

# COMENTARIOS

MARIANO ÁLVAREZ<sup>1</sup>

Quiero dividir la presentación en dos temas bien parecidos, pero diferentes. El primero es comentar algunas cosas que se concluyen del estudio presentado por Arturo Alegría, y el segundo es definir una regla para establecer el límite de inversiones en el exterior, que puede ser muy simple de calcular, muy técnico. Y lo voy a hacer con el perdón de Hernán, te voy a defender porque también soy afiliado, por si acaso.

Con respecto a la presentación de Arturo, quiero empezar con la parte de las consideraciones finales. La conclusión del estudio es que sí, que la diversificación internacional incrementa la posibilidad de tener menor riesgo y mayor retorno del portafolio. Creo que con eso todos estamos de acuerdo, y yo también estoy completamente de acuerdo. Lo que me preocupa y quisiera que quede claro desde el punto de vista de los gestores, donde yo estoy, es en evaluar un poco los riesgos a los que él se refirió al final.

El primer riesgo que podía haber, decía Arturo, era que los equipos de inversión se van a enfrentar a un entorno diferente y puede que no estén preparados. Creo que la experiencia, y está mal que yo lo diga porque soy parte interesada, en los últimos once años en Perú muestra la seriedad con que tanto las AFP como el regulador nos hemos manejado en analizar tanto mercados diferentes como pro-

---

<sup>1</sup> Ingeniero Economista de la Universidad Nacional de Ingeniería, además de Maestro en Economía Aplicada y Candidato a Doctor en Filosofía, de la Universidad de Boston - EE.UU. Actualmente es Gerente de Inversiones de AFP Unión Vida. Entre sus cargos anteriores destaca su desempeño al interior del Banco Central de Reserva del Perú, donde llegó a ser Subgerente de Investigación y Análisis Global y su rol como Gerente de División de Inversiones de la actual Superintendencia de Banca y Seguros. Asimismo fue Gerente de Estudios Económicos de Citibank N.A. Lima Branch y Gerente de Análisis Económico del Grupo Santander Perú.

ductos diferentes. Si bien es cierto que la preocupación es válida, también es válido ver que la experiencia demuestra que los gestores y el regulador nos hemos manejado muy bien.

La segunda preocupación es la posibilidad de que se aproveche esta liquidez de los mercados internacionales para hacer un poco de *timing*, y lo que él dice es que deberíamos aprovechar esto para hacer inversiones de largo plazo. En ese punto sí estoy completamente de acuerdo y creo que, en general, la visión de todo gestor de fondo de pensiones es que la rentabilidad de largo plazo es la que interesa para el afiliado, que es la que finalmente va a determinar una buena pensión. En eso no tengo nada que objetar.

El tercer punto era que deberían ser detalladamente analizados los diferentes regímenes tributarios, las regulaciones y los costos de transacción por los diferentes países a los que vamos a enfrentar. Ahí, nuevamente, la evidencia nos dice que en Perú no ha habido ningún caso de fraude, de pérdida de documentos... Es decir, que lo que nosotros llamamos el *back-office* ha respondido perfectamente y eso ha sido porque tanto el regulador como los gestores hemos sido suficientemente serios a la hora de enfrentar mercados nuevos y hemos sido muy graduales al atacar los mercados nuevos, justamente porque creíamos que era necesario analizar detalladamente y preparar los mecanismos de riesgo necesarios para no caer en problemas.

Entonces, con la presentación estoy completamente de acuerdo en la conclusión, pero quería aprovechar para hablar desde el punto de vista de los gestores con esta posibilidad de riesgo que podría haber.

Ahora paso al segundo tema. ¿Qué es lo que hemos visto en la mañana? Si repasamos un poco las presentaciones de la mañana, las conclusiones son, primero, que los multifondos son buenos para los afiliados, eso es lo que nos han presentado. Hubo un par de presentaciones que concluyeron que para que los multifondos se puedan aplicar, especialmente en Perú y la evidencia en Chile lo demuestra, necesitamos que se incrementen los límites de inversión en el exterior. Tercero, lo que nos dice la última presentación es que la inversión en el exterior aumenta la posibilidad de retorno y reduce el riesgo para las carteras de afiliados. La pregunta lógica ahí es, y espero que se la esté haciendo el regulador, en este caso el Banco Central, cómo determino el número, cuál es el número

óptimo para poner un límite en el exterior. ¿Es 10, es 15, es 20, es 40, es 80 o es 100?

Yo quiero ir por el lado contrario, al revés. Cuando se lanzó la reforma, lo que se decía es que si bien el afiliado era el fin supremo, esto iba a ayudar a tener una fuente de ahorro interno que iba a desarrollar el mercado local, de capitales y en general. Eso es un interés subalterno, sí, pero, desgraciadamente, el gobierno lo tiene en cuenta. Pensando desde ese punto de vista, lo que debemos decir es que el límite debería ponerse de tal forma que el interés subalterno no choque con el interés principal, que es el afiliado.

¿Cómo se calcula ese número? Le preguntamos al mercado cómo haríamos esto, que es la forma más fácil. El mercado nos va a decir en qué momento estamos invirtiendo no demasiado en el exterior sino demasiado localmente. Lo que decía Hernán, hay un momento en que hay demasiados recursos en un mercado cerrado, que es lo que pasa acá, y en ese momento el mercado nos va a decir que tenemos un precio que no es el correcto. El precio es el mejor asignador de recursos y nos da toda la información de mercado. Cuando nosotros veamos que una empresa local puede emitir localmente un papel a una tasa menor a la que podría emitir en el exterior, en ese momento esa distorsión de precio se debe, ¿a qué?, a la regla. Entonces, en ese momento hay que mover el límite.

Ahí el contraargumento puede ser: ¿qué tiene de malo, si la empresa está emitiendo para invertir localmente, está generando desarrollo nacional? Bueno, la evidencia en Perú muestra que más de una empresa ha emitido localmente para comprar, con ese dinero, una empresa afuera. Esto ha pasado en los últimos dos o tres años.

Siguiendo esta regla podemos definir fácilmente que cuando las tasas se desalinien, hay que subir el límite al exterior. Entonces, maximizamos la inversión local, pero sin perjudicar al afiliado.