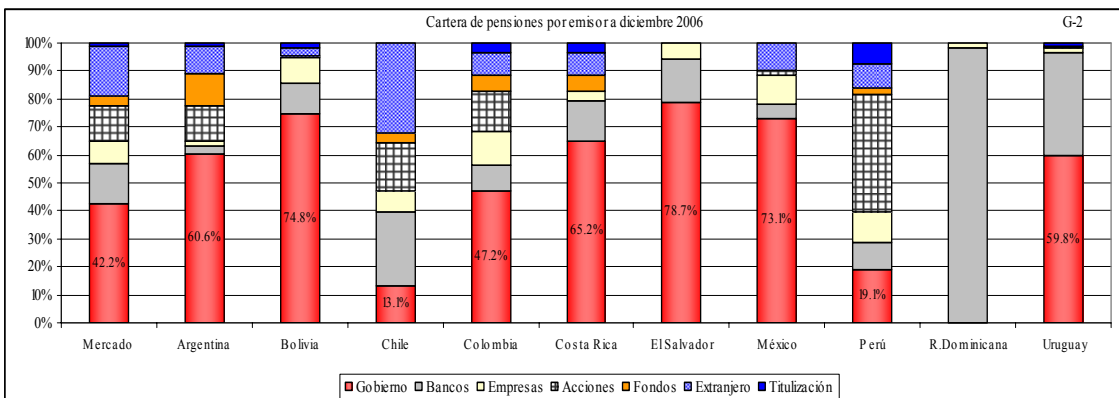
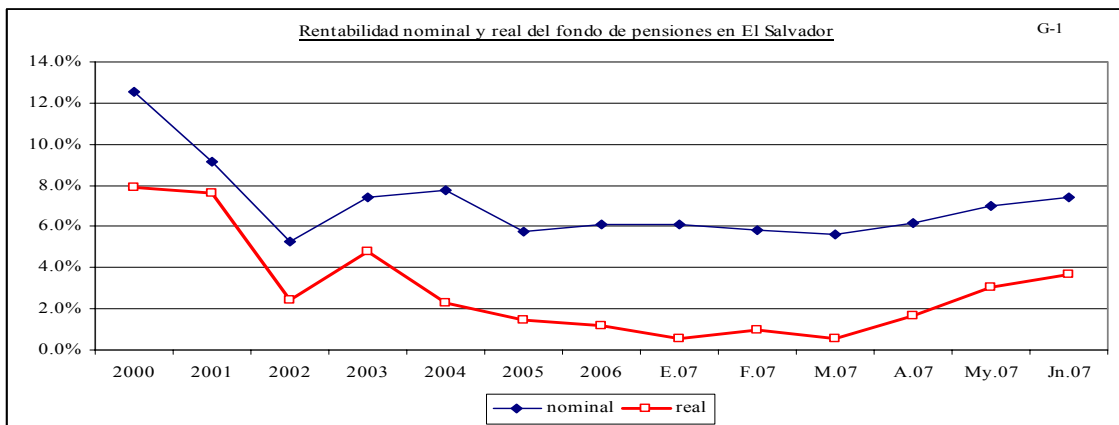
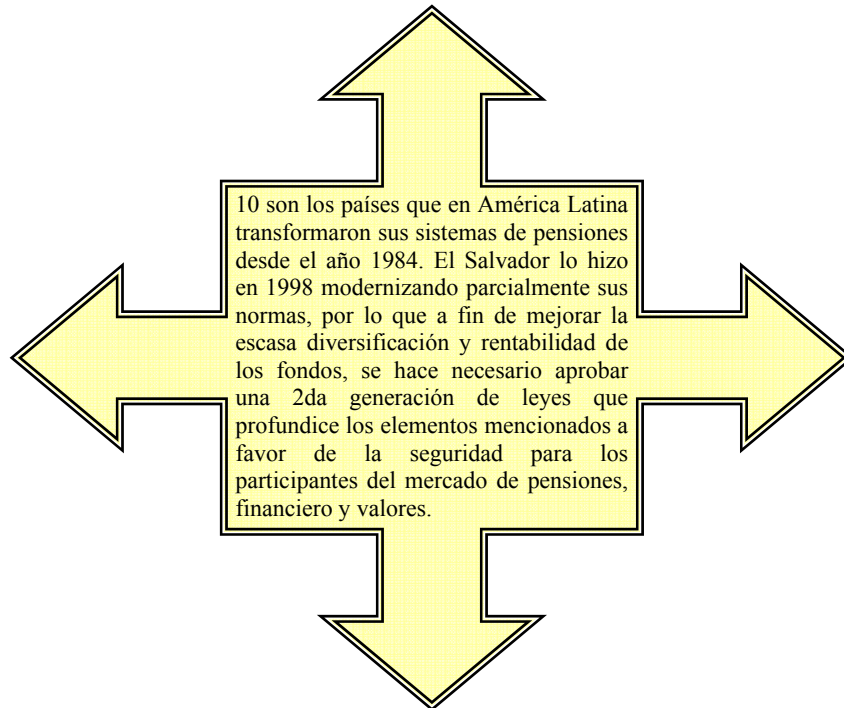


Comentarios sobre los mercados de pensiones, capitales y valores en El Salvador, ¿qué camino tomar?



Pensiones, riesgo, rentabilidad y mercado de capitales

El presente reporte busca exponer la situación del mercado de pensiones privado, de manera particular el portafolio de inversiones y su repercusión en los inversores así como en el mercado de capitales. Para El Salvador el sector de pensiones, valores y financieros debe representar un sólo sistema en el cual se depositan los fondos del público a través de cuotas para jubilación, inversión en títulos y depósitos, los cuales deben ser lo suficientemente seguros y rentables a fin de cautelar la recuperación de los mismos. Para dicho propósito, el país tiene una gran oportunidad de profundizar el desarrollo de dichos mercados y en particular el de pensiones, con la experiencia que la banca internacional posee en áreas como estructuración y banca de inversión, lo cual conlleva por parte de los reguladores y entes responsables de emitir normas, aprobar leyes de segunda generación en lo que al mercado de valores se refiere.

A continuación se han considerado puntos importantes sobre el origen y desempeño del sistema de pensiones privado en la región latinoamericana y en El Salvador para el año 2006.

Datos breves:

- ❖ El primer país en América Latina en iniciar este tipo de entidades (Administradoras de Fondos de Pensiones), fue Chile en 1984, seguido por Perú en 1993, Argentina y Colombia en 1994, Uruguay en 1996, Bolivia y México en 1997, El Salvador en 1998, Costa Rica en 2001 y República Dominicana en 2003.
- ❖ Al cierre de 2006 los afiliados en la región sumaban 73.4 millones, con un fondo aproximado administrado de US\$225.5 mil millones.
- ❖ Los fondos administrados en la región, se incrementaron en US\$39.3 mil millones o 21.1%. Para El Salvador el fondo se incremento en US\$456 millones (15.75%), hasta llegar a US\$3,352 millones.
- ❖ El Salvador con un total de afiliados de 1'437,474 y el fondo administrado antes mencionado, y tuvo una participación del 1.9% y 1.59% respectivamente sobre el número de afiliados y el fondo global.
- ❖ México aportó el 50.9% de los afiliados, mientras que Chile lidera la participación sobre los fondos administrados con el 39.3% de los mismos.
- ❖ El salario promedio de los afiliados fue de US\$528 correspondiendo el valor más alto a Chile y México con US\$685 y US\$655 cada uno, mientras que los salarios más bajos se ubicaron en República Dominicana y Bolivia con US\$344 y US\$324 cada uno. El salario promedio para El Salvador fue de US\$459 al cierre de 2006.
- ❖ Los beneficiarios en la región han totalizado 1'990,850 personas concentrándose el 60% de las prestaciones en vejez, 29% en muerte y el 10.2% por invalidez. En El Salvador con 26,148 beneficiarios, el 54% de las prestaciones fueron por muerte, 41.2% vejez y 4.7% por casos de invalidez. Cabe mencionar que Colombia es el que mayor prestación por invalidez registra con el 21.4%.
- ❖ Los aportantes al sistema fueron 30'490,227 que equivale al 41.5% de los afiliados, tasa que se mantuvo similar al cierre del año 2005. Para El Salvador la tasa fue de 37.5% y de 39.4% entre diciembre de 2006 y 2005.
- ❖ La tasa de afiliados respecto de la Población Económicamente Activa (a diciembre de 2006 la PEA en Latinoamérica fue de 117 millones de personas), fue de 63%, pero al tomar sólo a los aportantes el porcentaje bajo a 26.2%. En El Salvador dichos ratios fueron de 49.8% y 18.4%. Siendo éste uno de los problemas importantes a ser afrontados.
- ❖ Los países con más administradoras de fondos son México con 21, Argentina con 11. Los de menor número son Bolivia y El Salvador con 2 administradoras.
- ❖ Los traspasos en el año 2006 promediaron el 7.3% de los afiliados en la región, siendo Perú y México los de mayor movimiento con el 16.6% y 10.3% de su afiliados (competencia e ingreso de una nueva AFP en Perú). En El Salvador la tasa fue de 0.7% (5.3% en 2005).
- ❖ En América Latina el fondo administrado se invirtió en distintos activos, concentrando el 42.2% en papeles emitidos por el gobierno e instituciones públicas. En El Salvador las inversiones en instrumentos de gobierno equivalen al 79% del fondo total. Sólo Chile y Perú mantienen participaciones del 13.1% y 19.1% en emisiones públicas, privilegiando opciones privadas en el mercado de capital local.
- ❖ La rentabilidad de los fondos no es uniforme en todos los países, lo que depende del manejo de variables como inflación, diversificación de instrumentos, desarrollo económico y profundización del mercado de capitales. De los países inicialmente mencionados, Bolivia, Colombia y El Salvador, registraron los retornos reales más bajos en 2006, con 2.8%, 2.7% y 1.2% cada uno. Mientras tanto Perú, Chile y México reflejaron las mayores tasas de retorno con 26.8%, 15.8% y 14%. Al mes de junio de 2007 los fondos de pensiones de El Salvador generaron una rentabilidad real de 3.2%, lo que obedece en parte a una menor presión inflacionaria, así como por un mejor retorno de los activos.
- ❖ Las administradoras en América Latina obtuvieron un retorno sobre ingreso de comisiones del 21.6% como promedio. El retorno más alto fue en Bolivia con 60.7% y el más bajo en México con 7.8%. Para El Salvador el indicador se ubicó en 35.6%.



Equilibrium S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo

- ❖ La rentabilidad de los accionistas de las administradoras fue de 16.5% como promedio latinoamericano, correspondiendo a Bolivia el retorno más alto con 50.8%, mientras que México reportó una tasa de 6.9%. El Salvador por su parte mostró un retorno patrimonial de 38.8%.

Frente a lo mencionado anteriormente, se puede observar que cada país muestra un comportamiento diferente en razón a los avances que en materia económica van alcanzando. En éste contexto, países como Perú y Chile donde además del crecimiento constante en los últimos años, debe agregarse las reformas estructurales que se llevaron a cabo sobre determinados mercados como el de valores y pensiones, los cuales al no poder avanzar por separado obligó a los gobiernos a dictar normas que posibiliten su desarrollo, crecimiento y diversificación, lo que se ha conseguido gradualmente. A la fecha los países mencionados cuentan con una amplia gama de instrumentos en los cuales pueden invertir los fondos de pensiones, bancos, aseguradoras, y todo aquel inversor institucional o natural, a través de la bolsa de valores.

Mientras tanto en el otro lado se tienen economías de mediano y bajo crecimiento, donde por un lado no se cuenta con grandes y permanentes inversiones productivas, además de no existir un eficiente marco regulatorio que promueva la diversificación de instrumentos, que ayude a mitigar el alto riesgo de concentración sectorial, donde se incluye al Estado y el sector privado.

Sistema de pensiones y mercado de capitales

Tal como se mencionó los mercados de capitales, sistemas de pensiones (públicos y privados), la banca, aseguradoras y el desarrollo en infraestructura de un país, no son variables independientes, sino por lo contrario se requiere de ellos en conjunto para impulsar (con otros sectores) el crecimiento y desarrollo de una nación. Este desenvolvimiento positivo de la economía local en función de los participantes mencionados, se da en la actual economía global cada vez que un inversionista especializado busca un mercado donde ampliar sus operaciones, y además de conocer los niveles mínimos de seguridad y protección legal de las inversiones habrá de buscar sí el nuevo mercado ofrece alternativas de financiamiento diferentes al tradicional.

En tal sentido la puesta en marcha de un sistema privado de pensiones debió generar entre otros eventos los siguientes: (i) liberación parcial al sector público de la presión que significaba el pago de las pensiones por jubilación (vía el sistema solidario), lo que supone mantener por parte del Estado a la fecha la responsabilidad de pago de la pensión de aquellas personas, que no se trasladaron al nuevo sistema por factores como la edad, remuneración, o sea que por voluntad propia optaron por quedarse o volver al sistema público (tal como se aprobó recientemente en Perú bajo ciertas condiciones) que generalmente es subsidiario y no cuenta con los recursos suficientes para el pago, (ii) Crear un nuevo sistema de capitalización individual donde el eje central de la administración de los fondos radica, en la seguridad y rentabilidad de los portafolios donde se decida invertir el dinero de los cotizantes.

Es por lo anterior que aún y cuando existan los dos sistemas en un solo país, ambos necesitan ser eficientes, rentables y seguros, lo cual los acercará en lo que a procedimientos internos de inversión se refiere. Dicha fórmula *EFICIENCIA + RENTABILIDAD + SEGURIDAD*, es posible de alcanzar a través de normas que permitan a los fondos diversificar el riesgo y por ende la rentabilidad de los aportes, así como también es fundamental un adecuado y ordenado manejo económico que promueva la inversión y generación de mano de obra, lo cual reeditará en el ingreso de divisas por actividad productiva. Lo anterior generará el desarrollo de distintos sectores y del mercado de capitales que funciona como catalizador de flujos e inversiones en áreas diversas como infraestructura, servicios, inversión en bienes de capital, sustitución de pasivos, entre otros. El escenario actual muestra al sistema de pensiones, con un elevado nivel de inversiones del Estado, lo cual si bien también se tienen en mercado de pensiones relativamente nuevos, demuestra al mismo tiempo la necesidad de modificar normas que permitan el ingreso de nuevos emisores que disminuyan el riesgo de dependencia de un solo tipo de emisor (sea publico o privado).

La regulación local vigente permite a los partícipes del mercado de valores, emitir instrumentos tales como acciones comunes y preferentes, papeles comerciales, bonos subordinados y certificados de inversión que sustituyeron en un momento dado a los bonos corporativos, estando estos últimos también aprobados y regulados en el Código de Comercio (Capítulo V artículo 677 al 701), los cuales no son utilizados por los actuales emisores. Mientras tanto en distintos países de la región latinoamericana se tiene una mayor diversidad de instrumentos los cuales, surgen a raíz de la necesidad de diversificar portafolios y ampliar el acceso de emisores que por su estructura financiera, les era poco factible emitir instrumentos de corto o largo plazo. Si bien el siguiente cuadro muestra a El Salvador en desventaja respecto del resto, es importante anotar que ante la actual coyuntura de crecimiento económico, una mayor gama de títulos y financiamiento a través del mercado de valores, puede posibilitar ampliar el volumen de inversiones, permitiendo diversificar los portafolios de los inversionistas institucionales.



Equilibrium S.A. de C.V.
Clasificadora de Riesgo

Instrumentos	Chile	Colombia	El Salvador	Perú
Bonos públicos	si	si	si	si
Bonos privados	si	si	si	si
Certificados de inversión	no	no	no	no
Fondos mutuos	si	si	no	si
Fondos de inversión LP	si	si	no	si
Fondos índice	si	si	no	no
Bonos arrendamiento f.	si	si	no	si
Bonos subordinados	si	si	si	si
Titulizaciones	si	si	no	si
Acciones comunes	si	si	si	si
Acciones preferentes	si	si	si	si
Emisión de aseguradoras	no	no	no	si
Activos subyacentes	si	si	no	si
C-1				

Es importante mencionar que tener inversiones de un sólo tipo de emisor constituye un factor de riesgo, una vez este concentre un alto porcentaje de nuestro portafolio. Lo anterior puede constituirse como la alternativa o estrategia financiera de inversionistas agresivos que busquen rentabilidad, pero no debería ser la finalidad de las normas que regulan al mercado de pensiones, sino por el contrario el principal objetivo es la diversificación.

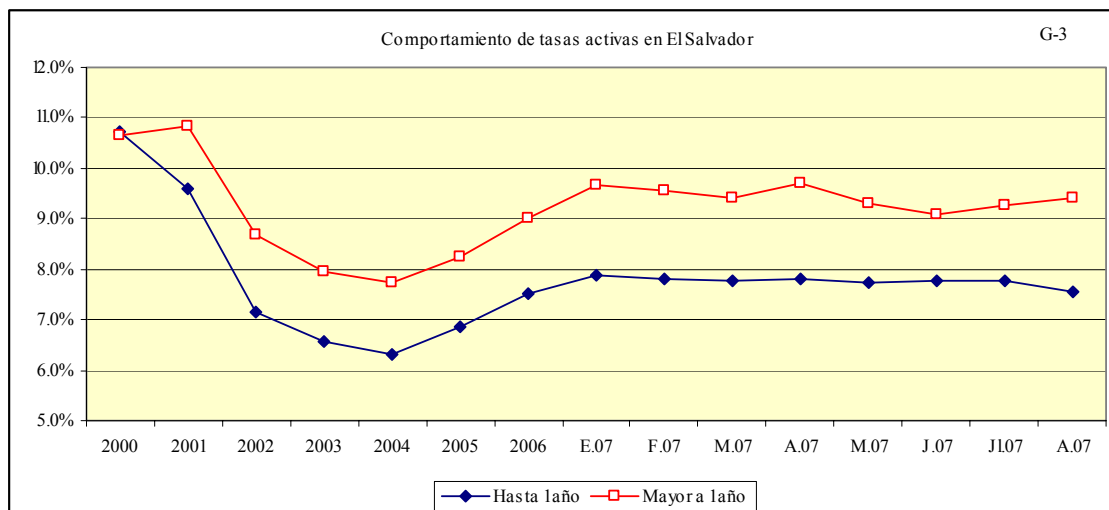
En el mismo sentido, se puede señalar la oportunidad que en el corto y mediano plazo tiene el país de aprovechar la fecha la liquidez permanente de los fondos de pensiones para financiar proyectos de infraestructura (vial, portuaria, aeropuertos, y ferrocarriles) donde la fuente de pago sea identificable, y cuantificable, independientemente de si los proyectos son concesionados o no, ya que de ser operados de manera eficiente y ordenada, estos pueden ser importantes generadores de flujos, donde el apalancamiento principal (en caso de concesionario) lo hace el sector privado, o la banca multilateral, mientras el Estado decide si lo entrega en concesión con compromisos de inversión, o co-participa de la propiedad bajo un esquema mixto, siempre con la condición de realizar inversiones futuras a fin de mantener y ampliar el servicio. Generalmente el Estado opta por no co-participar en las sociedades dado que ante los compromisos de inversión requeridos, no siempre cuenta con la capacidad económica de acompañar a las empresas privadas en los exigentes niveles de capitalización, determinando por tanto reglas claras en aspectos tributarios, periodos de inversión de parte del concesionario y revisión técnica de tarifas cuando el proyecto lo amerite.

Riesgo y rentabilidad

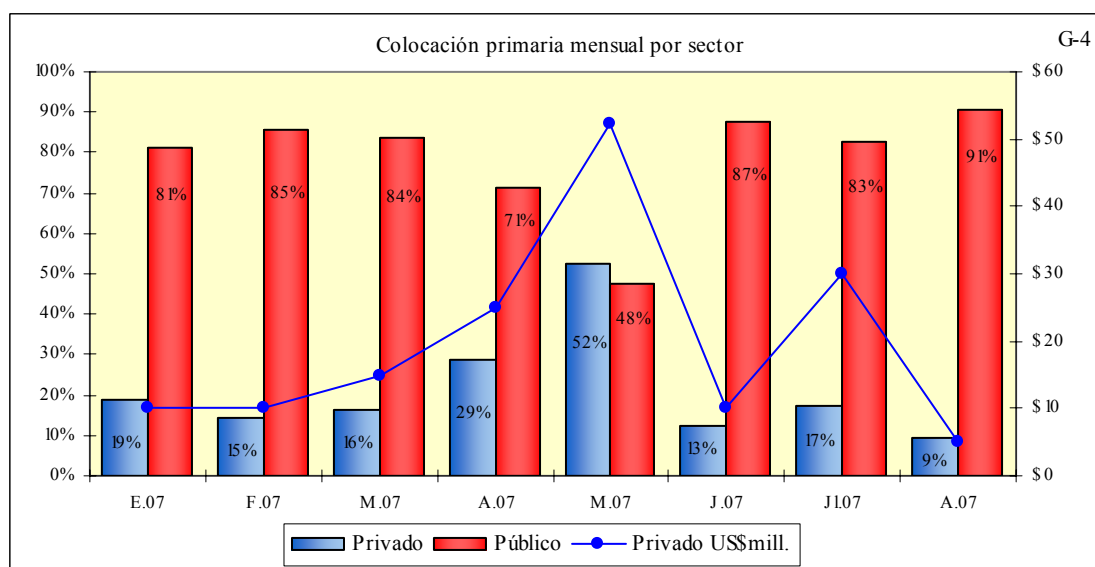
El retorno de un portafolio de inversiones depende del horizonte de riesgo del inversor principalmente, ello quiere decir, que si el inversionista es de corto plazo, sus activos estarán compuestos por certificados de depósito, papeles comerciales, cuentas de ahorro, operaciones de reporte o reporto y acciones de empresas que presenten una alta liquidez (principalmente el sector servicios); por lo tanto, los retornos corresponderán al plazo y tipo de activo elegido (la tasa de los bonos del tesoro americano [t-bills] a 3 y 6 meses reditúan 3.91% y 3.92% respectivamente 30 de octubre).

Por su parte el inversionista de largo plazo reconoce el riesgo por “incertidumbre” que el tiempo genera, debiendo por tanto la tasa de rendimiento requerida ser mayor a la de corto plazo más una prima (tasa adicional) por el riesgo económico y/o sectorial en el que se desenvuelve la empresa o entidad (la tasa del bono de tesoro americano a 10 y 30 años fue de 4.75% y 5% cada una al 30 de octubre). El siguiente gráfico muestra las tasas para El Salvador desde el año 2002, donde la tendencia incremental obedece a las modificaciones de las tasas internacionales, las mismas que se habrían de estabilizar ante los recortes que la FED viene realizando, vistos los problemas de cartera hipotecaria y el menor precio del dólar frente a otras monedas, aunque la tasa del Banco Central Europeo podría subir si se observa un crecimiento acelerado del consumo de bienes o servicios en dólares.





La banca privada y autónoma conforman el principal sector que oferta instrumentos en todo el mercado financiero, a través de la emisión de certificados de depósito a plazo, así como los denominados certificados de inversión, generando estos últimos, operaciones en el mercado de capitales. El sistema financiero privado ha demostrado a lo largo de los últimos años, ir tomando mayor posición de las oportunidades que le brinda el mercado de certificados de inversión, los cuales entre enero y agosto de 2007 representan el 95% de los instrumentos privados colocados a través de la bolsa de valores, donde la totalidad de las empresas privadas emitieron y colocaron sólo el 21.27% de los títulos, correspondiendo el resto (78.73%) al Estado y entidades autónomas.



Por otro lado, unos de los aspectos que sustenta el lento desempeño del mercado de capitales, es el referido al costo de la tasa de interés bancaria versus el costo efectivo de una emisión. Lo anterior puede resultar valido entre los años 2002 y finales de 2006, y pareciera reflejar que el sistema financiero compite contra el mercado de capitales, lo cual no es cierto. Es importante precisar que ambos sistemas son complementarios, dado que la banca integrante de mercados financieros más profundos, diversifican sus ingresos a través de áreas o entidades relacionadas abocadas al mercado de capitales, fondos de inversión, fondos mutuos y, sociedades tituladoras entre otras. Ello con el objetivo de no permitir que sus clientes caigan en potenciales ciclos de insolvencia, o iliquidez, y al mismo tiempo mantenerlos en su portafolio mediante la participación de unidades relacionadas. Es evidente que ello es factible conseguirlo una vez se cuente, con un marco regulatorio acorde con las necesidades actuales en El Salvador. Finalmente es importante indicar que la diferencia entre la tasa ofrecida por la banca y la que se puede obtener en el mercado bursátil se ha ido acercando en los últimos trimestres, alcanzando la banca una tasa de 9.3% para prestamos a largo plazo al mes de agosto de 2007 de acuerdo a la información entregada por el Banco Central de Reserva, lo cual si bien permite analizar que potencialmente más empresas estudiarían la posibilidad de colocar instrumentos, es necesario señalar que el mercado de capitales no sólo es atractivo para disminuir costos sino también mejorar el calce entre activos y pasivos,



Equilibrium S.A. de C.V.
Clasificadora de Riesgo

liberar fondos en el corto plazo y diversificar las fuentes de financiamiento, haciendo así más eficiente el uso de los recursos.

Clasificación de riesgo y diversificación del mercado de capitales

Tal como se mencionó anteriormente, aquellos países que tomaron un paso positivo al crear el sistema privado de pensiones, también deben prever dotar al mismo de un adecuado marco de leyes para el mercado de capitales, a fin de que este canalice el ahorro del público hacia distintos proyectos privados y públicos que sean productivos, rentables, además de guardar la respectiva seguridad en razón al *riesgo* del mismo.

En tal sentido la clasificación, como opinión independiente sobre la capacidad del emisor para responder por sus obligaciones, determina a través de categorías los riesgos sobre los cuales los inversionistas especializados pueden decidir por una u otra opción, a fin de conformar un portafolio diversificado en rentabilidad y volatilidad.

Sin embargo, en la región la escasez de instrumentos también obedece a la forma tradicional con la que se piensa estructurar una colocación de valores, es decir, estas obligaciones sólo poseen el respaldo patrimonial, soporte que en ocasiones no es suficiente para respaldar el riesgo ante los inversionistas que potencialmente adquieran los títulos. En El Salvador, es la reglamentación de fondos de pensiones la que delimita el riesgo máximo a ser asumido, siendo A la categoría de los títulos valores que pueden adquirir los fondos de jubilación.

En razón a ello la tendencia observada en la estructura financiera de empresas denominadas corporativas (industrias o servicios), no les permitiría alcanzar la categoría de riesgo mínima antes mencionada, principalmente por razones de compromiso financiero y operacional, riesgos que bajo la emisión de instrumentos tradicionales como los papeles de corto plazo, certificados de inversión, y acciones no es totalmente factible de mitigar, requiriendo por tanto nuevos esquemas de emisión y estructura en la relación obligación / mejoradores.

De lo anterior se desprende, que la aprobación de esquemas más desarrollados (ya señalados), no sólo permitirá generar más operaciones en el mercado de capitales, sino además conllevará a que las empresas con elevados niveles de endeudamiento y activos realizables en el mediano plazo encuentren fuentes alternativas de financiamiento, evitando riesgos potenciales de iliquidez para honrar dichas obligaciones, mientras que la banca no generaría provisiones por deterioro de cartera o reestructuración de la misma.

Finalmente es necesario señalar y hacer notar que generalmente, las entidades responsables de normar y promover el mercado de capitales suelen llevar a cabo cambios apresurados en las leyes cuando se dan eventos desfavorables para algún sector relacionado, motivo por el cual es importante que El Salvador, así como la región promuevan y desarrollen el mercado de valores, a través de una regulación moderna y segura que considere a todos los participantes en su real posición y a los activos en su real valor.

Carlos Pastor Bedoya
Gerente
Equilibrium S.A. de C.V
Clasificadora de Riesgo
c_pastor@equilibrium.com.sv



**Equilibrium S.A. de C.V.
Clasificadora de Riesgo**

Contactos:

Perú

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
Las Begonias 552
Piso 3, Oficina 26
San Isidro
Oficina
Tlf: 511 – 221-3676
 221-3688
 221-2759
Fax: 421-3364
Gerente: Renzo Barbieri O'Hara
Email : rbarbieri@equilibrium.com.pe

El Salvador

Boulevard Sergio Vieira de Mello
Edificio GranPlaza local 304
San Salvador
Tlf: 503 – 2275-4853
 2275-4854
Fax: 2298-9951
Gerente: Carlos Pastor Bedoya
Email: c_pastor@equilibrium.com.sv

Panamá

Calle 50 y 54 Este
Edificio Frontenac Local 3-D
Bella Vista,
Ciudad de Panamá
Tlf: 507- 214-3790
 214-7931
Gerente: Ernesto Bazan
Email: ebazan@equilibrium.com.pa

Bibliografía:

- Boletín estadístico de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), No.16 – Diciembre 2006.
- Publicación Análisis Mensual del Mercado de Valores publicado por la Superintendencia de Valores de El Salvador.
- Banco Central de Reserva de El Salvador.
- C-1 : Elaborado por Equilibrium sobre las normas de mercado de valores de cada país, y el portafolio de los fondos de pensiones.
- G-1 : Revista de estadísticas provisionales del El Salvador (primer y segundo trimestre 2007) publicada por la Superintendencia de Pensiones.
- G-3 : Banco Central de Reserva de El Salvador , Tasa de interés y rendimiento anual y mensual.
- G-4 : Elaborado por Equilibrium, sobre información publicada por la superintendencia de valores de El Salvador para los meses de enero a agosto 2007.

Derechos reservados, prohibida su reproducción parcial o total sin autorización de Equilibrium S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

