

# Observatorio Económico

## Pensiones

Madrid 14 de julio de 2011  
Análisis Económico

*Brasil*  
Enestor Dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com  
+ 34 91 537 6887

## Infraestructura y fondos de pensiones en Brasil

- **Las inversiones en infraestructura siguen siendo muy bajas en Brasil**  
El gasto en infraestructura se situó en torno al 3,3% del PIB en 2010, menos de lo necesario para reproducir el desarrollo experimentado por las economías asiáticas (4%-6%).
- **El gobierno ha estado tratando de incrementar las inversiones en infraestructura,** pero hay importantes restricciones fiscales que impiden que el sector público invierta directamente en el sector, y al mismo tiempo, las incertidumbres legales y otras distorsiones inhiben las inversiones privadas.
- **Tal como parece indicar la experiencia internacional, los fondos de pensiones pueden ser una fuente importante de recursos para las inversiones en infraestructura**  
Los fondos de pensiones de Brasil tienen el tamaño suficiente (14,5% del PIB) y el perfil adecuado para cubrir las necesidades de financiación de las inversiones en infraestructura.
- **Los fondos de pensiones asignan en torno al 21% de su cartera (3% del PIB) al sector de la infraestructura,** pero no más del 1% de sus recursos se canalizan hacia el sector a través de inversiones directas en proyectos/fondos de infraestructura. El grueso de las inversiones (en torno al 20% de la cartera de los fondos de pensiones) en este segmento se hace a través de operaciones de renta variable y renta fija.
- **La esperada reducción de los tipos de interés reales debe crear más espacio para que los fondos de pensiones inviertan en infraestructura y en otros sectores**  
Mientras los tipos de interés se mantengan en niveles muy elevados, los bonos públicos seguirán siendo muy atractivos. En 2010, el 48% de los recursos de los fondos de pensiones se invirtieron en bonos públicos.

## 1. Infraestructura: escasa inversión a pesar de las necesidades crecientes

A pesar del buen desempeño macroeconómico en los últimos años, la inversión en infraestructura se ha mantenido baja en Brasil. Durante la mayor parte de la década pasada, el gasto en infraestructura se quedó cerca del 2,0% del PIB. Más recientemente, la inversión en infraestructura ha aumentado, hasta alcanzar un nivel en torno al 3,3% del PIB. Estas cifras resultan deficientes en comparación con el nivel necesario para mantener un stock de infraestructura de capital constante (3,0%), y en comparación con la cantidad necesaria para que el país reproduzca el desarrollo que hemos visto en Corea del Sur y en otras economías asiáticas (4,0%-6,0%)<sup>2</sup>.

Como consecuencia natural de una inversión insuficiente durante un periodo prolongado, la infraestructura es en la actualidad uno de los principales obstáculos para la actividad productiva de Brasil. Desde una perspectiva macroeconómica, la escasez de buenas infraestructuras es uno de los principales factores que impiden al país alcanzar un crecimiento superior al 4,0% de manera sostenible.

El estado de las infraestructuras brasileñas se puede resumir en la clasificación de infraestructuras del Foro Económico Mundial, que muestra que en 2011 Brasil se sitúa en el puesto número 62 entre 139 países (en comparación, Singapur ocupa el número 5, Malasia el 30, Chile el 40, China el 50, Turquía el 56, México el 75 y la India el 86)<sup>3</sup>.

Gráfico 1  
**Inversión en infraestructura (% del PIB)**



Fuente: Claudio Frischhtak in "O investimento em Infra-Estrutura em Brasil"

Tabla 1  
**Calidad de las infraestructuras: clasificación (entre 139 países)**

Infraestructuras	62
Calidad de las infraestructuras en general	84
Calidad de las carreteras	105
Calidad de la infraestructura ferroviaria	87
Calidad de la infraestructura portuaria	123
Calidad de la infraestructura de transporte aéreo	93
Kilómetros de líneas aéreas disponibles	9
Calidad del suministro eléctrico	63
Líneas de teléfonos fijos	62
Suscripciones de teléfonos móviles	76

Fuente: Foro Económico Mundial, 2011

Los factores principales que explican la falta de inversión en infraestructura en los últimos años son:

- Restricciones fiscales: la carga fiscal ya es muy alta (aproximadamente el 35% del PIB) y prácticamente no hay margen para aumentar los impuestos con el fin de invertir en infraestructura. Además, una parte significativa de los recursos presupuestarios están comprometidos, lo que deja poco espacio para invertir en infraestructura. La rigidez presupuestaria implica que los recortes del gasto, como el que se está implementando este año, afectan normalmente a la inversión en infraestructura.
- Después de tener que ocuparse durante décadas de problemas macroeconómicos como la inflación, el sector público perdió la capacidad de planificar y realizar inversiones en infraestructura

1. Véase Frischhtak, Claudio. 2007. "O Investimento em Infra-Estrutura no Brasil: Histórico Recente e Perspectivas".

2. Véase Frischhtak, Claudio. 2007 y Fay M. y M. Morrison. 2005. "Infrastructure in Latin America & the Caribbean: Recent Developments and Key Challenges." Washington, DC: Banco Mundial, Unidad de Finanzas, Sector Privado e Infraestructura, Región de América Latina y el Caribe.

3. Véase el Foro Económico Mundial. 2010-2011. The Global Competitiveness Report.

- Debilidad del entorno legal y regulatorio. Aunque la regulación de algunos sectores (como las telecomunicaciones y la electricidad) está clara, en algunos casos no ocurre lo mismo (como en el caso de las explotaciones de cuencas pre-salinas y del gas). Además, cada vez hay más problemas con respecto al uso político de los organismos reguladores.
- La inflación, así como otros problemas macroeconómicos, han distorsionado los precios de los activos y las condiciones de financiación. Los tipos de interés reales están entre los más altos del mundo, lo que inhibe la inversión a largo plazo, como la inversión en infraestructura.

A pesar de todos estos problemas, la creciente necesidad de mejorar la infraestructura local ha dado lugar recientemente a una sensación de prioridad hacia el gasto en infraestructura. Esta sensación se ha fomentado especialmente con la organización del Mundial de Fútbol de 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016. Por consiguiente, el gobierno ha dejado margen para incrementar la inversión pública directa (especialmente en infraestructura) y el total de las inversiones públicas alcanzó el 2,9% del PIB en 2010, en comparación con el 1,6% en 2006.

Entre las principales iniciativas públicas para fomentar el gasto en infraestructura está el PAC o Plan para la Aceleración del Crecimiento, que es sin duda la iniciativa más visible. De 2007 a 2010, las inversiones incluidas en el PAC ascendieron a 444.000 millones de reales, aproximadamente un 3,5% del PIB; la mayoría de los recursos se invirtieron en viviendas sociales en vez de invertirse en infraestructura física. Durante el periodo 2011-2014, el objetivo es invertir 955.000 millones de reales, aproximadamente un 5,2% del PIB.

Además de invertir directamente en infraestructura, el gobierno ha tratado, con tímidos resultados, de aplicar políticas para atraer la participación del sector privado. Un ejemplo fue la ley de Participaciones Público-Privadas (PPP) implementada en 2004, cuya idea era facilitar la inversión en infraestructura a través de la cooperación de agentes privados con el sector público. Después de siete años, el gobierno no pudo allanar el camino para tales asociaciones, ya que siguen siendo relativamente complejas desde un punto de vista financiero y jurídico, lo que aumenta los riesgos relacionados con las asociaciones a largo plazo con el sector público. Además, la baja rentabilidad también se considera una barrera para la creación de más PPP.

Otra medida pública reciente para aumentar el papel del sector privado fue el anuncio de medidas para estimular la financiación a largo plazo y poder hacer mejoras en la infraestructura. El objetivo es crear instrumentos financieros específicos para la financiación de la infraestructura y crear en Brasil un mercado de deuda a largo plazo más sólido y diversificado. En concreto, las principales medidas que se adoptaron fueron las siguientes:

- El impuesto sobre la renta de las debentures ligadas a inversiones en infraestructura se redujo al 0,0% para las familias e inversores no residentes y al 15% para las empresas.
- El impuesto sobre la renta de los bonos relacionados con algunas inversiones se redujo al 0,0% para los inversores no residentes.
- La creación de un nuevo marco legal para las debentures (se modificó el antiguo marco legal establecido por la Ley 6.404).
- El IOF (impuesto sobre operaciones financieras) en las entradas de capital extranjero en fondos de capital riesgo se redujo al 2,0%.
- Creación de un fondo de liquidez: las instituciones financieras pueden ahora asignar hasta 3 pp de sus encajes bancarios en el Banco Central ligados a los depósitos a plazo para tener un fondo de liquidez para los bonos privados. Además, se establecieron incentivos fiscales para estimular el fortalecimiento del mercado secundario de los bonos privados.

A pesar de haber tomado medidas para fomentar la inversión privada en infraestructura, en los últimos años el sector público ha hecho pocos esfuerzos por mostrar su apertura y su compromiso para aumentar la participación del sector privado. Por consiguiente, la reciente decisión de conceder la gestión de algunos de los principales aeropuertos del país al sector privado debe verse, sin duda alguna, como una señal positiva.

## 2. Fondos de pensiones: todavía centrados en la financiación del sector público

El sistema de pensiones de Brasil consiste en un sistema universal público y obligatorio y dos planes complementarios privados y voluntarios: un plan cerrado, compuesto por individuos ligados a empresas, sindicatos o asociaciones profesionales y gestionado por organizaciones sin ánimo de lucro, y un plan abierto, gestionado por instituciones con fines de lucro (sobre todo bancos y aseguradoras) que está abierto a cualquier individuo.

El sistema universal obligatorio funciona como un mecanismo de "reparto" en el que las aportaciones de los trabajadores activos se utilizan para pagar las prestaciones de los trabajadores jubilados. En 2010, los ingresos de este sistema universal público ascendieron al 5,8% del PIB y el total de gastos al 6,9% del PIB, lo que implica que el sistema tuvo un déficit equivalente al 1,1% del PIB.

Como muestra el gráfico siguiente, el déficit actual de la seguridad social es superior al déficit observado a finales de la década de 1990 (un 0,3% en 1997), ya que en este periodo los gastos han crecido mucho más que los ingresos. En concreto, los gastos pasaron del 5,0% al 6,9% del PIB, mientras que los ingresos aumentaron del 4,7% de 1997 al 5,8% registrado el año pasado.

El crecimiento observado en el gasto de la seguridad social se debe a la vinculación de las prestaciones con el salario mínimo y, también, a la generosidad del sistema. Con respecto a lo primero, el 69% de los beneficiarios recibieron pagos equivalentes al salario mínimo mensual en 2009. El vínculo entre salario mínimo y prestaciones sociales fue especialmente dañino en los últimos años, ya que el salario mínimo se ha ajustado considerablemente al alza (en torno al 6,0% en términos reales durante el gobierno de Lula). En cuanto a la generosidad del sistema, la proporción de población por encima de los 65 años fue igual al 7% y el gasto de la seguridad social también se situó en torno al 7% del PIB en 2006, lo que contrasta fuertemente con las tasas observadas en otros países durante el mismo periodo, como Japón (población de más de 65 años: 20%, gasto de la seguridad social: 7% del PIB), España (17% y 9% respectivamente) y EE. UU. (13% y 6%). Otra prueba más de la generosidad del sistema brasileño es que en 2008 la edad media de jubilación fue de 53 años (51 para las mujeres y 54 para los hombres)<sup>4</sup>.

El deterioro de las cuentas de la seguridad social se produjo a pesar de haberse implantado algunas reformas parciales pero importantes durante los gobiernos de Cardoso y de Lula. Es indudable que de no haberse introducido estas reformas, el déficit del sistema hubiera aumentado de forma mucho más pronunciada. Entre las principales reformas que se hicieron están la implementación del "factor previdenciario" (un factor de descuento establecido para animar a los trabajadores a retrasar la jubilación al calcular las prestaciones según las aportaciones del asegurado, la edad y la esperanza de vida en el momento de la jubilación; el uso de este factor es obligatorio para hacer los cálculos de las prestaciones de los trabajadores asegurados a partir de noviembre de 1999), la implementación de un periodo de cotización mínimo como requisito para jubilarse, la aplicación de impuestos en las prestaciones de la seguridad social y otros requisitos de jubilación más estrictos.

Las perspectivas de las cuentas de la seguridad social no son favorables, ya que el sistema se enfrentará a un lento pero continuo efecto negativo derivado del envejecimiento de la población y a un fuerte crecimiento del salario mínimo (una nueva ley estableció un suelo para los futuros ajustes del salario mínimo, que estarán vinculados a la inflación del año anterior más el promedio de crecimiento del PIB de los dos años precedentes). Sin embargo, el deterioro que se prevé en las cuentas de la seguridad social, desencadenará la aplicación de nuevas reformas. En los últimos meses, el gobierno ha estado estudiando un proyecto para modificar el sistema actual. Entre las opciones que se están estudiando están eliminar la vinculación entre el salario mínimo y las prestaciones de la seguridad social y aumentar la edad de jubilación.

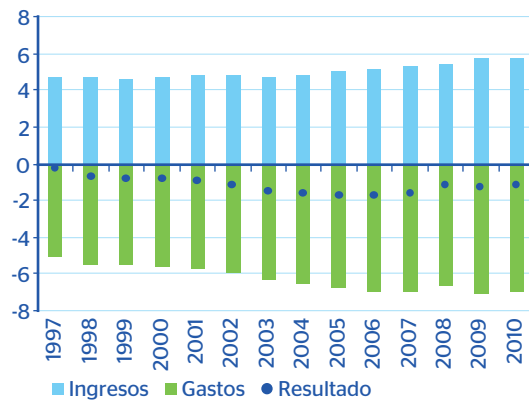
4: Véase Giambiagi, Fabio. 2009. "Previdência Social no Brasil: diagnóstico e propostas" y Credit Suisse. 2009. "A guide to the Brazilian economy".

El sistema universal se complementa con un sistema privado voluntario que utiliza mecanismos de capitalización. Los planes abiertos están regulados por la SUSEP, que depende del Ministerio de Economía, y los planes cerrados los supervisa PREVIC, que depende del Ministerio de la Seguridad Social.

Las aportaciones a los planes complementarios abiertos han aumentado hasta alcanzar el 1,25% del PIB en 2010 (véase el gráfico más abajo). Este porcentaje es relativamente pequeño en comparación con el tamaño del sistema de seguridad social universal y con los planes abiertos (para esos últimos, véanse los detalles a continuación). Aunque las aportaciones como porcentaje del PIB no son tan significativas como las otras ramas del sistema, el número total de participantes en los planes abiertos ascendió a 8 millones de personas en 2010 (aproximadamente un 4% de la población total).

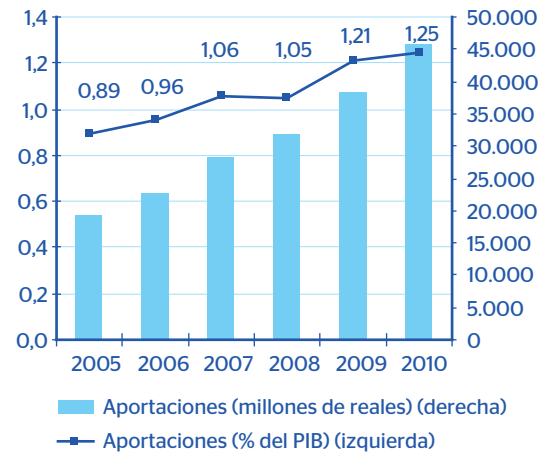
Los principales planes abiertos, que gestionaron el 93% del total de las aportaciones en 2010, son aquellos vinculados a los bancos más importantes que operan en el país: Bradesco (cuota de mercado: 31%); Banco do Brasil (21%), Itaú (19%), Santander (11%), Caixa Economica Federal (7%) y HSBC (4%).

Gráfico 2  
Cuentas de la Seguridad Social (% del PIB)



Fuente: Tesoro Nacional

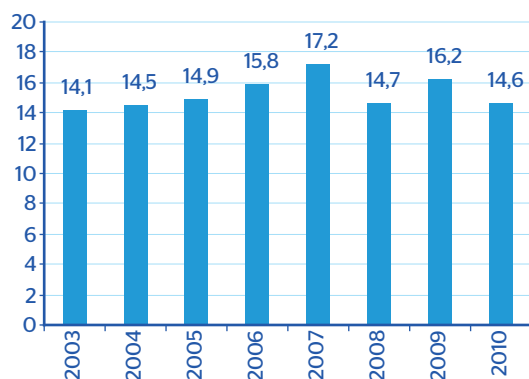
Gráfico 3  
Planes complementarios abiertos: aportaciones



Fuente: SUSEP.

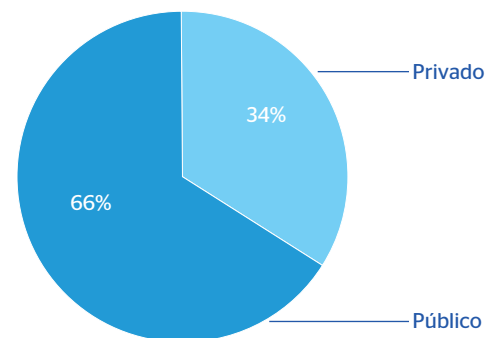
En lo que respecta a los planes cerrados, sus inversiones ascendieron a 538.000 millones de reales en 2010 (el octavo puesto del mundo en términos absolutos según PREVIC, y aproximadamente el 14,5% del PIB). El 66% de esta cuantía procede de fondos de pensiones vinculados a empresas de propiedad del estado, y por consiguiente, el 34% procede de fondos de pensiones de empresas privadas.

Gráfico 4  
Fondos complementarios cerrados: activos (% del PIB)



Fuente: ABRAPP

Gráfico 5  
Fondos de pensiones complementarios cerrados: asociados a las empresas público - privadas



Fuente: ABRAPP

Los tres fondos de pensiones de mayor tamaño en Brasil están actualmente asociados con las empresas públicas: 1) Previ: fondo de pensiones del Banco do Brasil; cuota de mercado: 28% de las inversiones totales; 2) Petros: fondo de pensiones de Petrobras; cuota de mercado: 10% de las inversiones totales; 3) Funcef: fondo de pensiones de la Caixa Economica Federal; cuota de mercado: 8% de las inversiones totales.

Los dos mayores fondos de pensiones vinculados a las empresas privadas son Fundação CESP y Valia, que ocupan el cuarto y el quinto lugar respectivamente en cuanto al tamaño de los fondos del país, con cuotas de mercado equivalentes al 3,5% y al 2,5%.

Los cinco primeros fondos de pensiones manejan el 52% del total de recursos del sistema.

Como se muestra en la tabla siguiente, más del 50% de las reservas de los fondos de pensiones proceden del sector financiero. Además de Previ (Banco do Brasil) y FUNCEF (Caixa Economica Federal), hay otros tres fondos de pensiones del sector financiero que se encuentran entre los diez primeros fondos: Itaubanco (Itaú), Banesprev (Santander) y Centrus (Banco Central do Brasil).

Tabla 2

**Origen de las reservas de los fondos de pensiones**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Sector financiero</b>	48,9%	49,7%	50,1%	51,5%	54,0%	51,3%	52,0%	51,3%
<b>Sector servicios</b>	26,9%	26,5%	26,2%	24,4%	22,9%	24,7%	24,1%	24,6%
<b>Sector industrial</b>	24,2%	23,8%	23,8%	24,2%	23,2%	24,0%	23,9%	24,1%
<b>Petroquímica</b>	10,5%	10,2%	10,1%	9,7%	9,4%	9,9%	9,6%	10,6%
<b>Acero</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,0%	5,3%	5,2%
<b>Maquinaria y equipos</b>	1,9%	1,9%	1,9%	2,3%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%
<b>Química</b>	2,2%	2,3%	2,3%	2,5%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%
<b>Electrónica</b>	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
<b>Automotriz</b>	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,1%	0,6%
<b>Alimentación</b>	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%
<b>Minería</b>	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Bebidas</b>	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	1,1%
<b>Otros</b>	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	0,3%

Fuente: ABRAPP

Los fondos de pensiones cerrados de Brasil se clasifican según las características del plan: prestaciones predefinidas, aportación predefinida y plan mixto. Los planes con prestaciones predefinidas representan casi el 80% de las inversiones en fondos de pensiones, ya que este fue el primer plan que se puso en funcionamiento en el país.

El número de afiliados a los fondos de pensiones se situó ligeramente por encima de los 2 millones en 2010, en comparación con 129.000 en 1990 y 1,6 millones en 2000. Según la información hecha pública por la Asociación Brasileña de Fondos de Pensiones (ABRAPP), el porcentaje actual de hombres constituye el 67,3% del total de los afiliados a los fondos de pensiones. Prácticamente la mitad de los afiliados varones se sitúan en una franja de edad entre los 35 y los 54 años.

Tabla 3

## Perfil de los afiliados a los fondos de pensiones

	Sexo	
	32,7%	Female
<b>67,3%</b>		
<24	5.3%	3.0%
25-34	21.4%	11.2%
35-54	33.4%	14.8%
55-64	5.2%	2.4%
65-74	1.3%	0.8%
75-84	0.5%	0.3%
>85	0.3%	0.2%
<b>Total</b>	<b>67.3%</b>	<b>32.7%</b>

Fuente: ABRAPP

De cara al futuro, el tamaño de los fondos de pensiones brasileños debería incrementarse no sólo debido a un proceso natural de desarrollo tanto del país como del sistema de pensiones, sino también debido a una eventual reforma de la seguridad social que limitará los beneficios de los funcionarios y, por consiguiente, creará espacio para planes complementarios.

### 3. Fondos de pensiones: tamaño y perfil para cubrir las necesidades de financiación de la infraestructura

Tal como parece indicar la experiencia internacional, los fondos de pensiones pueden ser una fuente importante de recursos para las inversiones en infraestructura<sup>5</sup>. Esta opinión parece que también la comparten las principales autoridades políticas brasileñas. La presidenta Dilma Rousseff, por ejemplo, señaló recientemente que: "No podremos financiar los proyectos de infraestructura sin una participación más fuerte de los fondos de pensiones".

Cada vez hay más constancia de que algunos fondos de pensiones están financiando proyectos de infraestructura en Brasil. Tres de los mayores fondos de pensiones del país, PREVI, Petros y FUNCEF, por ejemplo, controlan Invepar, cuyo capital ascendió a 1.400 millones de reales en 2010, y es una de las principales empresas que invierten en el sector del transporte. Petros, por ejemplo, invierte cada vez más en proyectos de infraestructura relacionados con el sector de la energía, que incluye inversiones en el sector del petróleo y el gas, así como en pequeñas plantas hidroeléctricas.

Este creciente interés en invertir en infraestructura es el resultado de una mayor oferta de proyectos de infraestructura y de una mayor demanda de fondos de pensiones para tales inversiones. La mayor oferta ha llegado tras la priorización de los proyectos de infraestructura y la sensación de urgencia en torno a ellos. La mayor demanda, por otro lado, está relacionada con las perspectivas de que los tipos de interés seguirán bajando<sup>6</sup> y de que, en algún momento, los fondos de pensiones tendrán que diversificarse y alejarse de los activos vinculados a los tipos de interés (como los bonos públicos; véase más abajo información más detallada sobre este particular). Además, las inversiones en infraestructura pueden potencialmente generar altas rentabilidades<sup>7</sup>, baja correlación con otros activos, sensibilidad limitada al ciclo económico (como han mostrado las recientes turbulencias mundiales), flujo de caja estable a largo plazo y buena protección contra la inflación (ya que en muchos casos los ingresos por las infraestructuras están ligados a la inflación).

5. Véase Fundos de Pensao - Revista da ABRAPP, Marzo/abril 2011, "Estudo sobre infraestrutura como classe de ativo" y también Inderst, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", OCDE Working Papers on Insurance and Private Pensions, nº 32, OECD.

6. Los tipos de interés reales cayeron del 11.5% en el periodo 2000-2004 a un porcentaje en torno al 7.0% en la actualidad.

7. Los proyectos de energía, por ejemplo, pueden generar rentabilidades que van del 15% al 25% según JP Morgan, lo que está en línea con las rentabilidades de Petro sobre la inversión en el sector (un 19% según Fundos de Pensao - Revista da ABRAPP, Julio 2010, "As boas oportunidades em infraestrutura").

Pero a pesar del creciente interés en los proyectos de infraestructura, la inversión de los fondos de pensiones en el sector es todavía relativamente pequeña. Según la PREVIC, que es el regulador de los planes complementarios cerrados, las inversiones directas de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura ascienden a 1.800 millones de reales. Esta cifra sólo representa el 0,3% de las inversiones generales de los fondos de pensiones y no más del 1,5% del total de recursos que se invierten en infraestructura en Brasil. El volumen principal de estas inversiones directas en infraestructura se canaliza a través de los fondos de inversión de capital privado (fundos de investimento em participações - FIP) o a través de inversiones realizadas por sociedades filiales (empresas participadas) como la inversión de fondos de pensiones en Invepar.

La utilización de otros instrumentos como las PPP y las sociedades instrumentales (SI)<sup>8</sup> que permiten a los fondos de pensiones invertir directamente en infraestructura sigue siendo limitada, ya que todavía se consideran mecanismos complejos en comparación con otros instrumentos como los FIP. En marzo de 2010, el gobierno aprobó medidas con respecto a la presentación de garantías para facilitar la utilización de las SI en los fondos de pensiones, lo que podría estimular su utilización en el futuro (en 2010, los fondos de pensiones invirtieron sólo 119 millones de reales, un 0,0% de su cartera, mediante las SI).

Aunque no hay datos oficiales que muestren las inversiones indirectas del sistema (es decir, las inversiones destinadas al sector a través de otros instrumentos, como la adquisición de renta variable y fija emitida por empresas del sector), el análisis de la cartera de PREVI podría arrojar algo de luz sobre este asunto. Tras examinar los estados financieros de PREVI en 2010, calculamos que las inversiones indirectas en infraestructura se sitúan en torno a 32.000 millones de reales, lo que representa aproximadamente el 20% del total de inversiones de PREVI.

Además de proporcionar recursos indirectos para la infraestructura, PREVI invierte aproximadamente un 0,7% de sus recursos totales en el sector a través de los FIP y subsidiarias como Invepar, Log-In y Neoenergía.

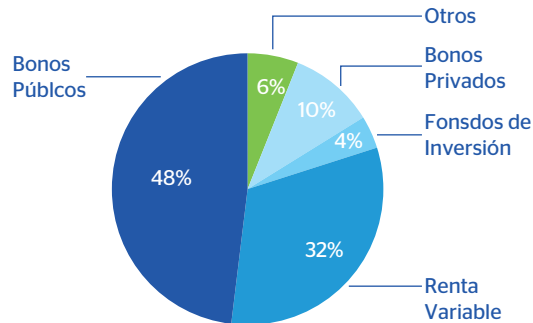
Por consiguiente, si nos guiamos por el ejemplo de PREVI, el total de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura en Brasil supone aproximadamente el 21% del total de inversión de los fondos de pensiones, del cual menos del 1% se invierte directamente a través de los FIP o de sociedades filiales. Por tanto, como porcentaje del PIB, el total de inversiones en infraestructura representa más o menos el 3%, una cifra inferior a la de Chile (6,5%) y Colombia (3,5%), pero superior a la de Perú (2,2%) y México (0,8%).

La esperada reducción de los tipos de interés debería crear más espacio para la inversión en infraestructura y en otros sectores. Mientras los tipos de interés sigan en niveles muy elevados (el SELIC, que es el tipo de interés de referencia está actualmente en el 12,25% y el promedio del año pasado fue un 10,0%, su valor más bajo en muchos años), el atractivo de los bonos públicos seguirá siendo alto. En 2010, el 48% de los recursos de los fondos de pensiones se invirtieron en bonos públicos. Por otro lado, los recursos invertidos en fondos de inversión (que incluyen los FIP así como otros tipos de fondos) sólo llegaron al 4% de la cartera de los fondos de pensiones.

8: Deben formarse SI por un término de duración fijo para financiar nuevos proyectos, y sus actividades deben restringirse a las estipuladas en el objeto social.

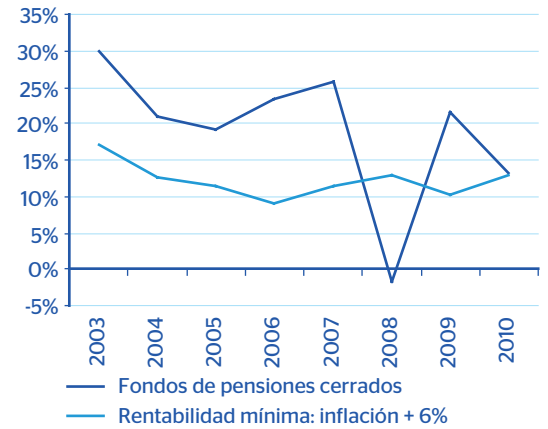


Gráfico 6  
Inversiones de los fondos de pensiones



Fuente: PREVIC

Gráfico 7  
Rendimiento de la inversión (%)



Fuente: ABRAPP

Sustentadas por las altas rentabilidades de los bonos públicos, las rentabilidades generales de las inversiones de los fondos de pensiones superan los rendimientos mínimos que requieren la mayoría de los planes, es decir la inflación (INPC) más el 6% (véanse más detalles en el gráfico anterior), con la excepción de 2008.

En 2009, el organismo regulador introdujo nuevos límites en las inversiones para mejorar la gestión del riesgo del sistema de pensiones de Brasil (véase la tabla a continuación). En cuanto a los principales instrumentos para invertir en infraestructura, observamos que los límites legales restringen las inversiones de los FIP a un máximo del 10% de la cartera de los fondos de pensiones por emisor y a un máximo del 20% en general.



**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

## Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Pensiones:

*Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

*Economista Jefe de Pensiones*

**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

**Javier Alonso**  
javier.alonso.meseguer@grupobbva.com

**Soledad Hormazábal**  
shormazabal@grupobbva.cl

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com.co

**Rosario Sánchez**  
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

**Diego Torres**  
diego.torres.torres@grupobbva.com

*Economías Emergentes*

Brasil  
**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
rdomech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com