



NOTA TÉCNICA
N.º 011 | 2022

Operadoras de Pensiones Complementarias: Análisis de la composición de la cartera de inversión (enero 2012 – mayo 2022)

Jose Pablo Barquero Romero
Melissa Vega Monge

Fotografía de portada: “Presentes”, conjunto escultórico en bronce, año 1983, del artista costarricense Fernando Calvo Sánchez. Colección del Banco Central de Costa Rica.

Operadoras de Pensiones Complementarias: Análisis de la composición de la cartera de inversión (enero 2012 – mayo 2022)

Jose Pablo Barquero Romero ‡
Melissa Vega Monge †

Las ideas expresadas en este documento son de los autores y no necesariamente representan las del Banco Central de Costa Rica.

Resumen:

Este estudio presenta una descripción de la colocación de fondos en emisores extranjeros por parte de las Operadoras de Pensiones Complementarias pertenecientes al Régimen Obligatorio de Pensiones de Costa Rica y realiza una revisión de las medidas tomadas por países similares ante el mismo fenómeno.

Palabras clave: Pensiones, Pensiones Privadas

Clasificación JEL: H55, J32

‡ Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. barquerorj@bccr.fi.cr

† Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. vegamm@bccr.fi.cr

Complementary Pension Fund Operators: Analysis of the composition of the investment portfolio (January 2012 – May 2022)

Jose Pablo Barquero Romero[†]

Melissa Vega Monge[†]

The ideas expressed in this paper are those of the authors and not necessarily represent the view of the Central Bank of Costa Rica.

Abstract:

This study describes the evolution of investments in foreign issuers by Complementary Pension Fund Operators belonging to the Mandatory Pension Regime of Costa Rica, and presents a review of measures taken by similar countries in the face of the same phenomenon.

Key words: Pensions, Private Pensions

JEL codes: H55, J32

[†] Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. barquerori@bccr.fi.cr

[†] Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. vegamm@bccr.fi.cr

Contenido

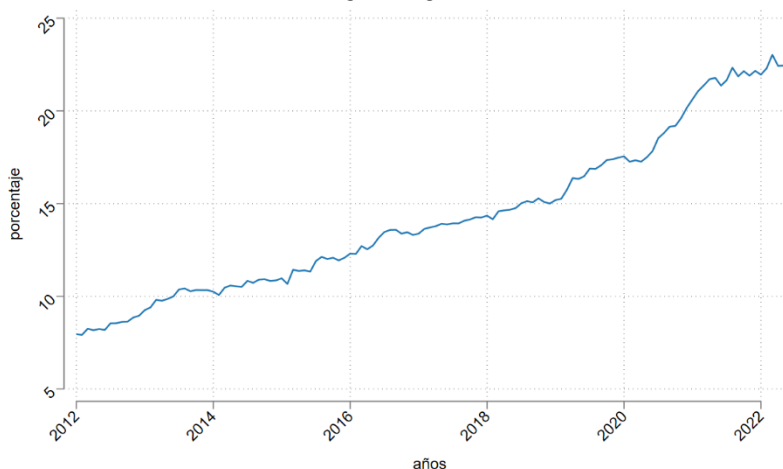
1. Introducción.....	1
2. Caracterización del ROP.....	2
3. Normativa relevante sobre colocación de fondos en emisores extranjeros	7
4. Algunos efectos esperados sobre la economía costarricense.....	9
5. Experiencia en otras economías pequeñas	10
5.1. Chile.....	10
5.2. Colombia.....	11
5.3. Perú	11
5.4. Islandia	12
6. Conclusión.....	12
7. Referencias	14

1. Introducción

En la última década, el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (en adelante, ROP) ha crecido de manera sostenida y significativa. Los recursos que lo conforman alcanzaron, a mayo de 2022, 9,4 billones de colones, monto equivalente al 21,7% del Producto Interno Bruto proyectado para el 2022 (Gráfico 1). Esto se debe, en buena parte, a que en los últimos 6 años los activos totales administrados por las operadoras de pensiones complementarias (en adelante, OPC) han crecido a tasas interanuales por encima del 12%, hasta casi duplicar su tamaño durante este periodo.

Dado el crecimiento en el tamaño de los activos que conforman el ROP, las administradoras de fondos de pensiones se han convertido en agentes económicos con potencial para incidir en la formación de macro precios del país, entre ellos, el precio del dólar. Por esta razón, cobra relevancia considerar los posibles efectos de un incremento rápido y sostenido en la demanda de divisas por parte de las OPC. Por ejemplo, mayores requerimientos de moneda extranjera por parte de las operadoras podría crear presiones sobre el tipo de cambio y por tanto, incidir en las decisiones de ahorro de otros agentes.

**Gráfico 1. ROP: Activos financieros como porcentaje del PIB
2012-2022**



*Nota: Con información disponible a mayo de 2022.
Fuentes: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.*

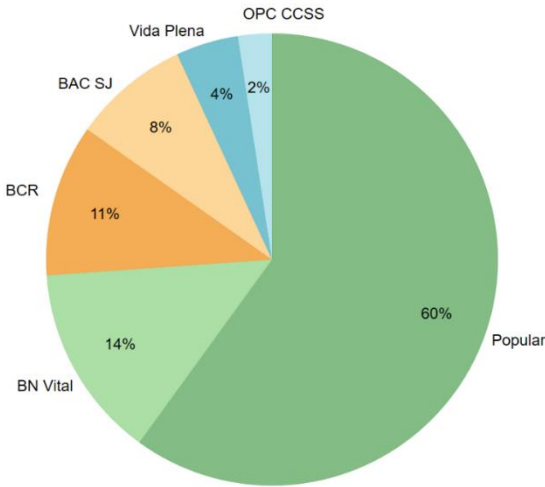
El objetivo de este documento es describir la evolución histórica de la colocación de fondos en emisores extranjeros por parte de las OPC del ROP para el periodo 2012-2022. Asimismo, el estudio describe algunos efectos macroeconómicos esperados sobre la economía costarricense y expone aspectos específicos del marco regulatorio que podrían haber incidido sobre el ritmo de colocación de fondos en el mercado internacional. Además, se analiza el marco regulatorio de algunas economías pequeñas y similares a la costarricense y su experiencia con el mercado cambiario y las operadoras de pensiones.

El documento se encuentra organizado de la siguiente manera. La Sección 2 presenta una caracterización general del ROP y la evolución de la colocación de fondos en el extranjero. La Sección 3 expone algunos aspectos del marco regulatorio asociados a la colocación de fondos en emisores extranjeros. La Sección 4 describe algunos efectos macroeconómicos esperados para la economía costarricense. La experiencia internacional relevante se discute en la Sección 5. La Sección 6 presenta las conclusiones.

2. Caracterización del ROP

En Costa Rica, la administración de los recursos del ROP es realizada por un total de 6 OPC. En términos de cantidad de personas afiliadas, la operadora con mayor participación es Popular Pensiones que representa el 60% del total de afiliados (Gráfico 2). De seguido se tiene un grupo de operadoras de menor tamaño, cada una con alrededor de un 10% del total de afiliados, que está conformado por BN Vital, BCR Pensiones y BAC Pensiones en orden de participación. Finalmente, con un tamaño menor al 5% se tienen las operadoras de Vida Plena y de la Caja Costarricense del Seguro Social.

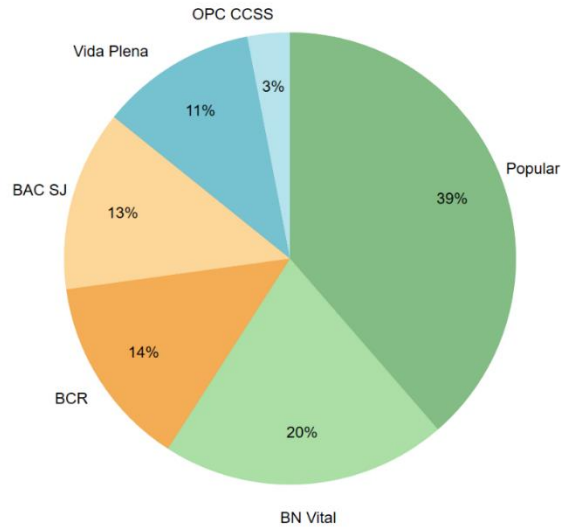
Gráfico 2. ROP: Afiliados por operadora 2022



*Nota: Se presenta el promedio de afiliados por entidad gestora de enero a abril de 2022.
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.*

Una de las razones que explica el alto porcentaje de participación de Popular Pensiones es la legislación asociada al proceso de afiliación automática. En particular, si un trabajador no selecciona una operadora al inicio de su relación laboral es considerado un afiliado automático y según el artículo 11 de la Ley de Protección al Trabajador, Ley 7983 (en adelante, LPT) se le asigna la operadora Popular Pensiones.

Gráfico 3. ROP: Recursos administrados por operadora 2022

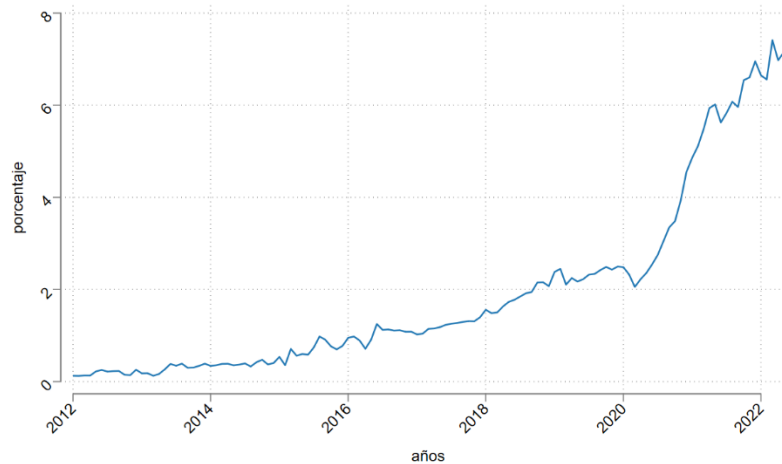


*Nota: Con información a mayo de 2022.
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.*

El Gráfico 3 presenta la distribución de los recursos del ROP administrados por las OPC. Si bien por cantidad de afiliados Popular Pensiones tiene la mayor participación, seguida por un grupo de operadoras de menor tamaño, en el caso de la participación medida en términos del portafolio de inversiones, la distancia entre Popular y las demás OPC se reduce.

En particular, Popular Pensiones representa el 39% del total de recursos (contra el 60% del total de afiliados), y el subgrupo de tres entidades que le sigue (BN Vital, BCR y BAC SJ) representan un 47% del monto total (contra el 33% del total de afiliados). Esto indica que Popular Pensiones administra una gran cantidad de fondos de pensiones, pero de cuantías menores a las de sus competidores. Un factor que podría explicar este fenómeno es la edad promedio de los afiliados a esta operadora debido al proceso afiliación automática al inicio de la relación laboral.

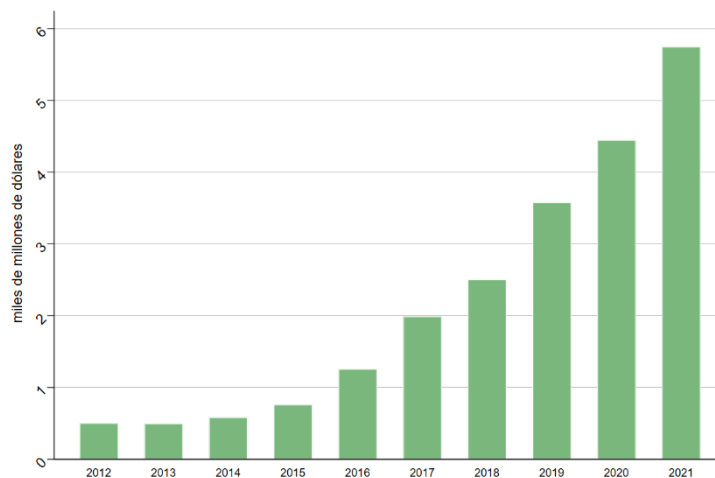
Gráfico 4. ROP: Recursos colocados en emisores extranjeros como porcentaje del PIB 2012-2022



*Nota: Con información disponible a mayo de 2022.
Fuente: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.*

En cuanto al proceso de diversificación entre emisores locales y extranjeros de los portafolios de inversión, se observa una tendencia creciente de fondos colocados en emisores externos que alcanzó el 7,15% del PIB para mayo de 2022 (Gráfico 4). Al comparar con las inversiones totales, que representan cerca de un 22% del PIB, los recursos colocados en emisores extranjeros han llegado a representar casi un tercio del total de inversiones del ROP.

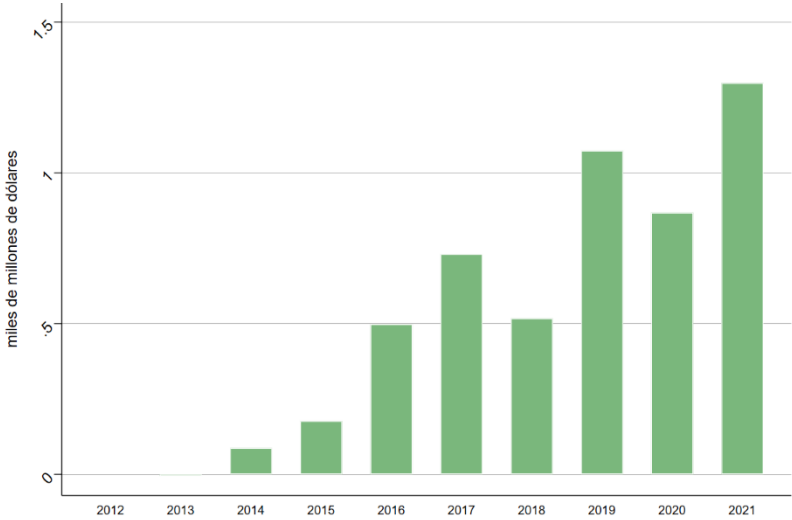
Gráfico 5. ROP: Recursos colocadas en títulos en dólares 2012-2021



*Nota: Expresado al tipo de cambio de compra de referencia del Banco Central de Costa Rica, promedio del mes de diciembre de cada año.
Fuentes: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.*

Respecto a la colocación en títulos en dólares de los fondos administrados por las OPC, para el año 2021 se tuvo un saldo cercano a los USD 6 mil millones (Gráfico 5). Este monto ha crecido de forma exponencial desde el 2016, cuando por primera vez superó los USD 1 mil millones. El incremento en el saldo de las colocaciones en dólares con respecto al año anterior se presenta en el Gráfico 6. Se observa que en el año 2016 el monto de fondos colocados en títulos en dólares se incrementó en alrededor de USD 500 millones con respecto al 2015, y ya para el 2019 se duplica el saldo de colocaciones en títulos en dólares con respecto al 2018. Finalmente para el año 2021 el incremento superaba sustancialmente los USD 1 mil millones.

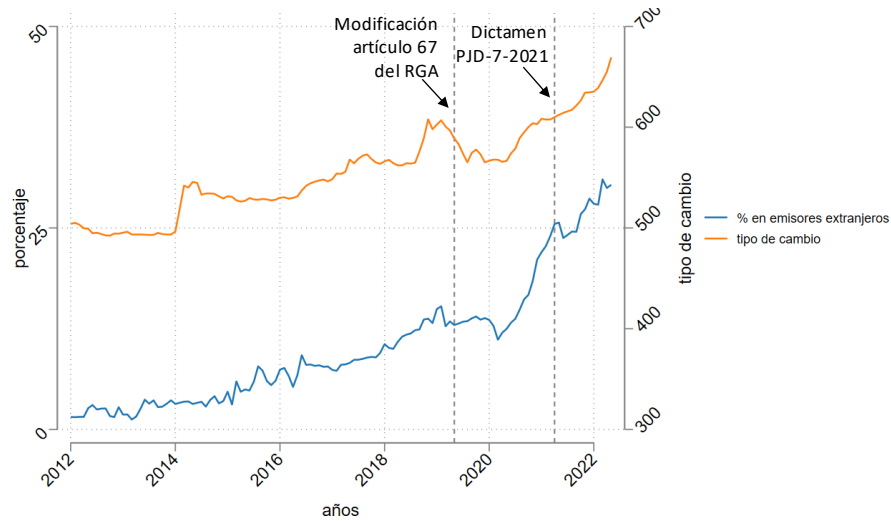
**Gráfico 6. ROP: Saldo de colocaciones en títulos en dólares
-variación anual-
2012-2021**



*Nota: Expresado en dólares al tipo de cambio de compra de referencia del Banco Central de Costa Rica, promedio del mes de diciembre de cada año.
Fuentes: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.*

Como resultado de esta tendencia, la participación de las OPC en el mercado cambiario se ha incrementado conforme ha aumentado el tamaño de sus activos en moneda extranjera. De la misma forma, la colocación de fondos en emisores extranjeros ha presentado una tendencia al alza en los últimos 6 años. En enero de 2016, la colocación de activos financieros en el exterior representó un 7,4% del total de los activos del ROP. Para enero de 2019, este porcentaje ascendió a 14,9% y al cierre de mayo de 2022 alcanzó un 30,4% (Gráfico 7). La transición hacia una mayor proporción de las carteras colocada en emisores externos se ha traducido en un incremento general de los requerimientos de divisas por parte de las OPC.

Gráfico 7. ROP: Colocación en emisores extranjeros como porcentaje del activo y tipo de cambio



Nota: Con información a mayo de 2022.
Fuentes: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.

En cuanto al comportamiento de cada operadora, el Cuadro 1 presenta una descripción del tamaño de las operadoras del ROP y el porcentaje de fondos colocados en el sector externo entre 2012 y 2022. Se destaca un cambio generalizado de estrategia hacia una diversificación de las carteras en el mercado internacional. En 2012, a excepción de Popular Pensiones y marginalmente BN Vital, los activos financieros de las operadoras estaban en el sector local. Para abril de 2022, las administradoras de fondos habían colocado entre 14% y 39% de sus activos en emisores externos. Este cambio de rumbo ha sido particularmente rápido para Popular Pensiones, BN Vital y BAC Pensiones, que en conjunto tienen un 82,7% del total de afiliados del ROP.

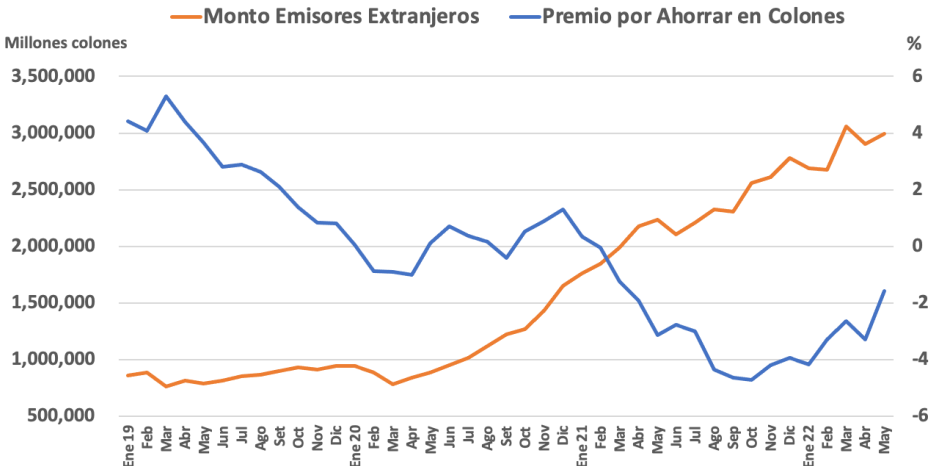
Cuadro 1. ROP: Afiliados, activos totales y porcentaje en emisores extranjeros por operadora 2012 y 2022

	Afiliados	Activos (mill. de colones)	% de activos en emisores extranjeros	Afiliados	Activos (mill. de colones)	% de activos en emisores extranjeros
<i>Pensiones BAC</i>	169 210	250 312	0,0%	241 333	1 238 481	33,4%
<i>BCR Pensiones</i>	286 735	346 830	0,0%	303 804	1 308 803	14,9%
<i>BN Vital</i>	332 914	478 532	0,2%	410 283	1 974 865	26,0%
<i>OPC CCSS</i>	61 600	68 864	0,0%	70 371	299 456	22,0%
<i>Popular Pensiones</i>	1 179 094	809 069	7,3%	1 755 092	3 962 618	39,3%
<i>Vida Plena</i>	127 153	264 718	0,0%	130 858	1 085 516	14,1%
Total	2 156 706	2 218 326		2 911 741	9 869 739	

Nota: Con información disponible a abril de 2022
Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Debe indicarse, no obstante, que la colocación de fondos en el exterior no debería responder esencialmente a temas regulatorios, sino más bien a factores asociados a la rentabilidad y a la necesidad de diversificar. En ese sentido, el análisis del marco regulatorio debe tomarse como una herramienta complementaria a otras, como por ejemplo, la diferencia entre tasas de interés en moneda nacional y moneda extranjera que incorpora el premio por ahorrar en colones. Si se compara el premio por ahorrar en colones y las compras de emisiones emitidas en el extranjero por parte de las OPC, se puede observar claramente que cuando el premio se reduce, y sobre todo cuando se encuentra en niveles negativos, el volumen de compras de emisiones emitidas en el extranjero aumenta y se acelera (Gráfico 8). Este comportamiento es coherente con un ente que busca maximizar el rendimiento de las inversiones de sus afiliados y es normal en el sector de las pensiones.

Gráfico 8. ROP: Inversiones colocadas en dólares y premio por invertir en colones 2019-2022



Nota: Premio calculado utilizando TPN a 6 meses, Libor 6 meses y expectativa de tipo de cambio a 12 meses
 Fuentes: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.

Así, una vez descrita la evolución de los fondos administrados, en las siguientes secciones se evalúan la normativa vigente, los posibles efectos sobre la economía local y finalmente, se realiza una revisión de la experiencia internacional.

3. Normativa relevante sobre la colocación de fondos en emisores extranjeros

La regulación costarricense establece para las entidades reguladas por la Superintendencia de Pensiones (en adelante, SUPEN) un conjunto de criterios y parámetros para el diseño y la implementación de su estrategia de inversiones. Estos lineamientos no deberían ser excluidos al analizar el comportamiento de las OPC ya que establecen las reglas que deben cumplirse para la colocación de fondos en el mercado local e internacional.

De especial importancia son el artículo 62 de la LPT y el artículo 67 del Reglamento de Gestión de Activos (en adelante, RGA), ya que ambos establecen los límites de colocación en emisiones extranjeras de los fondos administrados por las entidades reguladas por la SUPEN. Dichos artículos fijan un límite máximo del 25% del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras, con la posibilidad de incrementarlo hasta un 50%.

En particular, el artículo 62 de la LPT establece:

“La Superintendencia podrá autorizar la inversión hasta de un veinticinco por ciento (25%) del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras que se negocien en mercados de valores organizados en el territorio nacional o el extranjero. No obstante, si el rendimiento real de las inversiones del régimen de pensiones complementarias en valores nacionales es igual o menor que los rendimientos internacionales, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, podrá autorizar la ampliación del límite hasta el cincuenta por ciento (50%), de acuerdo con las disposiciones reglamentarias que emitirá.”

Este artículo señala dos condiciones para la ampliación del límite de un 25% a un 50%. Primero, se debe demostrar que la rentabilidad real de los instrumentos nacionales es menor o igual a la rentabilidad real de los instrumentos en el extranjero. Segundo, se debe cumplir con las disposiciones reglamentarias que emita el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (en adelante, CONASSIF). Esta norma legal ha sido desarrollada en el RGA, aprobado por el CONASSIF, mediante artículo 5 del acta de la sesión 1452-2018, celebrada el 16 de octubre de 2018.

El RGA establece, entre otros objetivos, los principios generales sobre la gestión de activos, los límites prudenciales de inversión y los requisitos sobre los activos y los mercados donde pueden operar las entidades reguladas por la SUPEN. Los límites y condiciones para la colocación de recursos en emisores extranjeros están establecidos en el artículo 67 de este reglamento. En su versión original, el literal b del citado artículo, establecía lo siguiente:

“Límites generales. Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:

b. En valores emitidos en el mercado extranjero hasta el 25%. Este porcentaje puede ser ampliado hasta el 50% demostrando con base en estudios técnicos, que la ampliación del límite cumple con lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador”.

Sin embargo, en mayo de 2019 se reforma el artículo 67, literal b, para disponer que¹:

“Límites generales. Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:

¹ Así reformado mediante sesión No. 1499-2019 del 14 de mayo del 2019.

b. En valores emitidos en el mercado extranjero hasta el 25%. Este porcentaje puede ser ampliado hasta el 50% demostrando, con base en el cumplimiento de las disposiciones previstas en el "Título II. Gobierno de las Inversiones", que la ampliación del límite cumple con lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador."

De esta forma, se hace una modificación al requisito anterior para que, como parte de la planificación estratégica de las inversiones y la definición de la asignación estratégica de activos de los fondos administrados, le corresponda a cada entidad regulada disponer de la ampliación del límite de un 25% a un 50%, y demostrar que dicha ampliación cumple con lo indicado en el artículo 62 de la LPT².

Por otro lado, se debe notar que el RGA no solicita autorización expresa por parte de la SUPEN para la ampliación del límite de un 25% a un 50%. Además, el reglamento no establece ningún criterio de gradualidad para la colocación de fondos en el exterior. Así, dentro de los límites establecidos por el artículo 62 de la LPT, cada entidad regulada determina su propio ritmo de colocación de fondos en mercados extranjeros como parte de su política de inversión. Finalmente, ni la LPT, ni el RGA establecen límites de colocación de fondos por moneda. Por lo tanto, las operadoras de pensiones podrían eventualmente colocar el 100% de los fondos administrados en monedas distintas al colón.

4. Algunos efectos esperados sobre la economía costarricense

Parte de la descripción del comportamiento de las OPC tiene que incluir los posibles efectos macroeconómicos de que las operadoras continúen con el incremento en sus requerimientos de divisas con el objetivo de aumentar sus colocaciones en emisores extranjeros.

El efecto más directo que se puede esperar es que, ante un aumento rápido y sostenido de la demanda de dólares bajo un escenario extremo donde el mercado privado no estuviera en capacidad de suplir esa mayor demanda, existirían presiones hacia una depreciación del colón y eventualmente una caída de las reservas internacionales. Ante una fuerte demanda de divisas, el Banco Central podría verse obligado a intervenir en el mercado cambiario para atenuar movimientos abruptos en el tipo de cambio, lo cual implicaría el uso de dichas reservas. Además, ante una depreciación del colón, se esperaría un incremento en los precios de los bienes importados, lo que a su vez generaría presiones inflacionarias adicionales.

A partir de información pública de la SUPEN, se puede utilizar el comportamiento histórico de los fondos para proyectar la evolución de los activos del ROP para los próximos 24 meses. Ello brinda una estimación aproximada de la posible demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones. Los resultados de este ejercicio indican que, bajo el supuesto de que se mantenga el ritmo de colocación de fondos en el sector externo observado durante el periodo 2019 - 2022, el ROP alcanzaría el límite máximo del 50% en

² Así queda confirmado en el criterio PJD-7-2021 de la División de Asesoría Jurídica.

aproximadamente en 18 meses. Esto significaría una demanda total de divisas de USD 4 680 millones de dólares, que distribuida uniformemente en 18 meses se traduciría en una demanda de USD 260 millones por mes. Como referencia, esta demanda total de divisas representa un 7,2% del PIB proyectado para el 2022.

De esta forma, la demanda incremental de divisas de las OPC podría generar presiones hacia una depreciación de la moneda nacional que progresivamente podrían traducirse en una mayor inflación³. Se debe indicar, no obstante, que la magnitud de estos efectos dependerá en gran medida de la respuesta de la oferta de divisas y de los eventuales cambios en la estrategia de diversificación de las carteras hacia el sector externo.

5. Experiencia en otras economías pequeñas

La experiencia internacional muestra que algunos países han adoptado medidas orientadas a lograr que el proceso de diversificación de las carteras de las operadoras hacia el mercado extranjero se realice de forma progresiva y ordenada. El principal objetivo de estas políticas ha sido evitar problemas de estabilidad en el sistema financiero y mitigar efectos adversos sobre en el mercado cambiario. En esta sección se analiza la regulación de algunos países que, dadas sus características económicas, son similares a Costa Rica.

5.1. Chile: periodo de gradualidad para aumentar el límite de inversiones en el extranjero

En el año 2007, Chile modificó el límite de colocación de recursos en el extranjero y el porcentaje permitido de inversiones en moneda extranjera sin cobertura cambiaria. Al tratarse de una economía pequeña, los cambios respondieron a la necesidad natural de ampliar las opciones de inversión y diversificación de los portafolios de las operadoras chilenas.

En particular, la Ley 20.210 aumentó el límite global de inversiones en el extranjero de un 30% de la suma de todos los fondos administrados por una misma operadora a un 45%, pero mantuvo la facultad del Banco Central de Chile de fijar el límite efectivo dentro de los rangos que determinaba la ley. Asimismo, esta ley estableció un periodo de gradualidad en el aumento del límite para hacer una transición progresiva y ordenada del 30% al 45%. Específicamente, se estableció que el límite máximo para inversiones en el exterior no podría ser superior a 35% en los primeros 4 meses después de la entrada en vigor de la ley, ni superior a 40% entre los meses quinto y octavo, y alcanzaría el 45% a partir del noveno mes.

Además, para incentivar una mayor diversificación, la ley aumentó el porcentaje permitido de inversiones en el extranjero sin cobertura cambiaria. En principio, los límites máximos para inversiones en moneda extranjera sin cobertura cambiaria se ubicaron entre 15% y 40% y el límite efectivo lo determinaba el Banco Central de Chile según el tipo de fondo de

³ Esto se conoce como el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios locales.

pensiones. Con esta ley, el límite máximo permitido para cada tipo de fondo se incrementó entre 5 y 10 p.p. del valor de cada fondo según lo establezca el Banco Central de Chile.

En el año 2008, se introdujeron otras reformas para perfeccionar el marco normativo de regulación de inversiones de las operadoras de Chile por medio de la Ley 20.255. De nuevo, la ley mantuvo la facultad de Banco Central de Chile de determinar el límite global máximo de inversiones en el extranjero, pero elevó el límite máximo a un 80% del valor de los fondos. Como en el caso anterior y con el fin de preservar la estabilidad del mercado de capitales local, esta ley estableció un periodo de 12 meses donde el límite se elevó primero al 60% para luego alcanzar el 80%.

5.2. Colombia: límite de negociaciones de divisas para cada periodo de 5 días

La regulación colombiana establece un límite máximo de un 40% del valor del fondo en títulos, participaciones o valores en emisores extranjeros para el fondo denominado *Fondo Conservador*, diseñado para las personas cercanas a la edad de retiro, y un límite de 60% para el *Fondo Moderado* que fue creado para aquellos afiliados más jóvenes que podrían tolerar mayores fluctuaciones en la rentabilidad de sus inversiones en el corto plazo.

En conjunto con los límites máximos, el decreto 3865 de 2011 estableció un límite a la negociación de compra y venta de divisas por parte de las operadoras de pensiones para cada periodo de 5 días hábiles. El límite se fijó en 2,5% del valor de cada fondo e incluye todas las negociaciones en el mercado de contado y a través de instrumentos derivados. Al momento de su creación, el decreto señalaba dos motivos detrás del establecimiento del límite. Primero, dado el tamaño que alcanzaron los fondos de pensiones colombianos y la poca profundidad del mercado cambiario local, las operadoras se convirtieron en agentes capaces de incidir en el nivel y la volatilidad del tipo de cambio a través de operaciones de corto plazo. En segundo lugar, el límite buscaba prevenir que las operadoras se desviaran de forma abrupta de los objetivos de largo plazo que deberían orientar su estrategia de inversión, y así prevenir operaciones en corto que no estuvieran orientadas a dichos objetivos. El decreto estuvo vigente por casi 10 años y fue derogado en 2020 con la llegada de un nuevo marco regulatorio que buscaba flexibilizar el régimen de inversiones de las operadoras⁴.

5.3. Perú: gradualidad para aumentar el límite de inversiones en el exterior

El límite de inversiones en el exterior en Perú es determinado por el Banco Central de la Reserva del Perú que ha optado por una política de aumentos graduales de entre 1 y 2 p.p. a lo largo de varios años hasta alcanzar un límite máximo del 50%.

El compromiso con la estabilidad monetaria ha sido la principal razón por la que se delegó al Banco Central de la Reserva del Perú la determinación de los límites de colocación de

⁴ Derogado por el artículo 23 del decreto 1393 de 2020.

recursos en el extranjero. Así, por ejemplo, en setiembre de 2014, el Banco Central aprobó aumentar el límite de inversión en el exterior de las operadoras privadas de pensiones de un 40% a un 42% del valor de los fondos administrados. En este caso, se determinó un incremento de medio punto porcentual al mes hasta alcanzar el nuevo límite en enero de 2015. De la misma manera se aprobaron otros incrementos en años más recientes hasta alcanzar el límite máximo del 50% del valor de los fondos administrados a mediados de 2018⁵.

5.4. Islandia: montos máximos de inversiones extranjeras y acuerdo para detener la salida de fondos al exterior por 6 meses

Durante el periodo 2008-2017, Islandia se caracterizó por imponer un estricto control de capitales a las personas, empresas y fondos de pensiones. En el caso de las operadoras de pensiones, se impusieron restricciones a la compra de divisas para evitar fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio.

En particular, las operadoras podían comprar moneda extranjera por medio de un proceso de excepción que requería de aprobación por parte del Banco Central de Islandia⁶. Como parte de este proceso, el Banco Central tenía la facultad de fijar el monto máximo de recursos que se podían colocar en instrumentos emitidos en moneda extranjera y el periodo durante el cual la excepción se mantenía en vigor. Asimismo, la compra de moneda extranjera y la colocación de fondos en el exterior debía hacerse de forma gradual durante todo el año. Aunque las restricciones sobre el flujo de capitales se eliminaron en 2017, el país ha tomado medidas adicionales en periodos de crisis. Por ejemplo, debido a la severa contracción de las exportaciones durante la pandemia de la COVID-19 y en aras de preservar la estabilidad macroeconómica del país, las operadoras de pensiones y el Banco Central de Islandia acordaron detener la compra de divisas por parte de las operadoras por un periodo de 6 meses a partir de marzo de 2020.

6. Conclusión

En los últimos 6 años, la transición hacia una mayor colocación de los recursos administrados por las OPC en emisores externos se ha traducido en un incremento general de sus requerimientos de divisas. Este fenómeno ha respondido a la necesidad natural de las operadoras de ampliar sus opciones de inversión y diversificación.

El marco regulatorio vigente fija un límite máximo del 25% del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras, con la posibilidad de incrementarlo hasta un 50%. Ahora bien, le corresponda a cada entidad regulada disponer de la ampliación del límite de un 25% a un 50%, determinar el ritmo de colocación de los fondos y demostrar que dicha ampliación cumple con lo indicado en el artículo 62 de la LPT.

⁵ Según lo indica la Ley 25807 del 28 de noviembre de 1992.

⁶ La excepción se hizo con respecto a la Ley de Cambio de Divisas 87/1992 (en inglés, Foreign Exchange Act 87/1992).

La experiencia internacional muestra que la gradualidad en el aumento del límite para colocar fondos en emisores extranjeros y el establecimiento de montos máximos para negociar en el mercado cambiario han sido prácticas usuales que se han implementado en países con condiciones similares a las de Costa Rica. Además, algunos países, como Islandia, tomaron medidas más drásticas como detener temporalmente el flujo de fondos de las operadoras hacia emisores extranjeros como forma de frenar la presión sobre el tipo de cambio durante periodos de vulnerabilidad económica, como la pandemia de la COVID-19.

Todas estas medidas se han dado en el contexto de economías pequeñas donde las operadoras de pensiones tienen una participación significativa en el mercado cambiario y por lo tanto, potencial para afectar la economía local. En este sentido, la experiencia internacional ofrece una referencia para examinar, si se quisiera, políticas complementarias que podrían aplicarse eventualmente en el caso costarricense.

7. Referencias

Arbeláez, M. y Steiner, R. (2010). Efecto de los Fondos de Pensiones Obligatorios y de Disposiciones del Banco Central sobre el Mercado de Derivados y la Volatilidad Cambiaria en Colombia. Inter-American Development Bank. Policy Brief No. IDB-PB-113.

BCCR (2022). Informe de Política Monetaria abril 2022. San José: Banco Central de Costa Rica. Disponible en: https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/IPM_abril_2022.pdf

BCCR (2022). Informe de Política Monetaria julio 2022. San José: Banco Central de Costa Rica. Disponible en: https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/IPM_julio_2022.pdf

BCCR (2022). Tipo de cambio de referencia de compra y venta del dólar de los Estados Unidos de América en colones costarricenses. Recuperado el 22 de junio de 2022. Disponible en: <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%20400>

Central Bank of Iceland (18 de diciembre, 2016). Pension funds' authorization for foreign investment in 2017 [Comunicado de Prensa]. Disponible en: <https://www.cb.is/publications/news/news/2016/12/28/Pension-funds-authorisation-for-foreign-investment-in-2017/>

Central Bank of Iceland (15 de junio, 2020). Statement by the Central Bank of Iceland on extension of the hiatus in pension funds' foreign currency purchase. [Comunicado de Prensa]. Disponible en: <https://www.cb.is/publications/news/news/2020/06/15/Governors-statement-on-extension-of-the-hiatus-in-pension-funds-foreign-currency-purchases/>

Ley No. 20.210. Ley que modifica el decreto ley No. 3.500, de 1980, con el objeto de ampliar límites de inversión en el extranjero de los Fondos de Pensiones (Chile, 27 de julio de 2007). Disponible en: <https://www.bcn.cl/historiadelaley/historia-de-la-ley/vista-expandida/5304/>

Ley No. 20.225. Ley que crea un Sistema de Pensiones Solidarias mediante el cual el Estado de Chile entrega y financia beneficios como las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez y los aportes previsionales solidarios de vejez e invalidez (Chile, 17 de marzo de 2008). Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-.7330.html#:~:text=Crea%20y%20establece%20un%20Sistema,APS\)%20de%20vejez%20e%20invalidez.](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-.7330.html#:~:text=Crea%20y%20establece%20un%20Sistema,APS)%20de%20vejez%20e%20invalidez.)

Ley No. 25897. Ley que crea el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones. (Perú, 28 de noviembre de 1992. Disponible en: <https://www.gob.pe/institucion/minsa/normas-legales/256914-25897>

Ley No. 7983. Ley de Protección al Trabajador (Costa Rica, 18 de febrero de 2000). Disponible en: http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=43957&nValor3=0&strTipM=TC

Decreto No. 3865. Decreto que modifica el régimen de inversiones de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias establecido en el Decreto 2555 de 2010. (Colombia, 18 de octubre de 2011). Disponible en: https://normativa.colpensiones.gov.co/colpens/docs/decreto_3865_2011.htm

Decreto No. 1393. Decreto que modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias y cesantía, las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización y se dictan otras disposiciones. (Colombia, 26 de octubre de 2020). Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=144391>

Reglamento de Gestión de Activos. (Costa Rica, 2 de noviembre de 2018). Disponible en: http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=87493&nValor3=0&strTipM=TC

Superintendencia de Pensiones (2022). Estadísticas. Recuperado el 22 de junio de 2022. Disponible en: <https://www.supen.fi.cr/estadisticas>