, Banca, Finanzas e Inteligencia Financiera
Congreso de la República
Ciudad.

Estimado señor Novoa:

Es grato dirigirme a usted para dar respuesta a su Oficio No. 223-2020/2021-ANC/CEBFIF-CR en el que nos solicita un informe sobre el impacto en el mercado financiero que tendría la realización de repos; y la viabilidad de realizar estas operaciones para los portafolios administrados por las AFP. Esta solicitud se realiza en el contexto de las propuestas legislativas para autorizar el retiro de fondos del sistema privado de pensiones.

Al respecto, consideramos necesario reiterar los potenciales impactos negativos de la propuesta de retiro de fondos de las Cuentas Individuales de Capitalización sobre los propios ahorros previsionales, los mercados financieros, y la recuperación de la economía. Asimismo, debemos manifestar que el BCRP no puede supeditar sus operaciones monetarias para tratar de evitar los efectos negativos de una propuesta legislativa, puesto que ello podría, dependiendo de las circunstancias, ir en contra de su finalidad constitucional de preservar la estabilidad monetaria del país. A continuación pasamos a desarrollar nuestros argumentos.

Marco de la política monetaria

La Constitución Política otorga al BCRP en el artículo 84 el rol fundamental de conducir la política monetaria del país con la finalidad de preservar la estabilidad monetaria. Este marco jurídico de autonomía y la construcción de una reputación anti-inflacionaria durante largos años de ejecución de una política monetaria responsable y técnica ha permitido al BCRP lograr credibilidad y la confianza de los agentes económicos en la moneda nacional.

Es así, que la tasa de inflación en nuestro país en el siglo XXI es una de las más bajas de la región (2,6 por ciento en promedio), por lo que el sol cumple a cabalidad las funciones dinerarias de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor en nuestra economía. En este entorno de estabilidad monetaria, la economía se ha desarrollado sin temor a desordenes monetarios y al "impuesto inflación" que es uno de los gravámenes más regresivos porque castiga a los ciudadanos con menores ingresos.

Asimismo, la confianza de los agentes económicos en que se mantendrá la estabilidad monetaria en nuestro país de manera permanente se refleja en el surgimiento de un mercado financiero en soles con créditos hipotecarios a plazos de 20 años y bonos soberanos a plazos de hasta 40 años también en moneda nacional.

PRESIDENCIA

Bajo esta credibilidad alcanzada y consistente con el control de la inflación, el BCRP ha podido por primera vez en su historia ejecutar políticas monetarias contra-cíclicas en los últimos años, es decir tomar una posición expansiva (con menores tasas de interés de referencia) cuando la economía entra en un ciclo débil y viceversa cuando la economía está en un ciclo expansivo. Así, este entorno de baja inflación y de política monetaria contra-cíclica ha permitido que nuestra economía haya superado diferentes episodios de choques externos adversos y alcanzado una tasa de crecimiento promedio anual de 4,9 por ciento en las 2 últimas décadas, una de las más altas de la región.

Esta credibilidad adquirida en los últimos años ha permitido que el BCRP tenga una de las respuestas de política monetaria más agresivas del mundo ante la gravedad de la crisis sanitaria actual en nuestro país. La tasa de interés de política monetaria es la más baja en Latinoamérica y similar a las tasas de referencia de países desarrollados con alta reputación en su política monetaria como EEUU y Canadá. De igual manera, las operaciones de inyección de liquidez que viene realizando el BCRP, incluyendo repos bajo el programa Reactiva Perú, han permitido mantener una de las tasas más altas de expansión de los agregados monetarios y del crédito del sistema financiero a nivel internacional.

La magnitud sin precedente histórico del estímulo monetario dado por el BCRP se justifica por la profundidad de la contracción económica inducida por las medidas de aislamiento social, y han sido posibles de implementar por la credibilidad que tiene la política monetaria del Perú. Esto es un activo de nuestra nación que ha costado años construir, luego de un periodo largo de desorden monetario (desde los setentas) e hiperinflación a fines de los ochentas. Este periodo de desorden monetario, con un banco central sin credibilidad ni autonomía efectiva, y de políticas fiscales irresponsables tuvo altos costos en términos de ingresos y empleos de la población, y donde le tomó a nuestro país más de 30 años recuperar el nivel de ingreso per-cápita previo a dicho periodo.

La credibilidad del BCRP se debilita si no cuenta con la independencia para operar sus instrumentos monetarios de acuerdo a su mandato de preservar la estabilidad monetaria. Por ello, consideramos inconveniente la solicitud que plantea el oficio de referencia sobre la viabilidad de realizar operaciones de repo con los fondos de pensiones.

Entorno macroeconómico

A diferencia del pasado, en el que se observaban periodos de lenta recuperación luego de una crisis económica, la recuperación de esta profunda crisis del covid-19 será más rápida debido a nuestras fortalezas macroeconómicas.

Actualmente nos encontramos en una etapa de reactivación económica, en la cual la peor parte de la contracción económica ya pasó. Con la reanudación gradual de la actividad económica y el levantamiento de las restricciones de movilidad, se ha registrado una recuperación del empleo. En los tres meses entre junio y agosto 3,6 millones de personas estuvieron empleadas en Lima Metropolitana, registrando una recuperación sostenida luego de alcanzar un nivel mínimo en el segundo trimestre de 2,2 millones de personas. Si bien no se cuenta aún con los datos oficiales de empleo del resto de país al tercer trimestre, los indicadores económicos adelantados muestran similar recuperación. Se proyecta que esta tendencia continuará y se alcanzará los niveles de empleo pre-pandemia, de las personas menores de 65 años, en noviembre.

PRESIDENCIA

A ello contribuirá la finalización de las cuarentenas focalizadas en el país a partir del presente mes de octubre.

Esta recuperación observada en el empleo hace que sean menos necesarias medidas extremas como el retiro adicional de fondos de pensiones. Asimismo, como se indica en un estudio reciente del Banco Interamericano de Desarrollo¹, en la presente situación el acceso a los fondos de pensiones debería ser una herramienta de última instancia, la cual debería permitirse solamente ante el agotamiento de otros instrumentos disponibles. Es por esta razón que el retiro de fondos de pensiones ha sido una medida excepcional que han tomado solo algunos pocos países. En el caso del Perú, ya se han dado varias medidas adicionales de apoyo a las familias, entre las que se encuentran la entrega de bonos, el acceso a depósitos CTS, y créditos con garantía del Gobierno Nacional en favor a los microempresarios. Además, el retiro de fondos de pensiones ya efectuado entre mayo y julio ha sido por el equivalente al 14 por ciento del valor del fondo, cifra mucho mayor a la de otros países, como es el caso de Chile en que el retiro de fondos ha sido por el equivalente a 8 por ciento de su valor. Asimismo, la medida no está debidamente focalizada por lo que terminaría abarcando incluso a aquel sector de la población que ya reinició sus actividades.

El proceso de reapertura de la economía ya ingresó parcialmente a su última fase y requiere del soporte de la política monetaria y fiscal en un entorno de estabilidad y confianza de los agentes económicos. Un mayor esfuerzo fiscal en este cuarto trimestre con énfasis en la inversión pública tendrá un impacto significativo en la recuperación de los ingresos y el empleo.

Medidas que minen esta solidez retrasaran esta recuperación y ponen al país en el riesgo de entrar en una depresión económica, es decir un periodo prolongado y profundo de contracción de la actividad productiva y de pérdida de empleos.

Retiro de fondo de pensiones autorizados en abril y mayo

Los fondos de pensiones tienen como finalidad generar pensiones para la vejez, por lo cual su estrategia de inversión es de largo plazo con una composición de sus activos que debe buscar diversificación y retornos. Por lo general, los activos que rinden mayores retornos en el largo plazo son ilíquidos.

Los retiros de fondos de pensiones por parte de los afiliados demandan realizar cambios en la composición de los portafolios administrados con el objetivo de obtener la liquidez necesaria para atender dichos retiros. Para este fin, los fondos de pensiones liquidan preferentemente los activos más líquidos, como los Bonos Soberanos, que son aquellos donde hay mercados secundarios para vender dichos títulos y que pueden convertirse en el corto plazo en dinero en efectivo.

Entre abril y julio de 2020 las AFP afrontaron retiros de fondos de pensiones por un monto aproximado de S/ 24 mil millones, aprobados por los Decretos de Urgencia 034-2000 y 038-2000 y la Ley 31017, principalmente mediante la liquidación de sus inversiones en el exterior (S/ 10 mil millones), en Bonos soberanos (S/ 8 mil millones) y

¹ BID (2020), "Acceso al ahorro obligatorio para el retiro en tiempos de COVID-19: consideraciones de política pública".

en otras inversiones locales y con contribuciones netas (S/ 6 mil millones). Con ello, y teniendo en cuenta otros factores como efectos valuación, el portafolio de AFP se ha reducido significativamente de S/ 173 mil millones en febrero a S/ 152 mil millones a septiembre.

Luego de estas operaciones, el portafolio líquido de los fondos de pensiones también se ha reducido considerablemente y las AFP han dejado de adquirir activos de largo plazo y poco líquidos por la posibilidad que se autoricen nuevas medidas de retiro de fondos de pensiones. Ello viene perjudicando a los afiliados ya que se pierden oportunidades de inversión por la incertidumbre que las propuestas legislativas conllevan.

Operaciones de repo con fondos de pensiones

Con el objetivo de evitar la venta masiva de activos por parte de los fondos de pensiones en un corto periodo de tiempo, que pudo implicar una corrida contra el bono soberano peruano con consecuencias altamente negativas sobre el precio del bono y las tasas de interés de la economía, el BCRP realizó operaciones de reporte (repos) de Bonos soberanos con los fondos de pensiones. Estas operaciones monetarias consisten en la compra temporal de Bonos soberanos por el BCRP por un plazo máximo de 3 meses, y luego de culminado el plazo se revierte la operación.

Estas acciones del BCRP se enmarcaron exclusivamente en su finalidad constitucional de preservar la estabilidad monetaria, y buscaron evitar presiones negativas en el mercado de bonos y en el tipo de cambio. Las medidas que permitieron a los afiliados retirar sus fondos en corto tiempo generaron presiones al alza en las tasas de interés de los bonos soberanos porque los inversionistas, sobretudo extranjeros, anticipaban ventas significativas de esos bonos por parte de las AFP para generar efectivo. En medio de una crisis económica internacional, si estos inversionistas hubieran vendido sus bonos peruanos, comprado dólares y remitido al exterior, se hubiera tenido como consecuencia alzas abruptas en el tipo de cambio y en las tasas de interés de la economía.

Las operaciones repos se utilizan en la mayoría de bancos centrales para regular la liquidez del sistema financiero utilizando activos de alta calidad como colateral, como es el caso de los bonos soberanos. Así, las operaciones de repo constituyen un mecanismo temporal de apoyo a los fondos de pensiones para la recomposición de su portafolio en el corto plazo. Entre mayo y julio se realizaron operaciones de repo con los fondos de pensiones por S/ 4 887 millones, las cuales a la fecha se han liquidado prácticamente en su totalidad.

Impacto de un nuevo retiro de fondos de pensiones sobre los mercados financieros

Por la estabilidad macroeconómica y el grado de inversión internacional alcanzados por nuestro país, los principales tenedores de Bonos soberanos son inversionistas no residentes (S/ 65 mil millones, que equivale al 55 por ciento del saldo total al 9 de octubre). El resto de inversionistas en bonos soberanos son fundamentalmente AFP (S/ 23 mil millones) y bancos (S/ 22 mil millones). La demanda de no residentes por bonos soberanos se recuperó desde mayo, incrementando su participación a la fecha en S/ 5 mil millones, lo cual ha permitido proveer financiamiento al fisco y absorber las ventas de bonos soberanos de los fondos de pensiones sin presionar las tasas de interés al

alza. De no haber habido esta mayor demanda de bonos soberanos por parte de no residentes, la liquidación de activos por parte de las AFP para atender los retiros de fondos de pensiones hubiera tenido un impacto negativo en el mercado de bonos doméstico, en el tipo de cambio y en las tasas de interés en general.

Actualmente el saldo nominal de tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes se encuentra en sus máximos históricos. Esto se explica tanto por la baja percepción de riesgo de la economía peruana asociada a la buena conducción de la política macroeconómica, como también a las medidas de expansión de liquidez en economías desarrolladas.

Hacia el futuro, el comportamiento del mercado de bonos soberanos dependerá de la demanda de los inversionistas no residentes por activos de economías emergentes, la confianza en la moneda local y la credibilidad en las políticas macroeconómicas. Sin embargo, resulta importante señalar que las perspectivas futuras para las economías emergentes son muy inciertas, debido a la desconfianza por parte de inversionistas no residentes respecto al control de la pandemia y a la recuperación económica de la región. Por ejemplo, recientemente en algunos países como Turquía y Hungría los bancos centrales se han visto obligados a subir sus tasas de interés para contener salidas de capitales externos.

En el caso particular peruano, los altos déficit fiscales, de alrededor de 10 y 6 por ciento para este año y el próximo, respectivamente, generados por la crisis del covid-19 no han sido óbice para mantener la confianza de los mercados. Esta confianza de los mercados se puede perder con una nueva reducción de los ahorros previsionales que podría elevar significativamente el nivel actual de la tasa de interés y el tipo de cambio al erosionarse la base de inversionistas de los bonos peruanos y generar ventas masivas de los bonos soberanos. Por un lado, se reduce la demanda local de bonos soberanos por efecto de la medida, por lo que los inversionistas no residentes disminuirían también sus tenencias de bonos soberanos, generándose una caída en el precio de los bonos peruanos en perjuicio de todos los inversionistas, incluyendo los afiliados que se pretende beneficiar y aquellos afiliados que se quedan en el sistema.

Un menor precio del bono conlleva un mayor costo de financiamiento de la emisión de nueva deuda pública para el estado peruano, haciendo más difícil el proceso de consolidación fiscal de los próximos años y poniendo en riesgo la capacidad de mantener el impulso fiscal necesario para lograr la plena recuperación de nuestra economía.

Hacia adelante, se esperaría un mercado financiero peruano con tasas de interés de largo plazo y tipo de cambio más altos y volátiles, por el debilitamiento del rol estabilizador que tienen los fondos de pensiones en los mercados de deuda y cambiario. En años anteriores, los fondos de pensiones, al igual que en otros países de la región, han tenido un rol estabilizador en los mercados financieros locales ante eventos de salida de capitales externos, contrarrestando los impactos adversos de estos movimientos. Cuando ello ha ocurrido (sea por alza en las tasas de interés internacionales o ante caída de precio de los commodities) los fondos de pensiones han atenuado las presiones al alza de la tasa de interés o del tipo de cambio en la búsqueda de precios adecuados dentro de su estrategia de inversiones. A esto hay que añadir al papel promotor que los fondos de pensiones desempeñan en el mercado de capitales doméstico al ser uno de los principales demandantes de los bonos corporativos emitidos por las empresas del país.

Viabilidad de nuevas operaciones de repo del BCRP

Si bien las operaciones de repos del BCRP pueden ayudar temporalmente a la recomposición del portafolio de los fondos de pensiones, el uso de este instrumento no elimina el riesgo de que se pueda producir una venta masiva de activos, y como consecuencia la pérdida del valor de los fondos de pensiones. Si la percepción de riesgo aumenta porque se percibe por ejemplo un cambio de régimen en la base de inversionista, se puede desencadenar una crisis en el mercado de deuda pública peruana y generar presiones significativas al alza del tipo de cambio y las tasas de interés. El aumento del riesgo país que el retiro masivo de los fondos de pensiones provocaría, generaría también incrementos en el resto de tasas, sobre todo las de financiamiento de largo plazo como las hipotecas. Por ello, las medidas de retiro de fondos de pensiones ponen en riesgo la estabilidad macroeconómica y el proceso de reactivación económica en marcha.

Teniendo en cuenta lo expuesto, no es posible ofrecer o adelantar una estimación cuantitativa de la capacidad de provisión de liquidez a los fondos de pensiones por parte del BCRP a través de las mencionadas operaciones Repo. Ello va a depender tanto de la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros a futuro, como también de la evolución global de la pandemia y de las condiciones financieras globales.

Como se mencionó previamente, nuestra Constitución Política establece que el BCRP es una entidad autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria, la cual se refleja en el nivel de inflación bajo y estable en nuestra economía. Por esta razón, el uso de instrumentos monetarios, como las operaciones repo con los fondos de pensiones, se encuentra acotado exclusivamente para cumplir el objetivo macroeconómico de estabilidad de precios. No se puede supeditar las operaciones de inyección de liquidez del BCRP a corregir las consecuencias de una norma, pues esto atenta contra la autonomía de Banco Central y con el cumplimiento de sus objetivos.

Desarrollo del mercado de capitales

El Sistema Privado de Pensiones es una herramienta clave para el desarrollo del mercado de capitales y es un factor estabilizador de las fluctuaciones asociadas a inversionistas extranjeros. En un contexto de mayor aversión al riesgo derivada de la pandemia, en el cual las emisiones de deuda privada en los últimos meses han sido casi nulas, la devolución adicional de aportes de los fondos de pensiones implicaría una contracción del financiamiento al sector privado en el momento en que más se necesita para la reactivación económica.

El ahorro previsional puede promover el desarrollo del mercado de capitales con más financiamiento de largo plazo para una gama de actividades económicas como infraestructura de todo tipo, viviendas, etc. Una reforma integral del sistema de pensiones que refuerce el ahorro previsional junto con reformas en el mercado de capitales sería una fuente importante de crecimiento económico para los siguientes años. Asimismo, la coyuntura actual de expansión de la política monetaria y fiscal, con bajas tasas de interés e inversión pública impulsando sectores claves como los de infraestructura y construcción, son una oportunidad para fomentar el desarrollo del mercado de capitales. Mientras mayor base de inversionistas locales haya, mayor demanda de inversionistas extranjeros habrá por participar en el mercado local.

PRESIDENCIA

Consideraciones finales

En anteriores oficios hemos manifestado nuestras observaciones respecto a las propuestas de retiro de fondos de pensiones, debido a que desnaturalizan la finalidad de un sistema de pensiones. Los fondos de pensiones deben ser concebidos como un fondo de ahorro de largo plazo y no para enfrentar problemas de liquidez.

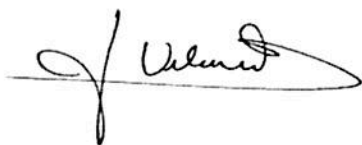
Entendemos que la intención de las propuestas legislativas es otorgar mayor liquidez a los afiliados de las AFP que no vienen cotizando (sea por encontrarse desempleados o laborando de manera informal o independiente) en la actual coyuntura de crisis económica. No obstante, dada la falta de focalización de la medida la reducción del ahorro previsional sería indiscriminado otorgándole liquidez proveniente de sus ahorros previsionales a sectores de la población que no lo requieren en el presente. Como se ha sustentado, estas propuestas legislativas ponen en riesgo la estabilidad de los mercados financieros, el valor de los ahorros previsionales y la recuperación de la actividad económica y del empleo.

La primera medida de retiro de fondos de pensiones pudo ser enfrentada porque se mantuvo la confianza de los inversionistas, pero un segundo retiro presenta un mayor riesgo. En el primer retiro, los inversionistas pudieron interpretar que la medida era por una sola vez por la caída significativa del producto de hace unos meses. Ahora la economía se viene recuperando y un nuevo retiro se podría interpretar como un cambio de régimen que implica que el Perú estaría perdiendo una fuente de ahorro doméstico de largo plazo. Un inversionista extranjero difícilmente va a adquirir un bono de un país que no puede ofrecer una base sólida de inversionistas locales.

El primer retiro de fondos de pensiones coincidió también con una coyuntura de entrada de capitales externos a la región, lo que favoreció que se absorbiera el choque. Sin embargo, estos flujos de capitales se ha ralentizado en las últimas semanas y hay cada vez una preocupación de los inversionistas internacionales sobre la capacidad de las economías emergentes para poder financiar sus respectivos déficit fiscales. En nuestro caso particular, el inicio de un proceso electoral puede generar además incertidumbre en los agentes económicos que se acrecentaría por el debilitamiento de los ahorros previsionales como estabilizador de mercados financieros con el riesgo de una predisposición a la venta de bonos soberanos.

En conclusión, debemos indicar que no es recomendable la aprobación de una norma de retiro adicional de fondos de pensiones. No obstante, de ser aprobada se recomienda que estas sean lo más acotadas y espaciadas en el mayor tiempo posible. El retiro de hasta una unidad impositiva tributaria por parte de los afiliados sin aportes en los últimos doce meses en el transcurso de un año tendría un impacto acotado en el ahorro previsional, implicaría un menor riesgo macroeconómico y abarcaría a 2 millones de ciudadanos.

Hago propicia la ocasión para expresarle la seguridad de mi especial consideración.



Julio Velarde
Presidente