

Fondos de pensiones y su impacto en los mercados locales en 2007

Camilo José Arenas*

Juan Camilo Dauder**

- Introducción. –I. Las AFP colombianas respecto a otros países de la región.
–II. Evolución reciente de los portafolios de las AFP locales y participación en el mercado.
–III. Proyección de ingresos y crecimiento estimado de los portafolios para 2007.
–IV. ¿Qué tanto de la oferta de papeles absorberán los fondos el año entrante?
–V. A modo de conclusión. –Referencias bibliográficas.

Primera versión recibida en noviembre de 2006; versión final aceptada en diciembre de 2006

Resumen: en el documento se realiza el análisis del comportamiento reciente de los recursos administrados y la composición de los portafolios de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en comparación con otros países de América Latina. Posteriormente, se hace la proyección del crecimiento de los portafolios para 2007, con el fin de determinar los flujos mensuales que destinarán estos inversionistas a los activos de renta fija, renta variable e inversiones en el exterior.

Palabras clave: administradoras de Fondos de Pensiones –AFP–, pensiones obligatorias, pensiones voluntarias, cesantías, inversiones en renta fija, inversiones en renta variable, inversiones en moneda extranjera, capacidad de absorción, proyecciones de crecimiento de las AFP.

Abstract: this report analyzes the recent performance of resources under management and portfolio composition of Pension Fund Administrators (AFP) as compared with those of other countries in Latin America. Furthermore, we estimate the growth rate for portfolios in 2007, to determine the monthly flows that these investors will allocate in fixed income, equities and foreign assets.

Key words: pension Fund Administrators, obligatory Pensions, voluntary pensions, unemployment insurance, fixed income investments, equity investments, foreign-currency Investments, absorption capacity, projections for growth of pension Fund Administrators (AFP).

Résumé: cet article fait une analyse du comportement récent des ressources gerées

* Analista de Investigaciones Económicas. Valores Bancolombia. Dirección electrónica: cjarenas@valoresbancolombia.com

** Analista de Investigaciones Económicas. Valores Bancolombia. Dirección electrónica: jcdauder@valoresbancolombia.com

et de la composition des portefeuilles gérés par des organismes responsables de la gestion de la caisse de retraite et établit une comparaison avec d'autres pays d'Amérique Latine. Après, il est fait une projection de la croissance des portefeuilles pour 2007, afin de déterminer le flux mensuel que les investisseurs vont affecter aux actifs à revenu fixe, aux actifs à revenu variable et à des investissements à l'étranger.

Mots clef: Organisme responsable de la gestion de la caisse de retraite, pensions obligatoires, encaisse volontaire, allocations, investissement en devise étrangère, capacité d'absorption, projections de croissance des organismes responsables de la gestion de la caisse de retraite.

Introducción

El mercado de capitales colombiano ha experimentado en los últimos años un importante desarrollo, de la mano de una positiva evolución del entorno económico local, de una situación externa favorable y de un adecuado direccionamiento de política económica. En dicho proceso, ha sido de vital importancia el papel que han jugado las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), las cuales se han convertido en uno de los principales canalizadores del ahorro privado.

Pese a que aún queda mucho por recorrer en términos de profundización, las AFP han contribuido a fomentar la eficiencia, la transparencia y la liquidez de los mercados locales de renta fija y renta variable.

El resultado de la investigación nos muestra que para el mercado de acciones, los portafolios de los fondos de pensiones as-

cenderán a \$7,45 billones, que representan un aumento en \$1,1 billones con respecto al cierre de 2006, monto que mantendrá una participación relativamente estable de las acciones en el total del portafolio administrado (11,47%). De otro lado, para el mercado de TES se estima que la capacidad de absorción de las AFP sería de 76,11% del total de nuevas emisiones. Al descontar el efecto de las amortizaciones y privatizaciones, se tendría que las AFP podrían abarcar 3,27 veces el monto emitido por el gobierno en 2007.

Para los portafolios administrados en bonos de deuda privada e inversiones en el exterior, estimamos un crecimiento aproximado de \$2,7 y \$1,5 billones respectivamente durante 2007. Según nuestros cálculos, las AFP tendrían capacidad de absorber el 50,1% de los \$5,4 billones que se estima sean emitidos en dicho período.

Finalmente, para 2007 estimamos que el flujo de divisas por compras de empresas y privatizaciones ascendería a US \$7,104 millones (\$15,7 billones), de los cuales las AFP tendrían capacidad de absorber aproximadamente el 9,6%. Lo anterior debido a que se prevé un crecimiento \$1,5 billones para las inversiones en el exterior de estas entidades.

A continuación se realiza un análisis del comportamiento reciente de los recursos administrados y la composición de los portafolios de las AFP comparándolos con otros países de América Latina. Describiendo, en primera instancia, las AFP colombianas respecto a otros países de la región y luego mostrando la evolución reciente de los portafolios de las AFP locales y su participación en el mercado.

Posteriormente, se hace la proyección del crecimiento de los portafolios para 2007, con el fin de determinar los flujos mensuales que destinarán estos inversionistas a los activos de renta fija, renta variable e inversiones en el exterior. Por último, se presentan algunas conclusiones.

I. Las AFP colombianas respecto a otros países de la región

Desde finales de la década de los noventa, las AFP en Colombia crecen a una tasa promedio anual del 40,5% (7,2% por encima del promedio de crecimiento de América Latina) impulsadas por la buena dinámica económica interna y un favorable entorno externo.

Acompañado de un desarrollo de los mercados locales de renta fija y renta variable, este crecimiento ha permitido aumentar las posibilidades de diversificación, reducir los costos de transacción y tener un mejor manejo del riesgo.

Sin embargo, el tamaño de las AFP colombianas como porcentaje del PIB aún

es reducido al compararlo con países como Chile, en donde las AFP funcionan desde comienzo de la década de los ochentas y actualmente representan cerca del 65% de PIB (Gráfico 1).

La rentabilidad de los mercados locales también ha favorecido el crecimiento de los portafolios administrados por las AFP, específicamente, luego de las valorizaciones del mercado colombiano de deuda pública y acciones en los últimos tres años (Gráfico 2). Así, la rentabilidad real de los portafolios administrados en Colombia ha sido en promedio de 11% anual (3,5% superior al promedio de la región).

En cuanto a la composición de las AFP latinoamericanas, a excepción de Chile, se observa una fuerte concentración en activos estatales, en donde sobresale México con el 74% de su portafolio, seguido por Argentina con el 56% y Colombia con el 48% (Gráfico 3).

Para el caso colombiano, la regulación prohíbe exposición en activos del Gobierno superior al 50% del portafolio. Histórica-

Gráfico 1
Portafolios Administrados % PIB
Saldos anuales

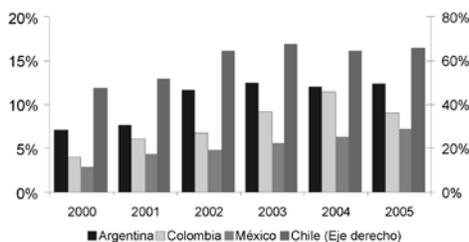
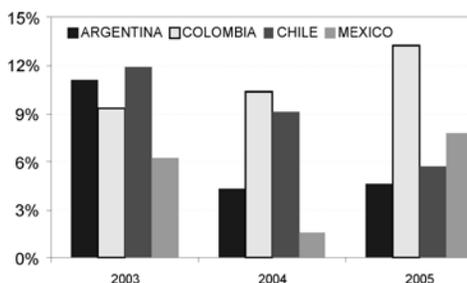


Gráfico 2
Rentabilidad Real AFP's



Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones –FIAP–, cálculo Grupo Bancolombia.

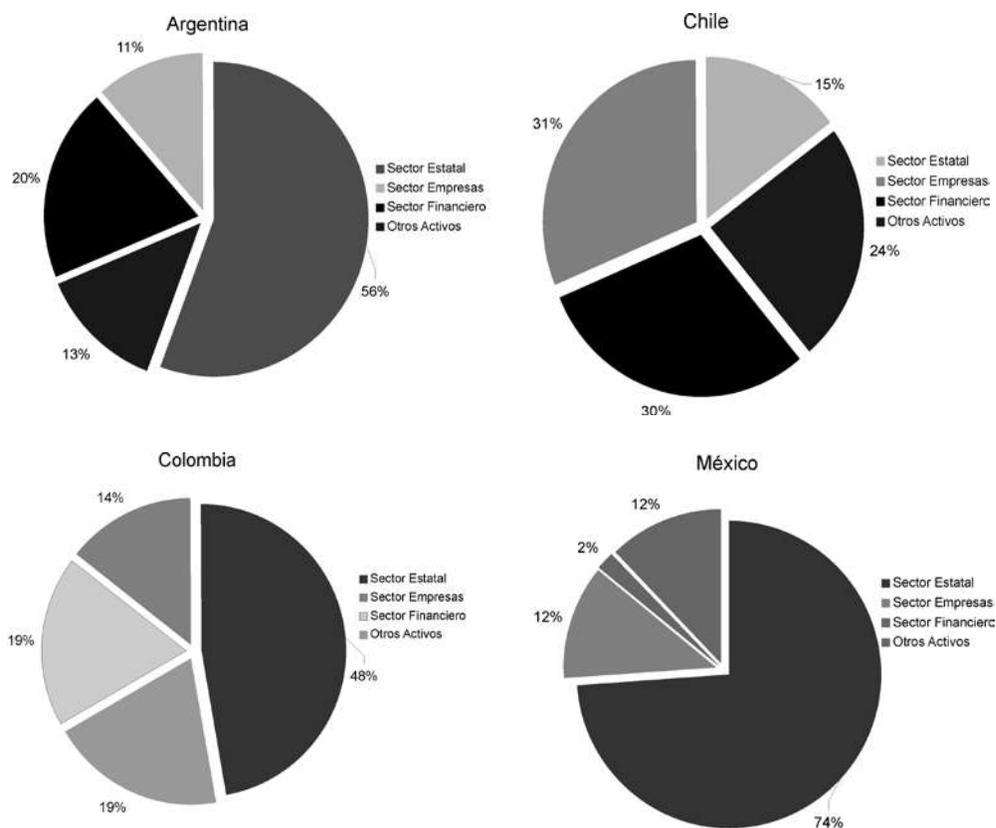
mente, la participación de la deuda pública en el total del portafolio se ha mantenido cerca del límite.

De otro lado, los límites de exposición de los portafolios de las AFP latinoamericanas en acciones y en activos del exterior reflejan la preocupación de estos mercados por minimizar el riesgo para sus inversionistas. Así, en países como México no se permite la inversión en acciones, mientras que en Colombia se permite una exposición hasta

del 30%, en Chile hasta del 39% y en Argentina del 49%.

Cabe destacar que desde 2002 en Chile se adoptó el sistema de “Multifondos”, que permite, de acuerdo con el perfil de riesgo, escoger a los afiliados la composición del portafolio para sus pensiones obligatorias. Esta regulación es novedosa y difiere del resto de países de América Latina, en donde la composición de las pensiones obligatorias la define la administradora del fondo.

Gráfico 3
Composición de las Pensiones Obligatorias Argentina, Chile, Colombia y México



Fuente: FIAP, Cálculo Grupo Bancolombia.

II. Evolución reciente de los portafolios de las AFP locales y participación en el mercado

En los dos últimos años, los fondos de pensiones en Colombia pasaron de gestionar \$27,42 billones a \$51,19 billones, equivalente a una expansión de 87,65% en el saldo total de los portafolios de pensiones obligatorias, voluntarias y de cesantías entre enero de 2004 y septiembre de 2006. Durante el período analizado, el crecimiento mensual promedio fue de 2,03%.

De los casi \$52 billones administrados, la mayor parte corresponde a los fondos de pensiones obligatorias (78,04%), seguidos por los fondos de pensiones voluntarias (14,40%) y de cesantías (7,56%) (Gráfico 5). Por tipo de activo, los portafolios poseen la mayoría de sus recursos invertidos en renta fija (75,21%). En renta variable la participación sobre el total es del 21,92%, de los cuales cerca de un 11,4% son acciones colombianas (Gráfico 6). El 2,88% restante corresponde a depósitos a la vista, derivados financieros y Fogafín.

Gráfico 4

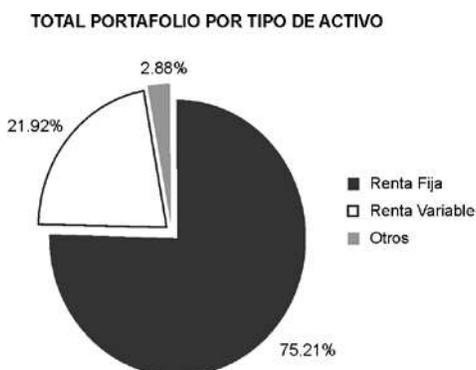
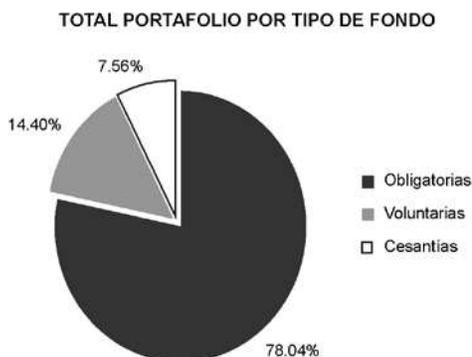


Gráfico 5



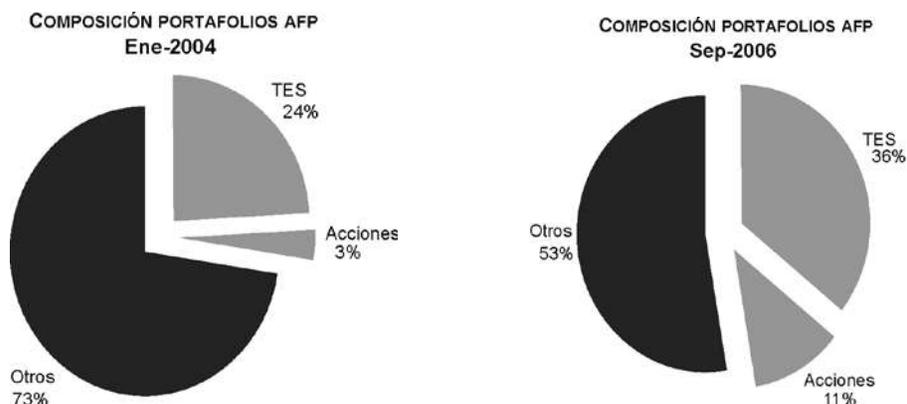
Fuente: Superfinanciera, cálculo Grupo Bancolombia

En los últimos dos años la participación de los TES sobre el total de activos en renta fija ha sido en promedio de 40,54%. En el caso de la renta variable, la participación de acciones ha sido en promedio del 50,94%. Entre ambos activos suman una participación de 47% sobre el total, consolidándose como el pilar fundamental de las inversiones realizadas por las AFP. Además, vale destacar que la exposición hacia estos activos ha sido creciente en los

últimos dos años. Mientras que en enero de 2004 la exposición en TES era del 24% del total del portafolio, en septiembre de 2006 era del 35,73%. En acciones sucedió algo similar, al pasar de 3,35% a 11,43% en el mismo período (Gráfico 6).

En el mercado secundario de TES, las AFP fueron agentes activos en el mercado durante 2006. De acuerdo con los datos de la Bolsa de Valores de Colombia –BVC–, las

Gráfico 6



Fuente: Superfinanciera, cálculo Grupo Bancolombia.

AFP mantienen una posición compradora neta en el mercado y una participación promedio del 7,23% en compra y 6,91% en venta en lo corrido del año (Tabla 1).

En el mercado de acciones, los fondos de pensiones se caracterizaron en 2006 por el incremento en sus posiciones en acciones

locales, y por absorber gran parte de las ventas del sector real, de las personas naturales y de otros inversionistas, registrando un balance neto acumulado a octubre de \$1,36 billones. Las compras promedio al mes ascienden a \$332.000 millones, mientras que las ventas a \$196.000 millones. De hecho, la participación de las acciones dentro de

Tabla 1

Participación de AFP en el Mercado de TES 2006			Participación de AFP en el Mercado de Acciones 2006		
Mes	Compra	Venta	Mes	Compra	Venta
Enero	9,66%	9,37%	Enero	15,58%	5,89%
Febrero	8,67%	7,86%	Febrero	14,34%	5,71%
Marzo	6,65%	6,59%	Marzo	14,74%	11,99%
Abril	7,82%	7,41%	Abril	18,17%	10,23%
Mayo	7,38%	7,50%	Mayo	14,26%	8,71%
Junio	6,52%	6,86%	Junio	14,86%	6,77%
Julio	7,41%	6,27%	Julio	8,02%	8,44%
Agosto	6,95%	6,96%	Agosto	15,96%	10,60%
Septiembre	5,90%	6,07%	Septiembre	18,13%	17,57%
Octubre	5,05%	3,97%	Octubre	12,71%	6,12%
Año 2006	7,23%	6,91%	Año 2006	14,68%	8,66%

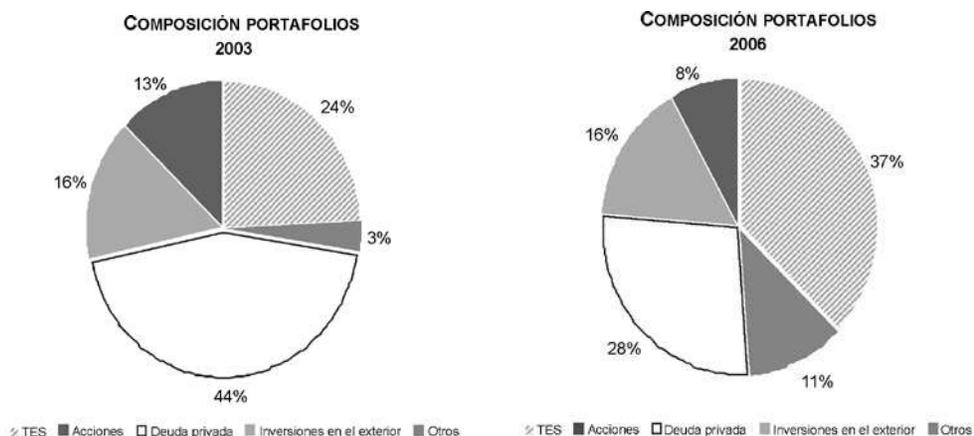
Fuente: BVC, cálculos Grupo Bancolombia.

los portafolios de las AFP aumentó desde 9,8% en diciembre de 2005 a 11,4% en septiembre de 2006.

Finalmente, los portafolios de las AFP en deuda privada, alcanzan los \$15,2 billones, que equivalen al 27,1% del stock total de deuda privada en el mercado. Al observar la participación de la deuda privada sobre el portafolio total administrado por las AFP, encontramos que estos activos financieros

han perdido participación en los últimos tres años, al pasar de representar un 44% del portafolio en 2003 al 28% a la fecha. Este comportamiento obedece a las mayores emisiones de títulos de deuda pública, la confianza del mercado sobre la dinámica económica colombiana y a la mayor exposición de las AFP en acciones locales, cuya participación pasó del 3% al 11% en el mismo periodo (Gráfico 7).

Gráfico 7.
Cambio en la composición de los portafolios de las AFP
(2003 - 2006)



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Grupo Bancolombia.

III. Proyección de ingresos y crecimiento estimado de los portafolios para 2007

En esta sección, se proyectaron los crecimientos y saldos de los fondos de pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías para 2007.

De acuerdo a nuestros cálculos, el saldo total de los portafolios de las AFP presentaría

un crecimiento anual de 17,7%, al pasar de \$55 billones en diciembre de 2006 a \$65 billones para fin de 2007. Esto se presentaría de la mano de una expansión anual de 16,8% en pensiones obligatorias, de 29,5% en pensiones voluntarias y de 4,4% en cesantías.

De esta manera, los fondos administrados de las AFP crecerían cerca de \$9,8 billones en el año, que representan cerca de \$800

mil millones mensuales, de los cuales \$7,3 billones corresponderían al portafolio de obligatorias, \$2,3 billones al de voluntarias y \$170 mil millones en el de cesantías.

De acuerdo con el tipo de activo se tendría entonces que en 2007 las inversiones en renta fija crecerían \$8,6 billones (20,8%) y las de renta variable \$2,4 billones (18,3%). De esta manera, el portafolio en TES se incrementaría \$3,6 billones (17,5%), mientras

que el de acciones lo haría en \$1,1 billones (17,7%) en 2007 (Gráficos 8 y 9).

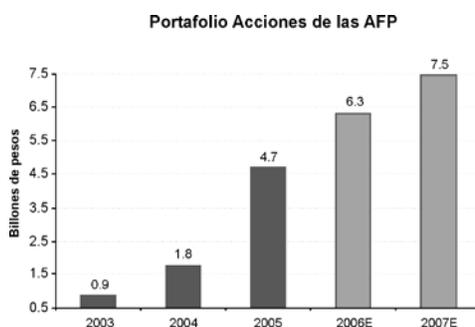
Para los portafolios en deuda privada, estimamos que estos presentarán un crecimiento del 18,1% durante 2007, con lo cual acumularán aproximadamente \$18 billones a final de año. Así mismo, las inversiones de las AFP en el exterior se incrementarán en un 17,7%, alcanzando los \$11 billones (Gráficos 10 y 11).

Gráfico 8



Fuente: Superfinanciera, cálculo Grupo Bancolombia.

Gráfico 9



IV. ¿Qué tanto de la oferta de papeles absorberán los fondos el año entrante?

En el caso de la deuda pública, lo relevante es estimar la capacidad que tendrían las AFP para absorber las nuevas emisiones que realizará Crédito Público. Para ello se debe entonces considerar que las AFP cuentan, además de los aportes de sus afiliados y la valorización de los portafolios, con las amortizaciones y pagos de intereses de los TES. De esta forma podrían realizarse dos tipos de cálculos: uno a partir de la variación

del saldo total de la deuda en circulación, y otro considerando las necesidades de financiamiento del gobierno (descontando recursos por privatizaciones) y el efecto neto sobre las emisiones y sobre el mercado secundario.

Respecto al primer cálculo, en el grupo Bancolombia estimamos que el stock total de la deuda para 2007 ascenderá a \$86,2 billones, lo cual representa un crecimiento de 1,4% con respecto al stock esperado para finales de 2006 (Tabla 2). En este sentido, si el portafolio de TES en poder de la AFP asciende a \$24,2 billones para finales de

2007, estás podrían mantener cerca del 28% del total de bonos en circulación.

Con lo anterior, se tendría igualmente que el crecimiento del saldo de la deuda, el que también puede entenderse como deuda interna emitida, sería de \$1,2 billones, con lo que la capacidad de absorción de la AFP con un crecimiento de \$3,6 billones en su portafolio de TES sería del 300%.

Tabla 2
Stock total de deuda

Stock TES dic 2006	85,0
(-) vencimiento principal 2007	19,3
(+) presupuesto 2007 subastas de TES	9,0
(+) Inversiones forzosas	3,5
(+) Inversiones convenidas	8,0
Stock TES dic. 2007	86,2

Fuente: Minhacienda, cálculos Grupo Bancolombia.

Un segundo cálculo nos muestra que descontando de los \$9,0 billones que planea emitir Crédito Público (Tabla 3) y los recursos de los vencimientos en manos de entidades del Gobierno, el crecimiento neto del saldo de la deuda pública interna que podría ir al mercado secundario sería \$200 mil millones. Es decir, las AFP estarían en capacidad de absorber la totalidad de estas nuevas emisiones y si es necesario, destinar recursos a otro tipo de activos.

Tabla 3
Crédito público (subastas)

Subastas	9,0
(-) Marzos	4,1
(-) Noviembre	3,8
(-) Otros	1,0
(-) Total vencimientos	8,8
Total	0,2

Fuente: Minhacienda, cálculos Grupo Bancolombia.

En el caso de las acciones, se espera que cerca del 40% de los recursos proyectados se dirijan a emisiones vigentes, y el restante a nuevas emisiones, que según nuestros cálculos podrían estar por encima de \$1 billón (Éxito, ISA e Isagen). Así, se tendría que de los recursos proyectados (\$1,1 billones), cerca de \$500 mil millones irían a parar al mercado secundario. De acuerdo con lo estimado, proyectamos un crecimiento mensual de \$93 mil millones de los portafolios en acciones de las AFP, que representa una disminución comparado con el crecimiento mensual que se presentó en 2006 (\$137 mil millones). A pesar de esto, la participación de los portafolios en acciones sobre el total del portafolio de la AFP se mantienen en los niveles de 2006 (11,5%).

En cuanto al mercado de deuda privada, este ha evidenciado, desde 1997, un crecimiento acelerado, dadas las posibilidades de financiación de las empresas locales a través de mecanismos diferentes a los ofrecidos por los establecimientos financieros. De acuerdo con las cifras disponibles en la BVC, a cierre de 2006 el mercado contaba con un stock de \$56,4 billones en títulos de deuda privada (incluidos CDT's), susceptibles de ser negociados. Esto equivale a un crecimiento promedio del stock de \$3,5 billones anuales desde 1998. (Tabla 4)

De acuerdo con nuestras proyecciones, estimamos que los portafolios de las AFP en bonos de deuda privada crecerán un 18,1%, alcanzando los \$18 billones al finalizar 2007 (Gráfico 10). En este sentido, las AFP serían compradoras netas de aproximadamente \$230 mil millones mensuales, para acumular un total de \$2,7 billones durante todo el año. Adicionalmente, el mercado recibirá vencimientos de títulos

por aproximadamente \$1,9 billones, de los cuales las AFP obtendrán cerca de \$530 mil

millones, que aumentarán la capacidad de absorción de nuevas emisiones.

Tabla 4
Activos financiero susceptibles de ser negociados
(Cifras billones de pesos)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TES	9,6	13,8	19,8	28,8	34,6	43	50,2	60	79	86,6
Deuda Privada	8,3	7,2	8,7	3,8	3,6	5,9	13	19,6	22,5	27,6
Capitalización Bursátil	25,5	22,5	20	16,7	32,6	33,8	39,6	59,33	115,47	125,88
Otros	16,5	22,3	23,1	22,9	24	21	21,4	23,5	26	31,7
Total	43,4	43,5	48,5	49,3	70,8	82,7	102,8	138,93	216,97	240,08

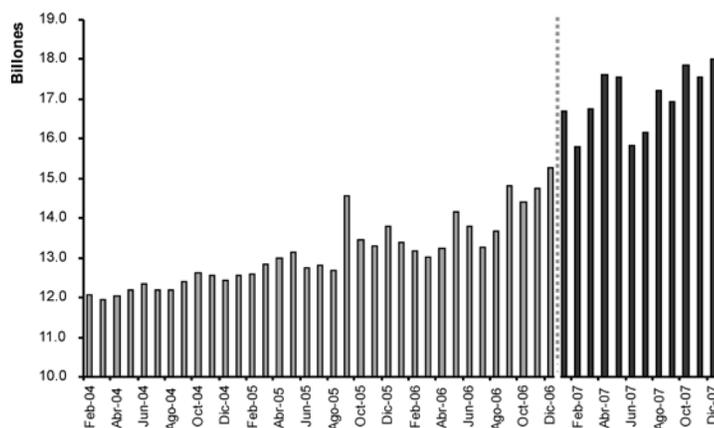
Fuente: BVC, cálculos Grupo Bancolombia.

Si consideramos el monto total colocado en bonos de deuda privada durante 2006 (\$4,7 billones), las ofertas públicas en trámite y autorizadas por la Superintendencia Financiera y los incentivos del programa “Colombia Capital”, proyectamos emisiones de deuda privada para 2007 de aproximadamente \$5,4 billones; de esta

manera, las AFP tendrían la capacidad de absorber el 50,1% de las nuevas emisiones de deuda privada.

Para las inversiones en activos denominados en otras monedas, estimamos que crecerán \$1,52 billones durante 2007, lo que implica un crecimiento anual del 17,78%, con lo

Gráfico 10
Proyección portafolios en deuda privada

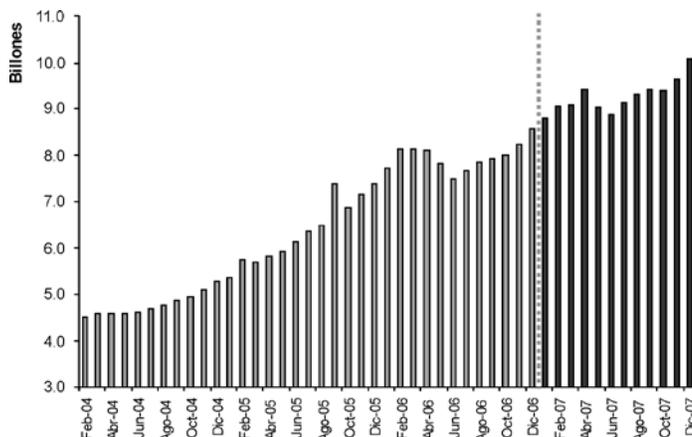


Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Grupo Bancolombia.

cual el saldo pasaría de \$ 8,55 billones a \$10,07 billones. Lo anterior indica que las inversiones de las AFP en el exterior presen-

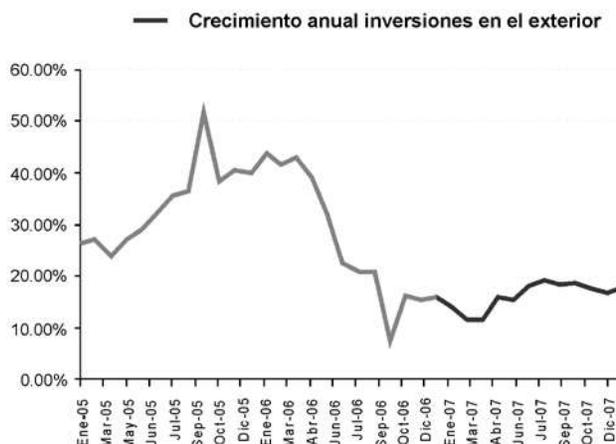
tarán un crecimiento significativo durante 2007, a pesar de ser menos dinámico que en años anteriores. (Gráficos 11 y 12)

Gráfico 11
Proyección portafolios en inversiones en el exterior



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Grupo Bancolombia.

Gráfico 12
Crecimiento anual inversiones en el exterior



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Grupo Bancolombia.

Adicionalmente, vale la pena contrastar este crecimiento con las ofertas adicionales de dólares que se esperan para 2007, con el objetivo de tener una noción o

aproximación del efecto que tendrían las demandas de dólares de estos importantes agentes del mercado sobre el mercado cambiario.

V. A modo de conclusión

Dado lo dinámico que fue 2006 en materia de movidas de consolidación empresarial, tanto a nivel público como privado, y los amplios flujos que se espera se reciban en 2007

por inversión extranjera directa se tendría que las principales entradas de dólares por concepto de compras de empresas y privatizaciones con las que el mercado cambiario potencialmente podría contar ascenderían a cerca de US\$ 7.234 millones.

Tabla 5
Entradas potenciales de dólares en 2007

Entidad	Proyecto o razón de ingreso	Monto potencial en US\$ millones
Ecogás	Privatización	900
Granbanco	Privatización	1.000
Ecopetrol	Privatización o democratización 20%	3.000
Paz del Río	Venta del 52%	190
Carulla	Adquisición del 77,5% por parte de Éxito	300
Isagen	Democratización	350
Éxito	Compra participación accionaria por parte de Casino	298
TV Cable	Compra por parte de Telmex	250
Monómeros	Adquisición por parte de Pequiven	56
Refinería de Cartagena	Inversiones	760
Total en US\$ millones		7.104
Dólar promedio esperado		2.216,4
Total en millones \$		15.745.306

Fuente: Portafolio, El Tiempo y otra información de prensa, cálculos Grupo Bancolombia.

Lo anterior implica que en caso de que todos los negocios mencionados en la Tabla 7 lleguen a consolidarse en monetizaciones, la demanda de los fondos de pensiones absorbería cerca del 9,6%. Sin embargo, es importante considerar que las entradas potenciales podrían reducirse en el evento en que se realicen algunas de las operaciones antes mencionadas en pesos o que se generen con el Banco de la República mecanismos alternativos que no impliquen monetizaciones de estos recursos a través del mercado cambiario.

En conclusión, tal y como ha ocurrido en los últimos 10 años, las AFP participarán activamente en las emisiones de TES, acciones

y deuda privada en 2007, contribuyendo al dinamismo y profundización de estos mercados. Asimismo, el crecimiento de las inversiones en el exterior de las AFP aumentará su demanda por dólares y se consolidarán como jugadores determinantes del mercado cambiario local.

Referencias bibliográficas

- El Tiempo (2006), varios ejemplares.
- Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. www.fiap.cl
- Ministerio de Hacienda www.minhacienda.gov.co
- Portafolio (2006, varios ejemplares.
- Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co