



PRECIOS DE ACTIVOS EN EL CICLO ECONÓMICO: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA¹

DAVID TUESTA²

- 1 El presente trabajo ha contado con la excelente colaboración de Javier Alonso, Ivonne Ordóñez y Carlos Herrera.*
- 2 David Tuesta es Licenciado en Economía y Bachiller en Ciencias Sociales de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Tiene el título de Master en Asuntos Públicos en la Universidad de Minnesota. En la actualidad es Economista Jefe de la Unidad de Tendencias Globales del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria – BBVA de España. Es autor de varios libros e investigaciones sobre sistemas previsionales y de política fiscal. Asimismo, ha colaborado en diferentes proyectos de investigación sobre pensiones, con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Banco Mundial.*

ABSTRACT

El presente trabajo, busca analizar desde una perspectiva amplia el desempeño de los fondos de pensiones en Latinoamérica, con un mayor énfasis en los casos de Chile, Colombia, México y Perú.

La tesis central es que los fondos privados de pensiones han respondido con mucha flexibilidad y eficiencia a los embates de la crisis financiera reduciendo el impacto de la volatilidad de los mercados financieros sobre los diferentes grupos de afiliados. Adicionalmente, aquellos grupos que se encontraban cerca a la jubilación han estado convenientemente protegidos tanto por el adecuado balance entre prudencia y regulación de los países, que han contado en su mayoría con esquemas de multifondos que adecua el perfil de inversión financiero al ciclo de vida de los agentes.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo, busca analizar desde una perspectiva amplia el desempeño de los fondos de pensiones en Latinoamérica a partir del análisis de la situación de los sistemas en Chile, Colombia, México y Perú.

El documento está organizado de la siguiente manera. Primero se revisará el funcionamiento de los sistemas en la región a fin de dimensionar el análisis. En una segunda parte, se identificará el tamaño de los fondos de pensiones y cómo han evolucionado desde su creación. Más adelante el estudio se centrará en el impacto de la crisis sobre los activos gestionados en los sistemas privados, desagregando la información en términos de lo que son estrictamente las rentabilidades y lo que corresponde a los aportes.

En la parte final, se revisarán los aspectos de corto y largo plazo que han estado detrás de este comportamiento y cómo algunos países han estructurado o incorporado esquemas de ciclo de vida que permiten afrontar este problema, sobre todo para disminuir los riesgos de fuerte variabilidad en los mercados de aquellos afiliados que están próximos a jubilarse.

La tesis central del documento es que los fondos privados de pensiones han respondido con mucha flexibilidad y eficiencia a los embates de la crisis financiera. Adicionalmente, aquellos grupos de afiliados que se encontraban cerca a la jubilación se encontraron convenientemente protegidos tanto por el adecuado balance entre prudencia y regulación así como la presencia de esquemas de múltiples fondos (multifondos) que compatibiliza las decisiones de inversión de acuerdo al ciclo de vida de los afiliados.

I. Determinantes básicos para el desarrollo de los fondos de pensiones

El funcionamiento y alcance de un determinado sistema de pensiones dependen en gran medida de las características estructurales de su economía. Así, variables demográficas, estructuras de mercado e institucionales de los países influirán en su desempeño actual y futuro. El Cuadro 1 muestra algunas de estas variables para Chile, Colombia, México y Perú.

CUADRO 1
ALGUNOS DETERMINANTES ESTRUCTURALES Y DEMOGRÁFICOS DE LOS SISTEMAS PREVISIONALES EN AMÉRICA LATINA

	Chile	Colombia	México	Perú
PIB per capita (constante US\$)	7.370	2.954	7.537	2.317
Informalidad (% población no cubierta por la seguridad social)	24%	49%	41%	71%
Proteccionismo de la Legislación laboral (índice)	24	27	38	61
Población de 65 años y más				
2005	8%	5%	6%	6%
2050	22%	18%	21%	16%

FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.

La tasa de cobertura previsional, es decir, cuánta gente va a estar incorporada a los sistemas de pensiones, va a depender fundamentalmente de variables como el equilibrio entre el mundo formal e informal de las economías, el cual en gran medida puede ser captado por indicadores como el grado de protección de los mercados laborales así como el nivel de informalidad medido en cada uno de los países. De los indicadores observamos un claro contraste entre lo que muestra Chile respecto a los demás. Por ejemplo, se observa para esta economía un mercado laboral menos rígido lo cual posibilita que un mayor porcentaje de la población tenga acceso a un puesto de trabajo y

así contribuir a un fondo de pensiones. La mayor o menor flexibilidad de las relaciones laborales generará mercados más o menos expuestos a la informalidad tal como se aprecia en los casos de Colombia, México y Perú.

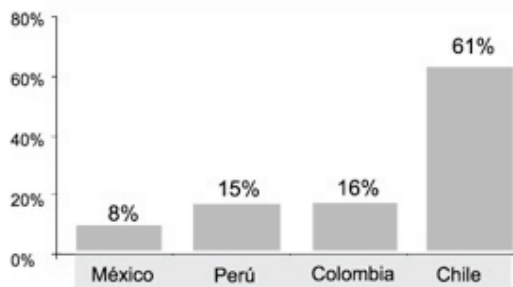
De la misma manera, el nivel de pensiones que se podrá atender bajo determinadas reglas, también dependerá del nivel de riqueza que pueda ser capaz de generar una determinada economía. Esto último puede ser aproximado por indicadores como el nivel de ingresos per cápita, así como la permanencia del afiliado en el mercado laboral formal, lo que le permitiría generar de manera continua ingresos y por consecuencia ahorrar para su vejez.

Existen otros factores que tienen que ver con el funcionamiento de los mercados financieros y con los parámetros definidos por el sistema que también influirán sobre el volumen de activos bajo administración, tal como lo veremos en la siguiente sección.

II. Tamaño de los fondos de pensiones en América Latina

A partir del análisis de los indicadores estructurales de países revisados previamente, se puede entender las diferencias entre el tamaño de los fondos administrados. Con cifras al 2008, Chile más que quintuplica los fondos administrados del resto de países (ver Gráfico 1). Es importante señalar que además de las consideraciones económicas discutidas, existen otros factores que también influyen sobre la dinámica de crecimiento y el consecuente tamaño de los fondos: los parámetros que se definen para el sistema (tasa de aporte, años de participación en el sistema, edad legal de jubilación, entre otros), el desarrollo de los mercados financieros, la tasa de rentabilidad, los años de funcionamiento del fondo, además de los factores sociales y económicos de cada país.

GRÁFICO 1
FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS 2008 (% DEL PIB)



FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.

El Cuadro 2 muestra algunas de estas variables. En primer lugar, el periodo de funcionamiento de los sistemas se constituye en un elemento determinante para su tamaño como puede observarse para el caso de Chile donde el esquema de pensiones privado alcanza a cerca de 30 años de antigüedad. En segundo lugar, el nivel de las tasas de contribución a cada sistema se constituye en un claro diferenciador de la potencialidad de los fondos; así, tenemos el caso de México, donde el aporte es más bajo respecto al resto de países. En tercer lugar, la tasa de rentabilidad real histórica también influye. Finalmente es significativo el ratio de participación del mercado laboral en los fondos privados. Así, nótese el contraste que existe entre Perú y Colombia, con solamente una participación de entre el 20% y el 30% del mercado laboral, respecto al caso de Chile, con una participación que bordea el 70%. Esto marca una diferencia y dimensiona el problema para cada uno de los países, a pesar de que en todos los casos estamos hablando de sistemas de pensiones obligatorios.

CUADRO 2
ALGUNAS VARIABLES DETERMINANTES PARA EL TAMAÑO DE LOS FONDOS PRIVADOS
(A DICIEMBRE DE 2008)

	México	Perú	Colombia	Chile
Esquemas Privados (años de existencia)	11	15	15	27
Tasa de Contribución	6.5%*	10%	11%	10%
Retorno histórico real	8%	10%	7%	10%
Participación de la fuerza laboral en fondos privados	56%	22%	27%	69%

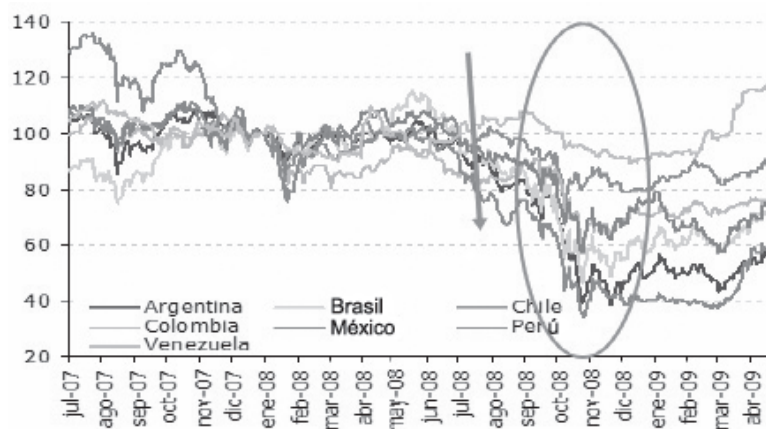
* No incluye cuota social

FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.

III. Impacto sobre los Fondos de Pensiones ante la actual crisis

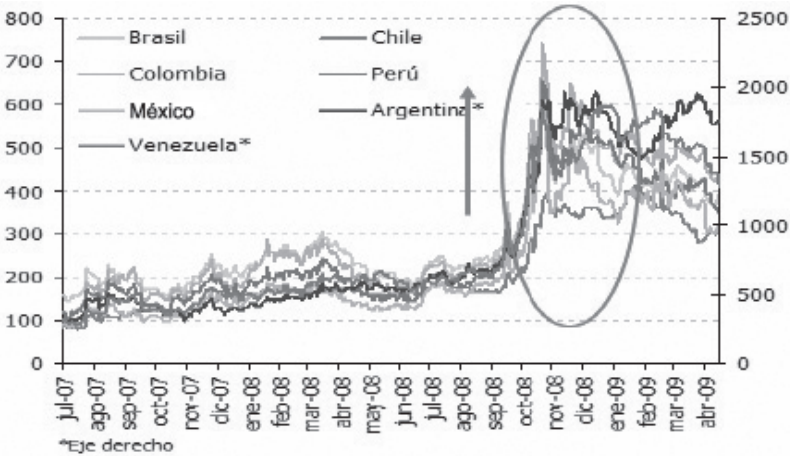
Los mercados evidentemente se han visto afectados ante la crisis financiera. El Gráfico 2 muestra el comportamiento general de los activos con una caída generalizada, mientras el Gráfico 3 da cuenta que las inversiones en la región reflejaron también un mayor riesgo país.

GRÁFICO 2
MERCADOS BURSÁTILES AMÉRICA LATINA (ENE. 2008 = 100)



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 3
SPREAD EMBI³ AMÉRICA LATINA (PBS.)

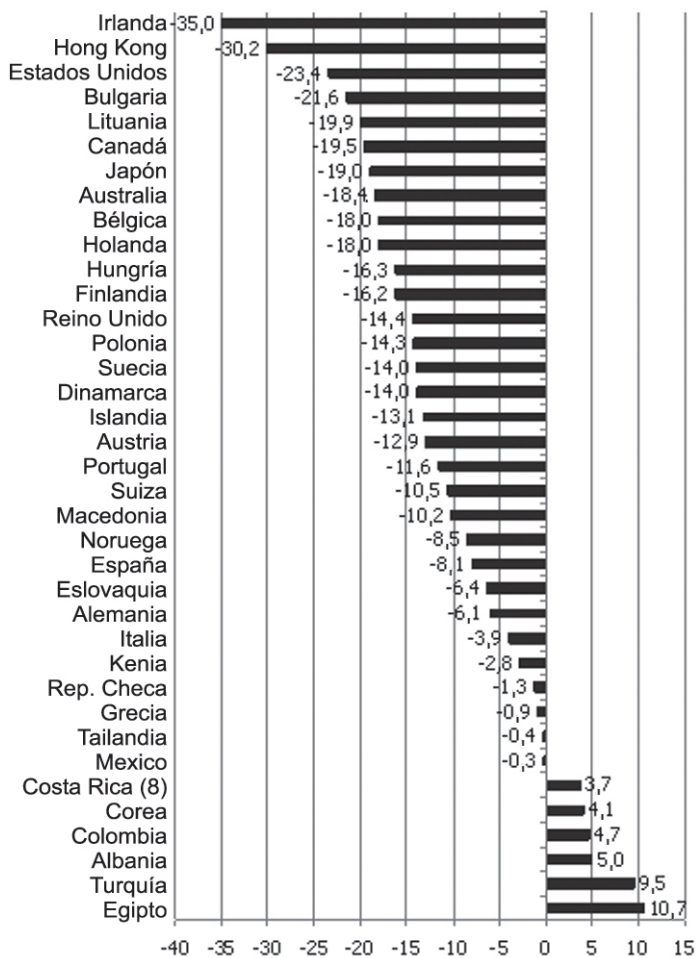


FUENTE: DATASTREAM.

En el Gráfico 4 se observa el retorno nominal de los fondos de pensiones en países seleccionados en el 2008, donde se concluye que éstos no han sido inmunes a la crisis. Los países que se han visto más afectados guardan mucha relación con el tamaño que los fondos representan dentro de cada uno de ellos, la manera en que han sido estructurados, y la capacidad de tomar riesgos.

3 El EMBI (Emerging Markets Bond Index) es un indicador económico que prepara diariamente el banco de inversión JP Morgan desde 1994. El objetivo de dicho indicador es ser un índice de referencia (benchmark) que refleje objetivamente la percepción del mercado del riesgo asociado a invertir en títulos del país emergente seleccionado. Este riesgo, habitualmente denominado "riesgo país", se mide a través del diferencial de los retornos financieros de la deuda pública del país emergente seleccionado respecto del que ofrece la deuda pública norteamericana, que se considera que tiene un riesgo de incobrabilidad "nulo".

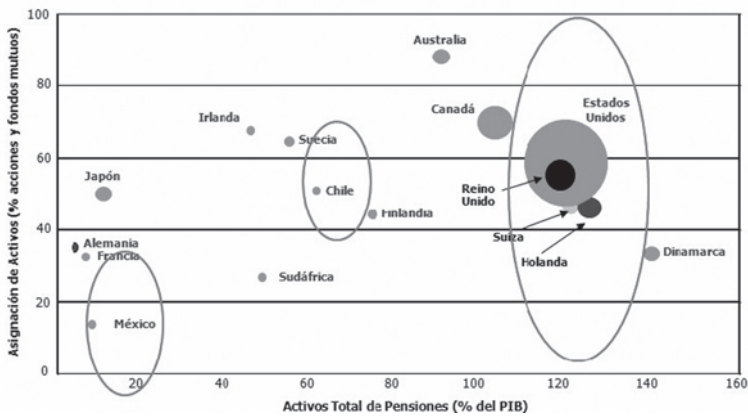
GRÁFICO 4
RETORNO NOMINAL (%) DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN PAÍSES SELECCIONADOS EN 2008



FUENTE: OCDE.

El Gráfico 5 señala que a nivel mundial los fondos de pensiones más afectados han sido precisamente los de los países desarrollados con una alta exposición en renta variable, tales como Estados Unidos, Reino Unido, Suiza, y Holanda. En tanto, los mayores fondos en América Latina, es decir, México (cuentahabientes) y Chile (activos) han sido afectados también, pero en menor medida.

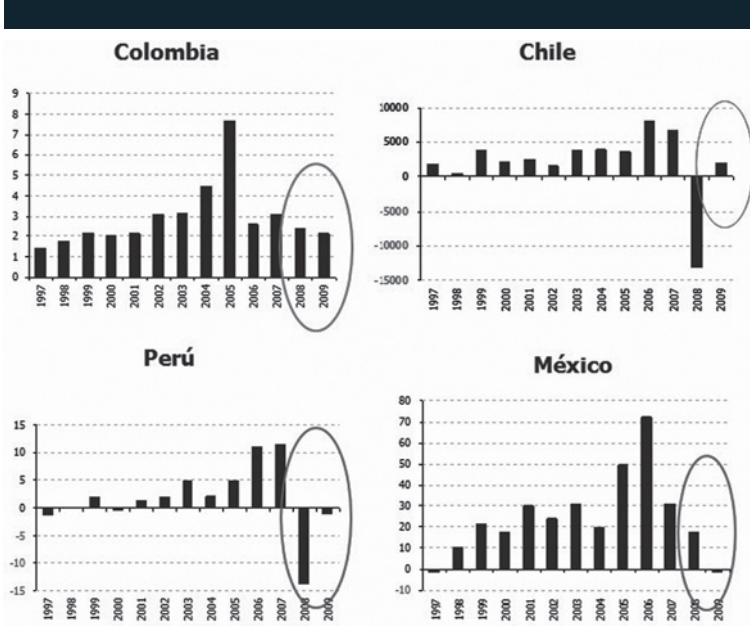
GRÁFICO 5
EXPOSICIÓN EN RENTA VARIABLE VS. ACTIVOS DE FONDOS DE PENSIONES POR PAÍS FINALES 2007



FUENTE: OCDE GLOBAL PENSION DATABASE.

El Gráfico 6 muestra cuatro sendas comparadas con la información mensual desde enero de 2008 a febrero de 2009 sobre los rendimientos netos de comisiones en Colombia, Chile, México y Perú. Se observa la fuerte caída que experimentaron los fondos y la recuperación también que se ha empezado a ver desde comienzos de 2009. En términos anuales, hay países que se han visto mejor protegidos, como es el caso de Colombia, y Chile. Colombia, en términos anuales, se ha mantenido relativamente estable, tal vez por una política mucho más conservadora en cuanto a la gestión de sus activos.

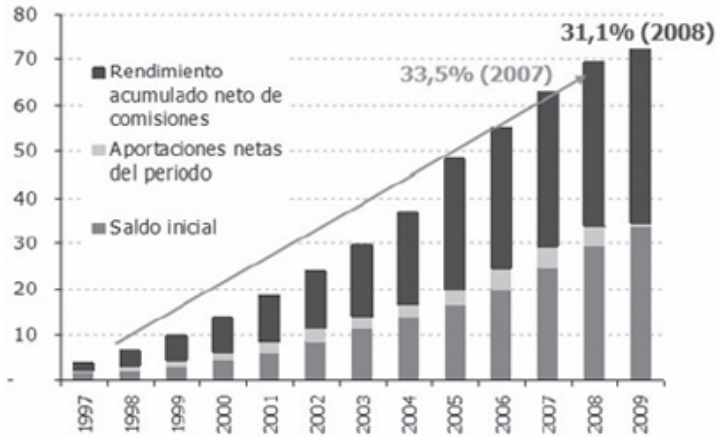
GRÁFICO 6
RENDIMIENTO NETO DE COMISIONES DEL PERIODO AMERICA LATINA
MILES DE MILLONES DE LA MONEDA LOCAL DE DICIEMBRE 2007



FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.
 NOTA: DATOS A FEBRERO 2009.

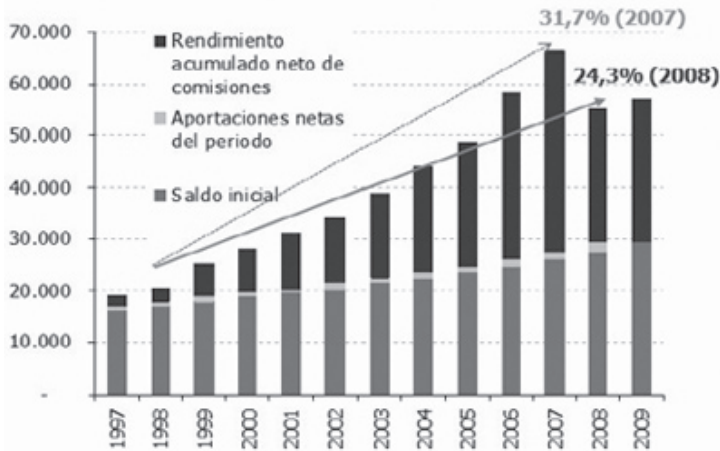
Ahora bien, si observamos las tendencias históricas comparando las rentabilidades desde el inicio de cada uno de los sistemas de fondos de pensiones, se observa que estos mantienen un perfil más que razonable de rentabilidades. Los Gráficos 7, 8, 9 y 10 muestran los datos para el 2007 y para el 2008 en cada uno de los países analizados, desagregando el comportamiento de los fondos de pensiones, quitando las comisiones y las contribuciones, y teniendo en cuenta el rendimiento neto acumulado. En todos los casos se desprende que, a pesar de las pasadas minusvalías, el valor de los rendimientos netos de comisiones aún registra un importante crecimiento de largo plazo: 33,5% en 2007 y 31,1% en 2008 (Colombia); 31,7% en 2007 y 24,3% en 2008 (Chile); 35,8% en 2007 y 27,6% en 2008 (Perú); 61,2% en 2007 y 55,7% en 2008 (México).

GRÁFICO 7
COLOMBIA: DESGLOSE DEL SALDO DE RECURSOS ADMINISTRADOS
MILES DE MILLONES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2007



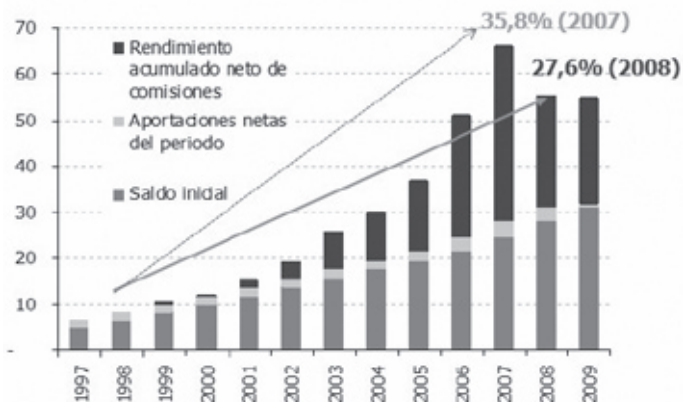
FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.
NOTA: DATOS A FEBRERO 2009.

GRÁFICO 8
CHILE: DESGLOSE DEL SALDO DE RECURSOS ADMINISTRADOS
MILES DE MILLONES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2007



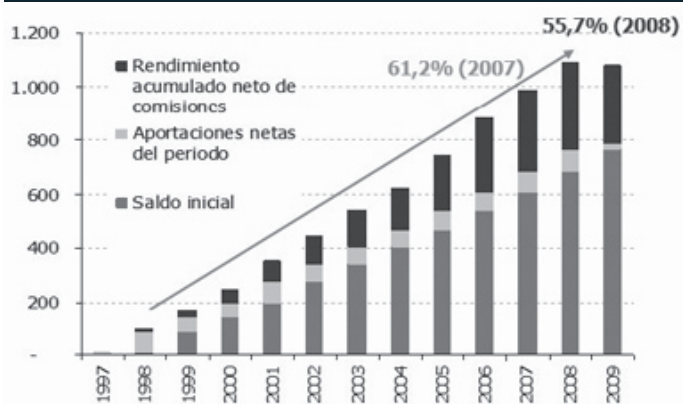
FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.
NOTA: DATOS A FEBRERO 2009.

GRÁFICO 9
PERÚ: DESGLOSE DEL SALDO DE RECURSOS ADMINISTRADOS
MILES DE MILLONES DE NUEVOS SOLES DE DICIEMBRE DE 2007



FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.
NOTA: DATOS A FEBRERO 2009.

GRÁFICO 10
MÉXICO: DESGLOSE DEL SALDO DE RECURSOS ADMINISTRADOS
MILES DE MILLONES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2007



FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.
NOTA: DATOS A FEBRERO 2009.

Al establecer un indicador promedio de la rentabilidad real acumulada de los sistemas de fondos de pensiones de los países analizados, vemos que la tasa histórica promedio al 2008 asciende al 7,9% anual, hecho que es remarkable. Claro está que este promedio se ha venido reduciendo en el tiempo (ver Cuadro 3), en la medida en que existe un componente estructural que depende del riesgo implícito del país, de la tasa natural de crecimiento a largo plazo, así como de la composición propia de los portafolios que han ido incorporando una menor participación de deuda pública.

CUADRO 3
RENTABILIDAD REAL ACUMULADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES
AMÉRICA LATINA [*]

1998	11,7%
1999	14,7%
2000	12,5%
2001	11,8%
2002	10,7%
2003	10,6%
2004	10,2%
2005	10,1%
2006	10,4%
2007	10,2%
2008	7,9%

[*] PROMEDIO PONDERADO POR ACTIVOS ADMINISTRADOS DE LA RENTABILIDAD NETA ACUMULADA EN LOS SISTEMAS DE FONDOS DE PENSIONES DE COLOMBIA, CHILE, MÉXICO Y PERÚ.
FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.

Si bien lo anterior muestra en promedio un adecuado comportamiento en la rentabilidad de los fondos de pensiones, es importante también obtener una valoración de los efectos de las rentabilidades sobre la cartera individual de los participantes, pues dependiendo de si se encuentran relativamente cercano al período de jubilación en el momento de una crisis financiera, se enfrentarán a diferentes circunstancias. Modigliani y Muralidhar, 2005, realiza un interesante enfoque al respecto.

Teniendo en cuenta la problemática anterior, los sistemas de pensiones de capitalización individual han ido incorporando los esquemas de multifondos con el fin de mitigar las volatilidades de los mercados financieros sobre las carteras de grupos de afiliados que pudieran estar próximos a jubilarse, y por consiguiente no contaran con el suficiente tiempo para que los mercados se recuperen. Estos esquemas fueron incorporados en Chile y luego seguidos por Perú y México.

En el Cuadro 4 se presenta la desagregación de cada uno de los multifondos en el caso chileno, desde el más riesgoso hasta el más conservador. Uno puede observar, por ejemplo, cómo cerca del 90% de aquellos que están por encima de los 55 años de edad (quienes están cerca de jubilarse) tienen sus fondos invertidos en carteras con escasa exposición a renta variable (fondos D y E).

CUADRO 4
CHILE: AFILIADOS SEGÚN TIPO DE MULTIFONDO Y ESTRUCTURA DE EDAD

	Hasta 20	+20-25	+25-30	+30-35	+35-40	+40-45	+45-50	+50-55	más de 55
FA - Más Riesgoso	8,4%	21,9%	18,9%	15,0%	12,3%	10,6%	8,0%	4,0%	0,8%
FB - Riesgoso	7,7%	18,3%	22,0%	23,2%	21,9%	2,5%	1,4%	1,5%	1,6%
FC - Intermedio	0,1%	0,6%	1,2%	1,5%	22,0%	26,6%	23,9%	16,6%	7,4%
FD - Conservador	0,0%	0,2%	0,6%	1,0%	1,2%	1,4%	1,4%	25,7%	67,5%
FE - Más Conservador	0,5%	2,4%	7,0%	11,5%	14,2%	15,7%	15,2%	13,2%	20,3%

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES DE CHILE.

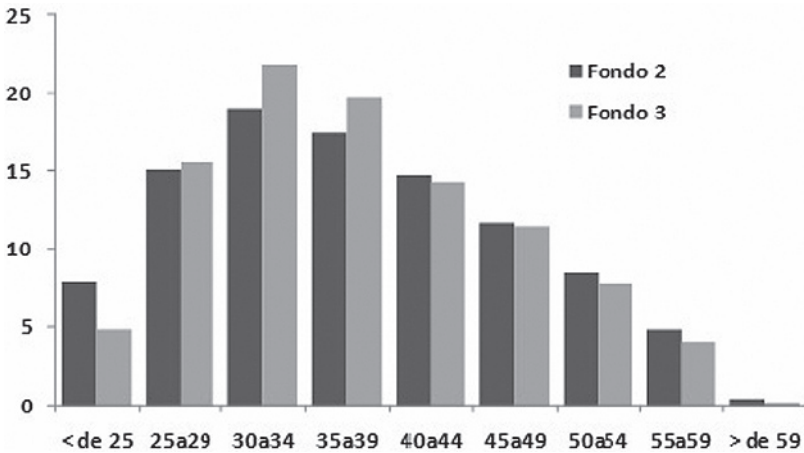
En el Cuadro 5 tenemos el caso de México, donde el sistema de multifondos (Siefore Básica, SB) opera de manera automática, ubicando la inversión de los fondos de los afiliados en diferentes carteras de acuerdo a la edad de los mismos. En el Gráfico 6 se observa el caso de Perú, donde se ve que los afiliados de mayor edad, con menos tiempo para recuperar posibles pérdidas, prefieren el fondo más conservador (fondo 2), mientras que los jóvenes eligen el de mayor riesgo (fondo 3).

CUADRO 5
MEXICO: AFILIADOS SEGUN TIPO DE MULTIFONDO Y ESTRUCTURA DE EDAD

	Menos 26 años	27 a 36 años	37 a 45 años	46 a 55 años	Más 55 años
Siefore					
SB1-Más Conservador	13,3%				
SB2-Conservador		37,4%			
SB3-Intermedio			26,1%		
SB4-Riesgoso				14%	
SB5-Más Riesgoso					9,20%

NOTA: POR LEY LAS PERSONAS NO PUEDEN ESTAR EN MÁS DE UNA SIEFORE BÁSICA Y POR ELLO LA SUMA DE LA DIAGONAL ES 100%.
FUENTE: COMISIÓN NACIONAL DEL SISTEMA DE AHORRO PARA EL RETIRO (CONSAFI).

GRÁFICO 11
PERÚ: AFILIADOS SEGÚN TIPO DE MULTIFONDO Y ESTRUCTURA DE EDAD



NOTA: NO SE INCLUYÓ EL FONDO 1 DEBIDO A QUE EL 96% DE LOS AFILIADOS DE DICHO FONDO SE UBICAN POR ENCIMA DE LOS 55 AÑOS.
FUENTE: AFP HORIZONTE.

Si bien los esquemas de multifondos, han venido funcionando con importante éxito ante la crisis, es cierto que estos requieren irse adaptando en el tiempo. Se pueden identificar algunas áreas de mejoras y recomendaciones, tal como lo detalla un reciente estudio de la OCDE (2009), que resumimos en el Cuadro 6. Por ejemplo, uno de las áreas que requiere mayor profundización es el tema de la decisión de elección por parte de los agentes. Preguntas sobre el grado de educación financiera de los afiliados participantes en el sistema, el grado de transparencia de los mercados, el papel del regulador, entre otros, son temas que deberán irse abordando.

CUADRO 6

Algunos problemas en los "multifondos" en América Latina	
Los miembros sólo pueden escoger un fondo, de entrada se asigna a los miembros un fondo simple; las combinaciones de dos puede ser óptimo	El modelo del ciclo de vida tiene cambios en la asignación de activos al contrario de cambios graduales
Las asignaciones de activos estratégicos cambian con las condiciones de mercado, no se rebalanea ⇒ edad base por las asignaciones de activos	Cómo escoges en las fases acumulativas los impactos de gestión de la fase de pago
Algunas Sugerencias	
Cada "multifondo" tiene una asignación de bonos fijos y se hace un rebalanceo regular; detalles de la estrategia de asignación de activos se dejan a las AFPs y son revisadas regularmente	Desarrollo de medidas de los fondos de pensiones en contra del punto de referencia del mercado, no hay retorno promedio industrial
El regulador define la edad base para planear la inversión después de una calibración completa del modelo para un trabajador típico	Permitir una diversificación internacional

FUENTE: ANTOLÍN Y STEWART (2009).

IV. CONCLUSIONES

Cuando uno hace una revisión histórica de las crisis, se encuentra que no obstante lo negativo de los impactos, siempre se ha logrado salir después (ver Cuadro 7). El desempeño reciente de los mercados, estando casi a mitad del 2009, muestran que ello se viene confirmando.

CUADRO 7

Recesión	Duración (meses)	Rentabilidad Negativa	Rentabilidad Después de 1 año
Gran Depresión (1929-1932)	34	-86%	124%
II Guerra Mundial (1937-1942)	61	-60%	59%
Post II Guerra (1946-1949)	37	-30%	42%
Crisis Petróleo (1973-1974)	21	-48%	38%
Crisis de la Deuda (1980-1982)	21	-27%	58%
Crash Bursátil (1987)	4	-34%	23%
Burbuja Internet (2000-2001)	31	-49%	34%
Crisis Actual (2007- ?)	18.5	-46% ⁽¹⁾	?
Promedio 13 Crisis (excluida la crisis actual)	22	-39%	46%

(1) Caída acumulada del Índice Accionario Norteamericano S&P 500

FUENTE: ISI, BLOOMBERG, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH (NBER), HAVER ANALYTICS.

Asumiendo que lo que estamos experimentando no es ni será el fin del mundo, el deber de los responsables de los sistemas de pensiones es continuar enfocándose en sus mejoras en el largo plazo, identificando adecuadamente los problemas más relevantes. En los países con esquemas de pensiones con contribuciones definidas obligatorias, será necesario enfocarse en los problemas de cobertura, buscando la dotación de un adecuado esquema de solidaridad estatal que permita darle una mayor sostenibilidad económica y social a los sistemas. Asimismo, se deberá continuar abordando los problemas fiscales que subsisten en algunos de los países, una mayor profundización de los mercados de capitales y mejorar aspectos de fondo como la educación financiera de la población.

BIBLIOGRAFÍA

Bernal, Noelia, Angel Muñoz, Hugo Perea, Johanna Tejada, David Tuesta (2008) "Una mirada al sistema peruano de pensiones: diagnóstico y propuestas". Editorial Norma. Lima 2008.

Muñoz, Angel, Carolina Romero, Juana Téllez, David Tuesta (2009) "Confianza en el futuro: propuestas para un mejor sistema de pensiones en Colombia" Editorial Norma. 2009.

Favre, Michele, Angel Melguizo, Angel Muñoz, Joaquin Vial (2006) "A 25 años de la Reforma del Sistema Previsional Chileno: Evaluación y Propuestas de Ajuste". BBVA. Santiago de Chile.

Albo, Adolfo, Fernando González, Ociel Hernández, Carlos A. Herrera, Angel Muñoz (2007) "Hacia el fortalecimiento de los sistemas de pensiones en México: Visión y Propuesta de Reforma". BBVA. México D.F.

Melguizo, Angel, Angel Muñoz, Joaquín Vial y David Tuesta (2009) "Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile", BBVA Working Papers.

Modigliani y Mudalidhar (2005) "Rethinking Pension Reform" Cambridge University Press. New York.

Antolín, Pablo y Fiona Stewart (2009) "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis," OECD Working Papers.