

La rentabilidad de los fondos del sistema de pensiones en El Salvador 1998-2011

Presentación

El equipo de investigación del Programa de Estudios sobre Políticas Públicas de FUNDAUNGO¹ ha elaborado este documento con el propósito de aportar al debate en el tema previsional en el país. La elaboración de este documento tiene como base el “Diagnóstico del Sistema de Pensiones en El Salvador (1998-2010)” elaborado por el Dr. Carmelo Mesa-Lago, el cual fue presentado en julio de 2011. Esta investigación ha contado con el apoyo de la Iniciativa Think Tank.

Si bien el diagnóstico realizado por Mesa-Lago brinda una visión global del sistema de pensiones, evaluando su desempeño en seis aspectos clave: organización y unidad, cobertura, suficiencia de las pensiones, solidaridad social y equidad de género, eficiencia y costo administrativo, y sostenibilidad financiera-actuarial, este documento se enfoca exclusivamente en la rentabilidad de los fondos del sistema de pensiones, presentando en el mismo primero los antecedentes que expone los supuestos tras la reforma estructural y resalta la importancia de la rentabilidad en todo el sistema reconociendo su impacto en la sostenibilidad y suficiencia de las pensiones. En la siguiente sección se realiza un diagnóstico analizando primero la diversificación de la cartera de inversión y sus efectos tanto en el riesgo como la rentabilidad de las inversiones. En la segunda parte del diagnóstico se aborda la evolución de la rentabilidad real y las razones de su tendencia decreciente. En la última sección se brindan las recomendaciones de políticas para este tema.

Antecedentes

Los partidarios de la reforma del sistema de pensiones que se llevó a cabo en El Salvador en 1998 argumentaban que reemplazar el monopolio del sistema público por el SAP ampliaría la cobertura de la PEA y fomentaría la entrada de más AFP al mercado. Las AFP competirían por los asegurados y estos contarían con la información necesaria para escoger las que cargasen la menor comisión y consiguiesen la mayor rentabilidad. Esto promovería la competencia entre las AFP, evitaría la

concentración, reduciría los costos administrativos, generaría una mayor acumulación en la cuenta individual y una pensión mejor.

En cuanto a la mayor acumulación en la cuenta individual, los partidarios de la reforma suponían que producto de la propiedad de la cuenta individual por el asegurado, éste se vería incentivado a la afiliación y cotización puntual, disminuyendo la evasión y la mora; al mismo tiempo que ocurriría una acumulación de capital substancial, se diversificaría la cartera de inversiones y se aumentaría su rentabilidad y el ahorro nacional. De esta forma, una cartera de inversiones más diversificada y con una mayor rentabilidad generaría mejores pensiones para los cotizantes. A 13 años de la reforma, vale analizar si lo supuesto acerca de la diversificación de la cartera y la mayor rentabilidad efectivamente se cumplió.

Diagnóstico

A partir de la implementación de la reforma estructural del sistema ha ocurrido un proceso de capitalización importante del fondo de pensiones en el SAP, sin embargo, la cartera de inversiones no se ha diversificado y la rentabilidad ha disminuido consistentemente.

La cartera de inversiones ha concentrado sus inversiones en deuda pública y el fondo de pensiones ha sido utilizado por el gobierno como una fuente de financiamiento para cubrir el costo fiscal de la reforma. Esta excesiva concentración en deuda pública no solo constituye un riesgo, sino que también subordina la rentabilidad del fondo y el monto de las pensiones futuras al interés que el Estado determine.

Fondo acumulado y diversificación de la cartera de inversiones

El fondo de pensiones en el SAP pasó de \$47 millones a \$5,863 millones en 1998-2011 o de representar el 3.6% del PIB en el año 2000 a constituir el 28.6% en 2011 (Cuadro 1, Gráfica 1), lo cual otorga a las dos AFP que componen el sistema una gran concentración de poder económico-financiero.

Cuadro 1
Monto y rentabilidad del fondo en el SAP, El Salvador, 1998-2011
(a diciembre de cada año)

Años	Monto del fondo		Rentabilidad real (%)		
	Millones US\$	% del PIB	Ultimo año	Histórica [1] ^a	Histórica [2] ^b
1998	47.0	0.0			
1999	213.0	0.0	14.1	14.1	
2000	482.0	3.6	7.9	13.5	
2001	768.0	5.5	7.6	12.8	7.8
2002	1061.0	7.4	2.4	11.0	5.0
2003	1572.0	11.0	4.8	10.8	5.0
2004	2148.0	13.7	2.3	10.1	4.3
2005	2902.0	17.1	1.5	9.5	3.7
2006	3352.0	19.7	1.2	9.1	3.3
2007	3958.0	21.3	1.4	8.8	3.0
2008	4471.0	24.0	-2.4	8.0	2.3
2009	5014.0	23.2	5.5	8.3	2.6
2010	5473.0	27.0	2.4	7.0	2.7
2011	5863.0 ^c	28.6 ^c	-2.5 ^c		2.2

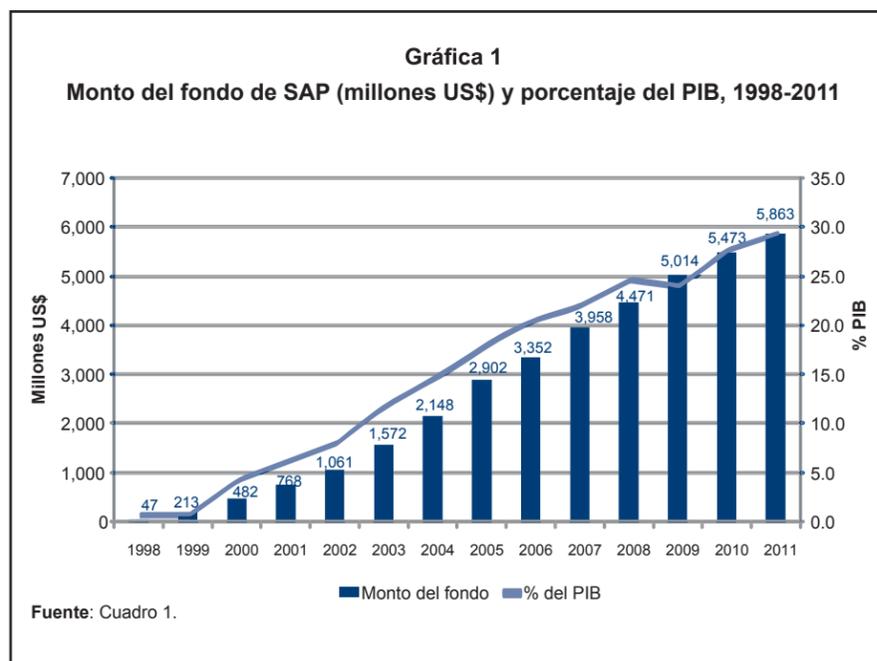
^a Rentabilidad promedio anual desde el inicio del sistema estimada por la Superintendencia de Pensiones. ^b Rentabilidad promedio anual desde 2001. ^c Septiembre.

Fuente: De 1998 a 2009 Mesa-Lago (2011). 2010 y 2011 datos actualizados posteriores a la elaboración del estudio.

Contrario a lo que los reformadores del sistema suponían, la cartera del SAP no se ha diversificado en los 13 años de la reforma y existe una alta concentración de la inversión del fondo en deuda pública.

En 1999-2011 la inversión en deuda pública aumentó de 64.6% a 84.5% (la mayor entre los nueve sistemas privados de pensiones en América Latina); la inversión en bancos y financieras cayó de 31.7% a 10.2%, al igual que en entidades financieras de desarrollo donde declinó de 3.7% a 2.5%. En cuanto a la inversión en valores nacionales, la caída en el número de emisiones privadas provocó una disminución de 1.5% en 1998 a 0.9% en 2011. Por último, la inversión en valores extranjeros y en fondos de titularización representaron respectivamente en 2011 el 1.7% y 0.2% del total de la cartera de inversiones (Cuadro 2, Gráfica 2).

Con la reforma, por tanto, no se ha diversificado la cartera de inversiones y tampoco se ha generado una mayor inversión en el sector privado sino que ha sido concentrada en deuda pública. En este sentido, un estudio del Banco Mundial afirma que los costos fiscales de la transición han obligado a los gobiernos a imponer restricciones a la inversión en valores nacionales y extranjeros y dirigirla hacia deuda pública: "los fondos de pensiones son usados efectivamente por los gobiernos como fuentes cautivas de



Fuente: Cuadro 1.

financiamiento" (Gill y otros 2005, citado en Mesa-Lago 2011). De acuerdo a Mesa-Lago (2011) las razones de la alta concentración y falta de diversificación de la cartera de inversiones son las siguientes:

a) La Ley SAP permitía la inversión en deuda pública entre 80% y 100% (hasta 85% en otros instrumentos públicos), pero solo hasta 20% en valores nacionales, exceptuaba los bonos del tesoro de la calificación de riesgos y

Cuadro 2
Distribución porcentual de la cartera invertida por instrumento en el SAP
El Salvador, 1998-2011 (a diciembre de cada año)

Años	Deuda pública	Bancos y financieras	Entidades desarrollo	Valores nacionales	Valores extranjeros ^a	Fondos de titularización	Total
1998	73.7	24.8	0.0	1.5	0.0	0.0	100.0
1999	64.6	31.7	3.7 ^c	0.0	0.0	0.0	100.0
2000	71.3	25.3	2.3 ^c	1.2	0.0	0.0	100.0
2001	80.7	17.7	0.7	0.9	0.0	0.0	100.0
2002	84.7	14.4	0.4	0.5	0.0	0.0	100.0
2003	82.4	13.2	3.2	0.6	0.6	0.0	100.0
2004	83.5	10.4	4.2	0.5	1.4	0.0	100.0
2005	80.8	12.8	4.3	0.3	1.7	0.0	100.0
2006	78.7	15.5	4.1	0.3	1.4	0.0	100.0
2007	78.7	16.4	3.5	0.7	0.7	0.0	100.0
2008	77.7	17.8	3.1	0.8	0.6	0.0	100.0
2009	79.0	17.2	2.8	0.6	0.4	0.0	100.0
2010	84.7	11.7	2.5	0.9 ^d	0.1	0.0	100.0
2011 ^b	84.5	10.2	2.5	0.9	1.7	0.2	100.0

^a Vendidos en la bolsa local. ^b Septiembre. ^c Renta variable. ^d Dos compañías.

Fuente: De 1998 a 2009 Mesa-Lago (2011). 2010 y 2011 datos actualizados posteriores a la elaboración del estudio.

prohibía la inversión en valores extranjeros.

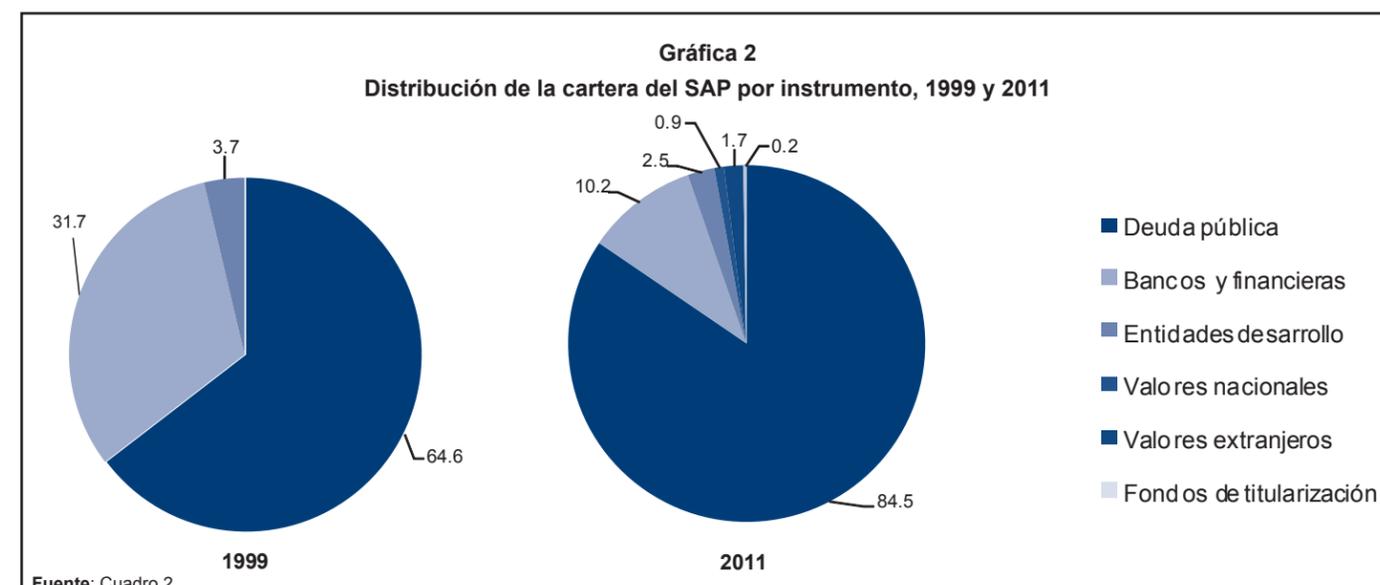
b) La reforma de la Ley SAP en 2006 fijó un máximo de 70% a los títulos públicos (pero actualmente supera el 84%), exceptuó a los CIP, los valores emitidos por la DGT y el BCR de la calificación de riesgo, mantuvo el tope de 20% en valores nacionales y no incluyó la inversión directa en emisiones foráneas.

c) El mercado de capitales es muy pequeño y ofrece pocas acciones o instrumentos financieros privados (las leyes que crearon y regularon el mercado de capitales y la Superintendencia de Valores² fueron promulgadas poco antes de la reforma).

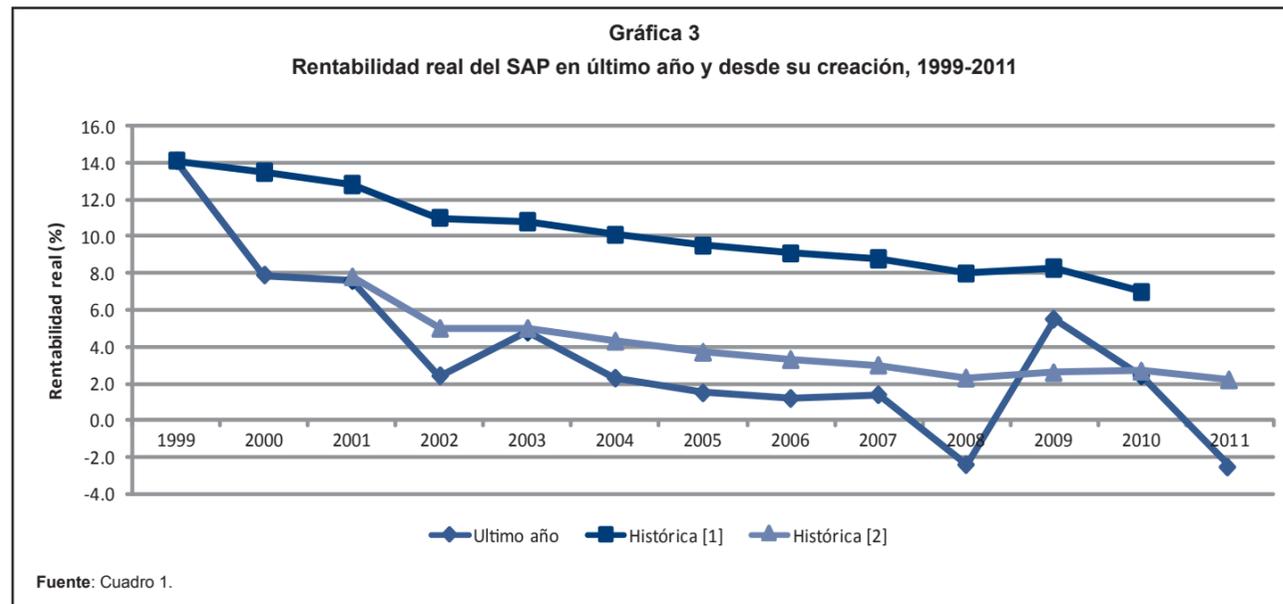
d) El registro de títulos valores en la bolsa es muy costoso, la empresa familiar típica no emite acciones, y los bancos y financieras captan parte del fondo para depósitos y otras actividades en vez de emitir títulos.

Rentabilidad real

La rentabilidad bruta (sin restar la comisión neta) es estimada por la Superintendencia de Pensiones desde 1999 en dos formas: el promedio en el último año y el promedio acumulado anual desde el inicio del SAP a la fecha (histórica), ajustadas por la inflación.



Fuente: Cuadro 2.



Ambas rentabilidades han disminuido consistentemente: la del último año bajó de 14.1% en 1999 a 2.4% en 2010³ e incluso en septiembre de 2011 se tornó negativa (-2.5%), mientras la histórica pasó de 14.1% en 1999 a 2.7% en 2010 (Cuadro 1). En la rentabilidad histórica El Salvador ocupa la quinta posición con respecto a los nueve sistemas privados de América Latina y en la del último año se ubicó última en diciembre de 2009 y en junio de 2010 (AIOS 2010, 2011 citado en Mesa-Lago 2011).

La alta rentabilidad en los primeros dos años puede ser resultado de que aún estaba calculada en colones, la acumulación del fondo era muy pequeña y su peso minúsculo en el promedio. Para obviar este problema, Mesa-Lago (2011) realiza un cálculo de la rentabilidad histórica a partir de 2001 que resulta inferior al calculado por la Superintendencia y decrece de 7.8% a 2.2% (Cuadro 1).

La caída en la disminución de la rentabilidad del fondo total se debe a varias razones (Mesa-Lago 2011):

- a) La disminución de la tasa de interés, particularmente después de autorizar al dólar como moneda de curso legal en 2001.
- b) El 50% de la inversión está en CIP a 25 años que en 2011 pagan un interés de 1.2% (0.45% del LIBOR, que ha caído en picada, más 0.75% adicional), por el contrario los eurobonos pagan 7.625%, seis veces el interés de los CIP.
- c) El bajísimo rendimiento de los depósitos bancarios: menos de 2% en 2011.
- d) Parte del fondo no está invertido y no genera interés.
- e) El descenso en la rentabilidad de los títulos valores nacionales.

Otro elemento, es que la prohibición a las AFP de invertir directamente en valores extranjeros reduce el potencial de aumentar el rendimiento.

Las repercusiones de la caída en la rentabilidad afectarán a las pensiones futuras, sobre todo teniendo en cuenta que “por cada punto de rentabilidad adicional, las pensiones de los afiliados con densidad de cotización casi perfecta por 30 años crecen entre 20% y 25%. La excesiva dependencia en títulos de la deuda pública (particularmente CIP) no sólo constituye un riesgo sino también subordina la rentabilidad del capital y el monto de las pensiones futuras al interés fijado por el Estado” (Mesa-Lago 2011).

Además, los asegurados están prestando al Estado a través de los CIP a una tasa de interés real negativa de -2%, lo que reducirá el monto de las pensiones futuras.

En síntesis, la rentabilidad bruta (tanto la del último año como la histórica) del fondo del SAP declinó desde que inició la reforma.

Recomendaciones de políticas

En el estudio que sirve de base a este documento, el Dr. Carmelo Mesa-Lago plantea una serie de recomendaciones con el objetivo de revertir la tendencia declinante de la rentabilidad del fondo y reducir su excesiva dependencia y riesgo potencial sobre el interés pagado por el Estado, dada su alta concentración en instrumentos públicos. A continuación se presentan las recomendaciones agrupadas de acuerdo a sus implicaciones para su puesta en marcha:

Cuadro 3: Recomendaciones de políticas

Para evaluación	Reformas a la Ley SAP	Fortalecimiento institucional
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluar si el Fondo Social para la Vivienda cumple con los requisitos para la emisión de cédulas o bonos hipotecarios que sean tranzados en el mercado de valores ya que la experiencia regional demuestra que la inversión en estos instrumentos ha tenido buenos resultados. • Recalcular la rentabilidad histórica desde 2001 en adelante por la Superintendencia, a fin de eliminar los primeros dos años que son problemáticos y con los promedios sopesados por el monto del fondo en cada año. Melinsky (2009, citado en Mesa-Lago 2011) sugiere que la tasa de interés técnica corresponda a la tasa de interés real, es decir ajustada a la inflación. El Banco Mundial (2010) y el BID (2009) concuerdan con esta sugerencia (Mesa-Lago 2011). • Crear un sistema multifondos con varias carteras que tengan diversos riesgos y rentabilidad, permitiendo a los asegurados escoger entre ellas pero obligando a los que están próximos al retiro (por ejemplo, cinco años) a escoger la menos riesgosa. Esto para ayudar a proteger el valor del fondo entre asegurados próximos a retiro en el SAP. Sin embargo, los multifondos serían inoperantes en una cartera poco diversificada, lo cual refuerza la importancia de las recomendaciones anteriores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reducir el tope de inversión en títulos públicos de deuda incluyendo los CIP. • Aumentar el interés adicional de 0.75% pagado por los CIP, al menos hasta que aumente la inflación y la tasa LIBOR, a fin de subir el bajísimo interés total de 1.2% que actualmente pagan. • Estudiar la posibilidad que se requiera una sola calificadora de riesgo para evaluar el registro de un título en la bolsa y, especialmente, evaluar el cargo actual. Hay que reformar la LFOP 2006 a fin de que ningún título o valor esté exento de la clasificación de riesgos, ya que actualmente se exceptúa a los CIP, y los valores emitidos por la DGT y el BCR. De aprobarse la inversión directa en valores extranjeros la Superintendencia debería autorizar a calificadoras extranjeras para evaluar el riesgo de estos valores y que no sean las calificadoras nacionales las que lo hagan. • Autorizar la inversión directa en valores extranjeros de manera gradual, mientras tanto la Superintendencia del Sistema Financiero (en las áreas de pensiones y valores bursátiles) podrían estimular la compra de valores extranjeros a través de DGT para alcanzar las bandas legales existentes y de manera diversificada. • Aprobar y estimular nuevos instrumentos nacionales como fondos de inversión directa, securitizaciones, emisiones del sector privado sin cotización bursátil, con un estricto marco de control conjunto por el “BCR y la Superintendencia Financiera, de Valores y Pensiones” (Melinsky 2009, citado en Mesa-Lago 2011). • Proveer incentivos para que nuevos emisores se inscriban en el mercado de valores. • Establecer un tope a los fondos depositados en cuentas corrientes bancarias, no superior a los recursos necesarios para pagos de obligaciones en un plazo fijo (algunas de estas sugerencias son del Banco Mundial 2010). 	<ul style="list-style-type: none"> • Fortalecer el rol de la Superintendencia del Sistema financiero, donde están adjuntas las áreas de Pensiones y Valores, junto con el BCR ante la poca diversificación de la cartera, generando nuevos instrumentos nacionales de inversión y promover incentivos para que nuevos emisores se inscriban en la bolsa local. • Utilizar las disposiciones legales como la aprobación de la Ley de Titularización de Activos (2009)⁴, la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero (2011) y la ya consensuada en la Asamblea, Ley del Fondo de Inversión (2011) para fomentar nuevos instrumentos y diversificar la cartera. Las AFP ya han comenzado a invertir en las primeras titularizaciones y con la Bolsa de Valores y las Superintendencias de Pensiones y Valores intentan incentivar emisores locales para que se inscriban en el mercado.

6 | Programa Estudios sobre Políticas Públicas

Notas

¹ Documento elaborado por María Elena Rivera, coordinadora del Programa de Estudios sobre Políticas Públicas, y Francisco Bolaños Cámbara, investigador.

² La Superintendencia de Valores y la Superintendencia de Pensiones ahora están integradas a la Superintendencia del Sistema Financiero; y se ha nombrado un superintendente adjunto de pensiones y un superintendente adjunto de valores.

³ Si bien a la rentabilidad que estima la Superintendencia no se le ha restado la comisión neta, en todo caso una vez restada, la rentabilidad sería menor, por lo que las implicaciones que se derivan de lo observado con la rentabilidad bruta serían similares.

⁴ Esta ley (Art. 22) impide en la práctica a bancos y aseguradoras administrar fondos de titularización, lo cual es una restricción importante.

Bibliografía

Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 2009. Diagnóstico sobre el Impacto del Sistema Previsional en la Sostenibilidad Fiscal del País, como también en la cobertura del Sistema y Propuestas de Política (San Salvador, 27 de julio).

Banco Mundial. 2010. El Salvador Public Expenditure Review: Enhancing the Efficiency and Targeting of Expenditures, Vol. 1 (Washington DC, 16 de agosto).

Mesa-Lago, C. (2011). Diagnóstico del sistema de pensiones en El Salvador (Estudios sobre políticas públicas No. 1). Ed. Fundación Dr. Guillermo Manuel Ungo (FUNDAUNGO) (San Salvador).

Abreviaturas

AFP: Administradoras de Fondos de Pensiones.

AIOS: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones.

BCR: Banco Central de Reserva.

BID: Banco Interamericano de Desarrollo.

CIP: Certificado de Inversión Previsional.

DGT: Dirección General de Tesorería.

LIBOR: London InterBank Offered Rate.

LFOP: Ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales.

PEA: Población Economicamente Activa.

PIB: Producto Interno Bruto.

SAP: Sistema de Ahorro para Pensiones.

Esta investigación se llevó a cabo con la ayuda de una subvención del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC, Canadá), bajo la Iniciativa Think Tank. <http://www.idrc.ca/thinktank>

Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad de los autores, y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Fundación Dr. Guillermo Manuel Ungo (FUNDAUNGO), del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC, Canadá), ni de la Iniciativa Think Tank (ITT).



Fundación Dr. Guillermo Manuel Ungo

Avenida La Revolución, Pasaje 6, Casa No. 147, Colonia San Benito,
San Salvador, El Salvador, C.A.

Tels.: (503) 2243-0406 y 2243-7816

Fax: (503) 2243-8206

Escríbanos: contacto@fundaungo.org.sv | <http://www.fundaungo.org.sv>

Director Ejecutivo:

Ricardo Córdova

Equipo del Programa de Estudios sobre Políticas Públicas

María Elena Rivera Sarmiento – Coordinadora

Francisco Bolaños Cámbara – Investigador

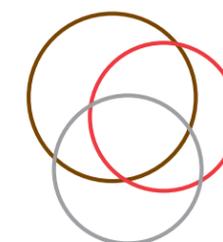
Werner Horacio Peña – Investigador

José Alberto Salguero – Asistente de investigación

Diseño y edición:

Alexis Henríquez – Coordinador de la Unidad de Comunicación Institucional

Esta publicación ha contado con el apoyo de:



**ThinkTank
Initiative**

*Local research
for lasting solutions*

**Iniciativa
ThinkTank**

*Investigación local para
soluciones duraderas*

**Fundación Dr. Guillermo
Manuel Ungo**

Avenida La Revolución, Pasaje 6,
Casa No. 147, Colonia San Benito,
San Salvador, El Salvador, C.A.

