



Memorándum Ejecutivo 23

Febrero de 2012

El dilema de las inversiones de los fondos de pensiones

Antecedentes

En 1998 inició la reforma de pensiones en el país, creándose el Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP), los fondos de pensiones y las sociedades que los administran. En estos trece años, se han efectuado varias reformas que modificaron aspectos sustanciales de su funcionamiento.

Una de las reformas, aprobada en 2006, introdujo la obligación de invertir hasta el 30% del ahorro previsional en Certificados de Inversión Previsional (CIP), emitidos por el Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP)¹, que no es más que un mecanismo para que el Estado obtenga préstamos, a efecto de cubrir su obligación de pagar las pensiones de los jubilados y derechos adquiridos, bajo las reglas del antiguo sistema de pensiones estatal (costo de transición).

El porcentaje indicado está casi agotado, los fondos de pensiones habían invertido el 29.37% en CIP hasta octubre de 2011², y recientemente se conoció la intención de realizar otra reforma que ampliaría el porcentaje de 30%³. Es apremiante buscar una solución a esta problemática, ya que las inversiones en estos valores, bajo las condiciones actuales, afectan la rentabilidad de los fondos de pensiones.

En el pasado, algunos estudios señalaron el costo elevado que implicaba para el Estado, la transición al nuevo sistema de pensiones⁴; para enfrentar este desafío, debe considerarse que la decisión que se adopte, tendrá consecuencias de largo plazo para los cotizantes y las finanzas públicas.

Para los fondos de pensiones, uno de los problemas de estas inversiones es su tasa de interés, ya que se calcula

¹ Art. 223-A de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones y DL 98, de septiembre de 2006.

² Asociación Salvadoreña de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASAFONDOS).

³ El Diario de Hoy, 25 de noviembre de 2011, pág. 2.

⁴ World Bank, Republic of El Salvador Public Expenditure Review (June 2004).

con base en la tasa LIBOR a 180 días⁵ más 0.75%. Con esta regla, a octubre de 2011, la tasa de los CIP sería de 1.34% (0.59% de la LIBOR más 0.75%), que es inferior a la tasa de mercado⁶, en detrimento de la rentabilidad de los fondos; si ésta es baja, afectará las pensiones futuras de los trabajadores. Además, se inhibe la libertad de colocar el ahorro previsional en otras opciones e implica mayor concentración en el sector público, limitando la diversificación del portafolio.

Una simulación elaborada bajo el supuesto de que los Certificados de Inversión Previsional vinculados con el límite de 30% (CIP A), se hubiesen emitido a una tasa de 7% u 8%, en vez de utilizar la regla de la LIBOR, indica que los fondos de pensiones habrían dejado de percibir un importe de intereses que rondaría US\$228.6 millones y US\$275.8 millones, respectivamente, entre 2007 y 2011 por el diferencial de tasas, monto que incrementaría en el futuro, en la medida que no se modifiquen las condiciones financieras de estos instrumentos; por el contrario, del lado de las finanzas públicas, habría representado un ahorro.

Inversiones poco diversificadas y baja rentabilidad

El portafolio de los fondos de pensiones está muy poco diversificado, debido, en parte, a las restricciones que impone la Ley, así como al escaso desarrollo del mercado de capitales del país, que ofrece pocas opciones para la inversión de recursos. Así, estos ahorros están invertidos mayoritariamente en valores del sector público. En octubre de 2011, estas inversiones representaban el 84.9% (US\$5,083.3 millones) del portafolio total, en este porcentaje se incluyen las tenencias de CIP. El restante, estaba colocado en bancos, sociedades salvadoreñas,

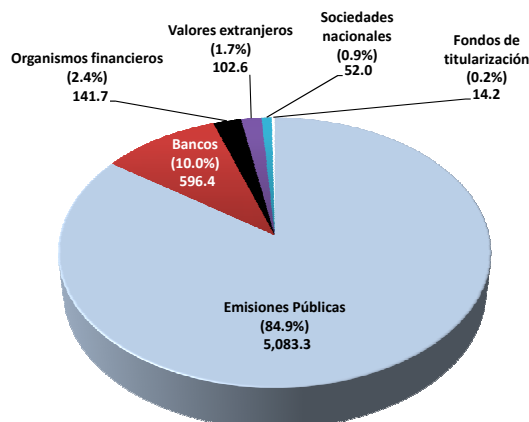
⁵ La tasa LIBOR descendió por el impacto de la crisis financiera internacional, situándose desde 2009 alrededor de 0.50%, y podría permanecer baja, mientras la economía global no se recupere; en cambio, cuando se realizó esta reforma, en septiembre de 2006 rondaba 5.40%.

⁶ El gobierno ha emitido bonos, a largo plazo, a tasas que oscilan entre 7.375% y 8.250%.

fondos de titularización, y en valores extranjeros, debido a que las emisiones de valores son escasas (gráfico).

Inversiones del Fondo de Pensiones

Octubre de 2011. Participación porcentual y millones de dólares



Fuente: ASAFONDOS.

La rentabilidad de los portafolios exhibe una tendencia a la baja; hasta octubre, el retorno nominal de los últimos doce meses era de 2.9% y en términos reales era negativo -2.4%. Este desempeño está asociado con la estructura de inversiones comentada, así como con las bajas tasas de interés internacionales y locales observadas, debido a los impactos de la crisis financiera internacional; en el mercado doméstico, incidió también la abundante liquidez bancaria. De aumentarse las inversiones en CIP, en las actuales condiciones, la rentabilidad se vería más afectada.

Acorde con los objetivos de la reforma previsional, el SAP debería permitir a las futuras generaciones el acceso a pensiones dignas y seguras, ya que los recursos del sistema administrado por el Instituto Salvadoreño del Seguro Social y el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos, a partir de 1997, comenzarían a generar déficit y sus reservas técnicas se agotarían en 2009⁷. El cumplimiento de este objetivo, es un desafío bajo las condiciones actuales del portafolio de inversiones de los fondos.

Situación fiscal y costo de la transición

Al igual que en otros países que realizaron reformas en su sistema previsional, en El Salvador, los costos de transición para cumplir obligaciones de los antiguos sistemas de reparto que iban a colapsar, han conllevado, en mayor o menor medida, acumulación de deuda pública para financiarlo, ya que no se efectuó una reforma

⁷ CIEDES (1994), citado por Acuña Rodrigo Pension Reform in El Salvador, 2005.

fiscal específica que generara ingresos para atender esta obligación. Estos costos se expanden por varias décadas, por lo que continuarán presionando las finanzas públicas.

En tal sentido, el dilema de las inversiones de los fondos de pensiones, está vinculado estrechamente con la solución del problema fiscal del país.

Esta realidad, es otro argumento que se suma a otros razonamientos que se esgrimen por diferentes sectores, en favor de resolver el problema fiscal integralmente, y considerando un horizonte de mediano y largo plazo.

En los últimos años, la situación de las finanzas públicas ha mostrado franco deterioro, el déficit fiscal alcanzó -5.67% del PIB en 2009 y la perspectiva para 2011 indica que no se cumplirá la meta indicada en el Acuerdo Stand-By con el Fondo Monetario Internacional, de -3.6%, también se ha incrementado el nivel de endeudamiento.

Mientras buena parte del ahorro de los cotizantes al SAP, se utilice para financiar obligaciones del gobierno derivadas del antiguo sistema de pensiones, en las condiciones financieras actuales, y no existan otras opciones de inversión para el ahorro previsional, las pensiones futuras sufrirán el impacto de la menor rentabilidad, por lo que es imperativo corregir este dilema.

Recomendaciones

- Efectuar un reordenamiento de las finanzas públicas con un enfoque integral, de mediano y largo plazo, con la participación de los principales actores de la sociedad, en el que se incluyan aspectos como: la eficiencia del gasto, sin descuidar el área social ni la inversión; aumento de ingresos, sin frenar el crecimiento económico; transparencia; buscar soluciones para que la deuda pública sea manejable, en particular la previsional; generar condiciones para aumentar de manera sostenida el crecimiento económico, lo que daría sostenibilidad a las finanzas públicas.
- Definir un régimen de inversión más flexible, que permita una gradual diversificación de los portafolios de los fondos de pensiones, por ejemplo, permitir la inversión en el exterior.
- Continuar impulsando el mercado de capitales, removiendo obstáculos que lo limitan e impulsando nuevos instrumentos financieros que permitan diversificar las inversiones del ahorro previsional, tales como los fondos de inversión. Además, los avances en el desarrollo de este mercado son de amplio alcance, ya que se apoyarían mejoras de competitividad en el país, al posibilitar otras opciones de financiamiento a las inversiones de las empresas, que les permitan ganancias de productividad.