

INFORMACION ADICIONAL

Título:

Evaluación del Valor de los Fondos de Pensiones Obligatorias en el Periodo Abril- Septiembre de 2007.

Autor:

Maria José Cogollo Araujo

Asesor:

Luis Fernando Reina

Especialización:

Finanzas y Mercado de Capitales.

Resumen:

Las AFP son las mayores inversionistas en el mercado de capitales, ya que al ser obligatorias tienen un mayor número de afiliados; de ahí nace la importancia de conocer los factores que hacen que el valor de los portafolios cambie.

Para descifrar la manera como se manejan las inversiones en los portafolios de las AFP es importante conocer su legislación, las alternativas que ofrece el mercado, los riesgos que se asumen al adquirir determinado título, y las variables que influyen en el precio de estos.

Debido a la concentración de inversiones en deuda pública, el rendimiento de las AFP depende en gran medida de las políticas monetarias del emisor. Esta situación se podría minimizar al revisar la legislación que rige estas instituciones.

Abstract:

Pension Funds are the biggest investors in the capital market, since when they have a higher mandatory number of members, hence comes the importance of knowing the factors that cause the value of the portfolio change. In order to know how investments are handled in the portfolios of Pension Funds is

important to know their legislation, the alternatives offered by the market, the risks assumed by acquiring securities, and variables affecting their price.

Because of the concentration of investments in government debt yields Pension Funds relies heavily on monetary policy. This situation could be minimized by studying the legislation of these institutions.

Palabras Clave:

Fondos de pensiones obligatorias, inflación, política monetaria.

**EVALUACION DEL VALOR DE LOS FONDOS DE PENSIONES
OBLIGATORIAS EN EL PERIODO ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2007**

**EVALUACION DEL VALOR DE LOS FONDOS DE PENSIONES
OBLIGATORIAS EN EL PERIODO ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2007**

**Presentado por:
MARIA JOSE COGOLLO ARAUJO**

**ESPECIALIZACION FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES
UNIVERSIDAD DE LA SABANA
BOGOTA-COLOMBIA
JULIO 25 DE 2007**

INTRODUCCION

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCION.....	1
1. REGULACION FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS EN COLOMBIA.....	2
1.1 Régimen de Inversión.....	3
1.2 Rentabilidad mínima.....	5
2. PORTAFOLIOS DE INVERSION EN LAS AFP.....	6
2.1 Características de los portafolios de las AFP Abril-Septiembre 2007.....	7
2.2 Rentabilidad AFP Abril-Septiembre 2007.....	10
3. ANALISIS MERCADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2007.....	13
CONCLUSIONES.....	18
BIBLIOGRAFIA.....	

En la actualidad los fondos de pensiones son los mayores inversionistas en los mercados financieros a nivel mundial y aunque en Colombia solo comenzaron a funcionar a partir de 1993, cuando entró a regir la ley 100 donde se dictan las disposiciones para el Sistema General de Pensiones y Cesantías estos han logrado realizar inversiones cercanas a 51.1 billones de pesos¹. En Colombia los fondos de pensiones obligatorias son los mayores inversionistas en el mercado de capitales, principalmente por que debido a su carácter de obligatoriedad tienen un mayor numero de afiliados (aproximadamente 8 millones), y debido a que tienen en sus manos un gran porcentaje del ahorro total es importante conocer cuales son los factores que hacen que el valor de los portafolios cambie. Para esto es importante conocer como funcionan los mercados donde se tranzan los valores que hacen parte de los portafolios, en este caso, el mercado financiero y los factores internos y externos que hacen que los activos cambien su valor.

La importancia de conocer la dinámica de los fondos de pensiones obligatorias se debe a que estos tendrán en un futuro el manejo de la totalidad de los ahorros pensionales de los colombianos, y dependiendo de la manera como estos inviertan en el presente habrá certeza de la calidad de vida al momento de retirarse.

Para descifrar la manera como se manejan las inversiones en los portafolios de las pensiones obligatorias es importante conocer la legislación pertinente y así, las alternativas que ofrece el mercado, los riesgos que se asumen al adquirir

¹ Valor de los fondos de pensiones obligatorias a 30 de Diciembre de 2007. Fuente: ASOFONDOS

determinado título, y las variables que influyen con mayor incidencia en el precio de estos.

Este ensayo, entonces, tiene como fin conocer cuales fueron los factores que afectaron la rentabilidad de los fondos de pensiones obligatorias en el periodo Abril-Septiembre de 2007 y en particular mostrar la influencia que tienen las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco de la Republica en el valor de los fondos de pensiones obligatorias, a través de la modificación de las tasa de intervención.

1. REGULACION FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS EN COLOMBIA

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (a las cuales se referirá con la sigla AFP) tuvieron su aparición en Colombia con la creación de la ley 100 en el año de 1993. Entre los hechos que causaron la necesidad de la creación de un sistema de pensiones diferente al establecido están la inviabilidad del ISS para soportar la carga pensional y los puntos tratados en el consenso de Washington sobre la privatización de las empresas del sector público a principios de los años noventa como principales políticas para la introducción del país a la globalización.

La ley 100 da los lineamientos generales del sistema de seguridad social integral del que hace parte el sistema de pensiones; como son los principios básicos sobre los que se fundamenta el sistema, reglamentación a las entidades que prestarán los diferentes servicios, entre otros. Para el caso especial de las AFP, las cuales además de regirse por la ley 100, también lo hacen por la ley 797 y 860 de 2003; el Decreto ley 656 de 1994, 2663 de 1994, 692 de 1994, 510 de 2003 y el Decreto 663 de 1993 los cuales dan entre otras disposiciones las siguientes:

- ✓ Los límites máximos de inversión por tipo de instrumento.

- ✓ Margen mínimo de rentabilidad del fondo
- ✓ Régimen de garantías
- ✓ Comisiones

De acuerdo a los objetivos del ensayo es importante conocer los aspectos relativos al régimen de inversión y el margen mínimo de rentabilidad del fondo.

1.1 Régimen de Inversión

Los portafolios de los fondos de pensiones deben cumplir a cabalidad las restricciones de inversión descritas en la Circular Externa 034 de 2005 de la Superintendencia Financiera que en este caso es el ente regulador del mercado de capitales. En ella se describen las inversiones admisibles; así mismo, se dan requisitos mínimos de calificación para que un activo sea admisible para inversión, y se imponen límites individuales por emisor, por emisión, por inversión en entidades vinculadas, restricciones a la concentración accionaria, y a operaciones de cobertura mediante el uso de derivados; finalmente, se fijan los límites de inversión por clase de activos (límites globales de inversión). A continuación se muestran los límites de inversiones más relevantes:

INSTRUMENTO	PENSIONES OBLIGATORIAS
Títulos de Deuda Pública (Interna, externa), emitidos o garantizados por la Nación.	50%
Otros títulos de deuda pública emitidos por entidades estatales de conformidad con la Ley 80 de 1.993, el Decreto 2681 de 1.993 o las normas que los modifiquen o adicionen, sin garantía de la Nación.	20%
Títulos emitidos, avalados o garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN) y por el Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas (FOGACOOOP).	10%

Títulos emitidos por el Banco de la República.	N.A.
Bonos y títulos hipotecarios (Ley 546 de 1.999) y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria.	40%
Títulos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a cartera hipotecaria.	20%
Títulos de renta fija emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y sus respectivos BOCEAS.	30%
Descuentos de actas de contratos estatales y de cartera, siempre y cuando el cumplimiento de las obligaciones se encuentre garantizado por un establecimiento de crédito o una entidad aseguradora.	10%
Otros títulos de renta fija.	N.A.
Títulos de renta fija emitidos por entidades no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y sus respectivos BOCEAS.	30%
Títulos de renta variable: Acciones con alta y media liquidez bursátil y acciones provenientes de procesos privatización.	30%
Acciones con baja y mínima liquidez bursátil y participaciones en Fondos Comunes Ordinarios, Fondos de Valores y Fondos Comunes Especiales, distintos de aquellos destinados a realizar inversiones en activos financieros del exterior.	5%
Depósitos a la vista en establecimientos de crédito.	2%
Operaciones de reporte activas sobre inversiones admisibles.	N.A.
Operaciones Repo activas celebradas a través de la Cámara de Compensación de la Bolsa Nacional Agropecuaria a un plazo máximo de 150 días.	3%
Inversiones en títulos emitidos por entidades en el exterior.	20%

Posición descubierta en moneda extranjera.	20%
--	-----

Fuente: <http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=19&idcompany=3>

1.2 Rentabilidad mínima

La ley 100 de 1993 en su artículo 101 dispone que las AFP deben garantizar una rentabilidad mínima a sus afiliados, y en caso tal de no alcanzarla, deben utilizar los recursos faltantes de una cuenta denominada Reserva de Estabilización. Para el periodo objeto de estudio, las disposiciones sobre rentabilidad mínima se encuentran hasta el 12 de Julio de 2007 en el artículo 2 del Decreto 1592 de 2004 el cual define la siguiente fórmula:

$$RM = 70\% \times (1/2) [R_S + (\alpha \times R_{RVL} + \beta \times R_{RVE} + (1 - \alpha - \beta) \times R_{PR})], \text{ donde:}$$

- R_S es el retorno promedio del sistema de los fondos de pensiones, ponderado por el tamaño de los fondos (acotado superiormente por 20%).
- R_{RVL} es el retorno del índice accionario IGBC.
- R_{RVE} es el retorno (en pesos) del índice accionario S&P 500.
- R_{PR} es el retorno del portafolio de referencia, definido por la Superintendencia Financiera, y conformado en su mayoría por deuda pública interna, CDTs y títulos comerciales.
- α es el porcentaje del portafolio agregado de los fondos de pensiones invertido en acciones locales.
- β es el porcentaje del portafolio agregado de los fondos de pensiones invertido en renta variable externa.

Con la intención de promover inversiones con horizontes de largo plazo, los cálculos se hacen trimestralmente sobre retornos trianuales. Los porcentajes

relevantes (α y β) se calculan promediando los porcentajes diarios durante los tres años del cálculo. Los retornos de los fondos se definen como la tasa interna de retorno (TIR) de los flujos de caja.

A partir del 12 de Julio de 2007 se modifica la formula para el cálculo de la rentabilidad minima y la deja fluctuar entre la minima de dos formulas que son:

1. $\frac{1}{2} [(\alpha R_{RVL} + \beta \times R_{RVE} + (1 - \alpha - \beta) \times R_{PR}) + R_{AFPS}] \times 0.7$
2. $\frac{1}{2} [(\alpha R_{RVL} + \beta \times R_{RVE} + (1 - \alpha - \beta) \times R_{PR}) + R_{AFPS}] - 260 \text{ PB}$

Frente a este tema existen opiniones encontradas al respecto (Dinero, 2007); unos dicen que el cambio en el cálculo de la rentabilidad perjudicó a los cotizantes al trasladar las perdidas a sus cuentas. El mecanismo que se utilizó fue que al disminuir las tasas de referencia, las perdidas serian asumidas por los cotizantes en vez de ser asumidos por las AFP, por otra parte, hay quienes están a favor de este cambio afirmando que la medición anterior se tomó cuando los mercados estaban al alza, pero al entrar en una caída de los mercados, las perdidas en las rentabilidades no se harían esperar, y esto dejaría a las AFP sin muchas opciones que tomar para asegurar rentabilidades, lo que las restringía a tomar riesgos en el mercado por que se podrían ver penalizadas y por lo tanto los portafolios de inversión de los diferentes fondos terminaban siendo ineficientes.

2. PORTAFOLIOS DE INVERSION EN LAS AFP

Se evidenció anteriormente la dificultad a la que se enfrentan las AFP para tener rentabilidades altas sujeta a las restricciones de inversión y aseguramiento de la rentabilidad. En este apartado se analizarán los diferentes tipos de títulos sobre

los que las AFP invirtieron en el periodo Abril-Septiembre de 2007 y se analizará la situación de los mercados donde se hicieron las inversiones para así conocer más sobre la dinámica de los portafolios.

El sistema de pensiones en su regulación, proporciona las pautas para que las AFP hagan sus inversiones teniendo como marco de referencia los topes establecidos en la Circular Externa 035 de 2004 y el portafolio de referencia creado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Una de las causas por la que es difícil conocer si este portafolio es eficiente, es que la rentabilidad mostrada en un periodo se da de manera rezagada y por lo tanto no se sabe con certeza si los cambios realizados darán resultado.

En el país existen en la actualidad seis AFP: Protección, Pensiones Porvenir (de ahora en adelante Porvenir), BBVA Horizonte, Skandia Pensiones², CITI Colfondos e ING Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías (anteriormente Pensiones y Cesantías Santander), los cuales pasaron de administrar al 31 de Marzo de 2007 COP\$ 43,870,500 millones de 7,197,578 cotizantes a COP\$ 47,767,482 pertenecientes a 7,653,566 ahorradores a 30 de Septiembre de 2007, donde Protección y Porvenir fueron las que presentaron mayor valor en sus portafolios.

2.1. Características de los portafolios de las AFP Abril-Septiembre 2007

En la actualidad, las AFP son las mayores inversionistas del mercado de capitales colombiano; tienen en sus manos inversiones que a Junio de 2007 representaban alrededor del 13,46% del PIB (Banco de la Republica, 2007); causa de la

² Skandia posee 2 tipos de fondos: el de pensiones obligatorias y un fondo alternativo. La diferencia entre estos es que el segundo permite definir una estrategia de inversión ajustada a las necesidades y al perfil de riesgo de los cotizantes. Los datos que se muestran con respecto a este fondo solo muestran los arrojados por el fondo de pensiones obligatorias.

regulación existente sobre los tipos de inversiones admisibles para este tipo de sociedades y por el volumen de ahorradores que tiene afiliados. Para saber como evolucionaron las inversiones para estas entidades es necesario remitirse al peso de cada titulo dentro del portafolio de cada fondo.

Como parte de la regulación a la que se tienen que ceñir las AFP esta la referente al limite de inversiones por tipo de título, que es un indicio sobre los mercados donde se realiza una mayor inversión de capital. Este tipo de regulación, es considerada por Juan Mario Laserna,³ como la causa de la ineficiencia de los portafolios de los fondos, debido a la gran concentración de estos en títulos de deuda publica, y en general a un excesivo énfasis en papeles domésticos que se encuentran muy correlacionados entre si. Es por esto que el crecimiento observado en los fondos no ha sido utilizado de manera eficiente pues en su mayoría se ha destinado a financiar los excesivos gastos gubernamentales. Por su parte Suescún⁴ (2001) en su estudio hace ver la necesidad de regular el sistema en cuanto a los límites de inversión y demuestra como las restricciones impuestas a los activos riesgosos afectan la rentabilidad en el largo plazo.

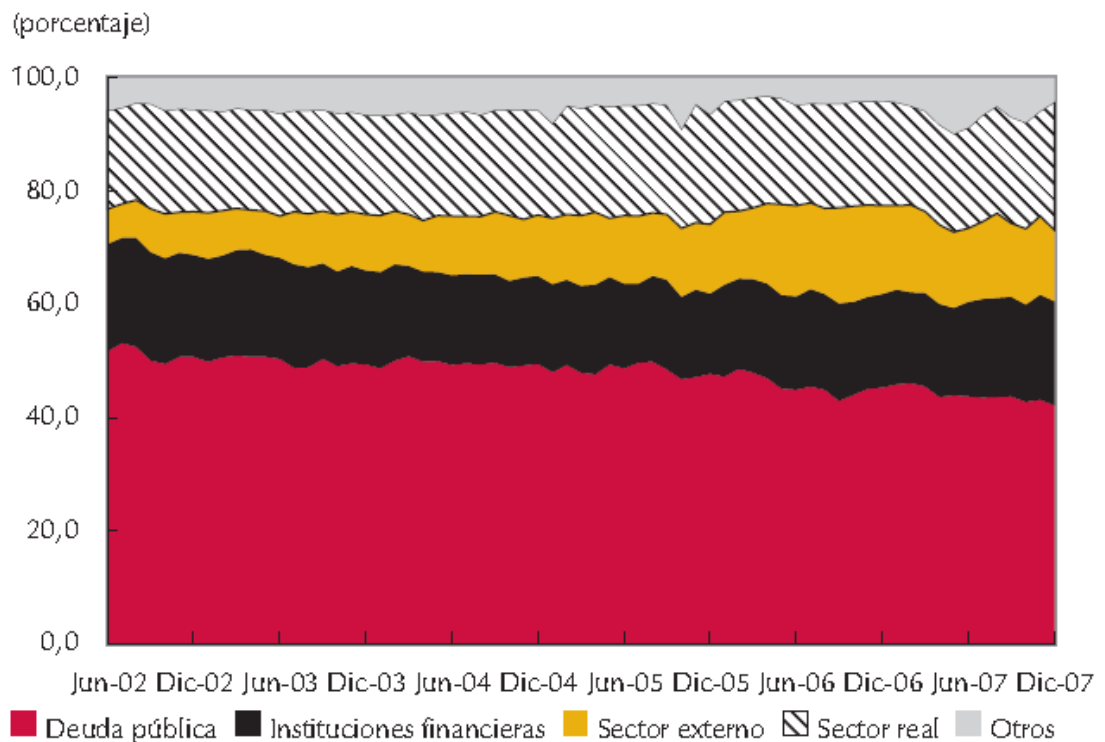
El siguiente grafico muestra la proporción dentro de los portafolios de cada fondo por tipo de titulo y por moneda. Para títulos de renta variable, el porcentaje invertido por fondo es aproximadamente el 20% donde las emisiones de alta liquidez, con un 12% aproximadamente, son sobre las cuales mas se invierte.⁵ Por tipo de moneda y debido a la regulación existente, las inversiones en su mayoría se realizan en pesos (72% aproximadamente) seguido de operaciones en dólar. Restrepo y Pinzón (2007) realizan un estudio donde evidencia la importancia de los fondos de pensiones en los mercados financieros colombianos

³ Codirector Junta Directiva Banco de la Republica de Colombia en (Dinero, 2007)

⁴ Suescún, R. [2001]. Regulación de los Fondos Privados de Pensiones. Informe para el Ministerio de Hacienda de Colombia. Mayo 2001. En (Jara, 2006)

⁵ Datos estadísticos tomados de <http://www.superfinanciera.gov.co/>

estudiando tanto el mercado cambiario como el de deuda, el crecimiento que han tenido y la relación causa-efecto entre las acciones tomadas por las AFP y el movimiento de estos mercados. En el mercado cambiario observaron los movimientos diarios de los fondos y del modelo de regresión realizado se llegó a la conclusión que las transacciones realizadas por cada fondo no están relacionadas entre sí, que estas acciones sí pueden llegar a influir en cambios en la cotización de la moneda pero no alcanzan a afectar la volatilidad de la tasa de cambio.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Referente al mercado de deuda, y fruto de las regulaciones existentes se puede observar como el porcentaje de inversión en renta fija es excesivamente alto y concentrado (aproximadamente 74%), donde los títulos de tesorería son los que más se utilizan (casi el 40%). Restrepo y Pinzón (2007), en su estudio, encontraron también que las transacciones realizadas por los fondos en estos mercados tienen poder de explicación de los movimientos de los TES tasa fija largo plazo, lo que quiere decir que sus decisiones de inversión no afectan de

manera significativa la totalidad del mercado; pero la relación si se da de manera inversa, los movimientos en este mercado afectan la rentabilidad de los fondos. Algo muy importante encontrado en este estudio es que se evidenció una alta actividad de *Trading*⁶ (Fuente: http://www.cajamadridempresas.es/CajaMadrid/Portal_OIE/templates/PT122_oe2?letra=t) tanto en el mercado de deuda publica como el cambiario, que debería ser estudiada mas a fondo para este tipo de entidades, debido a que su horizonte de inversión no concuerda con este tipo de actividad.

2.2. Rentabilidad AFP Abril-Septiembre 2007

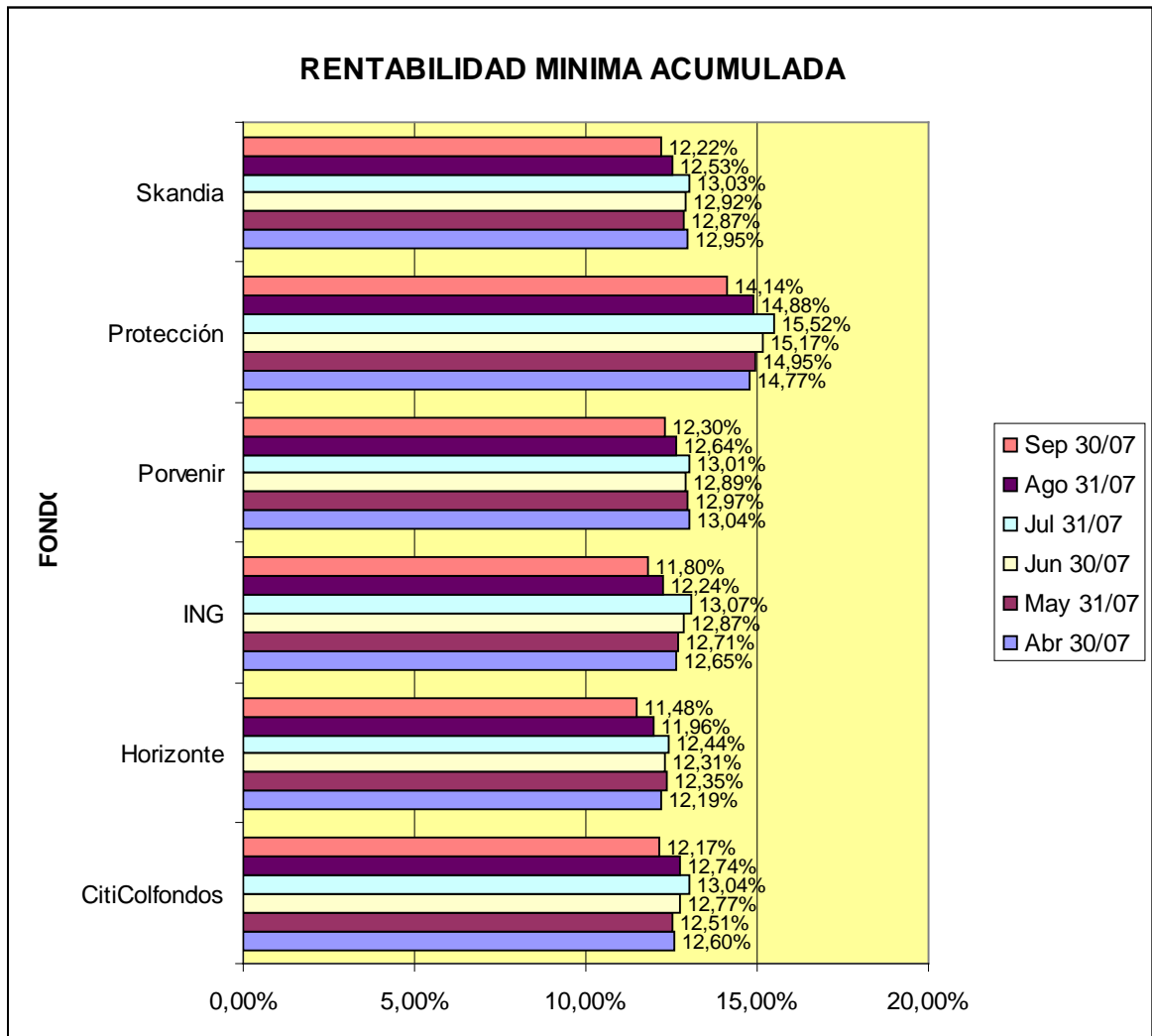
Como resultado de su rápido crecimiento, los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) han adquirido gran importancia en los mercados financieros. Además, es indudable el importante papel que cumple en la sociedad, como responsables de los beneficios pensionales de sus cotizantes lo que le da una gran importancia a las rentabilidades que estos arrojan. Anteriormente se ha explicado las regulaciones respecto a este tema, y se han mostrado sus ventajas y desventajas desde el punto de vista de diferentes autores. Haciendo énfasis en las desventajas y observando lo ineficientes que pueden llegar a ser estos portafolios en el largo plazo; Jara (2006), al explicar la rentabilidad económica de los fondos muestra como inversiones poco eficientes son mas sensibles a los ciclos económicos y financieros y atribuye esta ineficiencia a la regulación existente respecto a los limites de inversión y la no generación de beneficios por aumentar la rentabilidad del fondo, pero si al castigo por obtener rentabilidades por debajo de la minima establecida; esto hace que los fondos se vean motivados a generar estrategias

⁶ Actividad de compra/venta de activos por cuenta propia, generalmente a corto plazo y con expectativa de obtención de beneficios rápidos.

para atraer mas clientes que a aumentar la rentabilidad (cobran comisión por manejo de las pensiones a cada cliente nuevo).

La siguiente grafica muestra la evolución de la rentabilidad mensual acumulada para cada fondo en el periodo Abril-Septiembre 2007. Los datos con los que se realizo el grafico fueron tomados del Centro de Información Consolidada (CICA) de ASOFONDOS⁷. El periodo analizado en los fondos de pensiones nos muestra una rentabilidad del 2% superior en el fondo PROTECCION respecto a sus competidores. Es característico de todos los fondos la perdida en el valor del portafolio generado por las disminuciones de la rentabilidad en 3 periodos (salvo ING y PROTECCIÓN que solo sufrieron disminuciones en 2 periodos). El fondo que mas sufrió perdidas de rentabilidad fue PROTECCIÓN (4 periodos) que a su vez fue el que tuvo mayor perdida de rentabilidad en el periodo (0.85%), mientras el mas estable fue CITICOLFONDOS (tuvo perdida de rentabilidad del 0.45%) al pasar de 12,6% en Abril 30 a 12,6% en Septiembre 30 de 2007. Si se analiza la volatilidad de los fondos en ese mismo periodo PROTECCIÓN fue el fondo que mas variación tuvo dentro del periodo analizado (1.38% su rentabilidad osciló entre 14.14% y 15,52%), esto puede indicar que la diversificación que tiene este fondo permitió que no se presentara una mayor caída en la rentabilidad. Por otra parte, el fondo que presento mas estabilidad en la rentabilidad fue PORVENIR, lo que quiere decir que sus perdidas no fueron en gran magnitud, si no que se presentaron de manera paulatina.

⁷ ASOFONDOS es la Asociación Colombiana de Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías.



Fuente: <https://cica.heinsohn.com.co/>

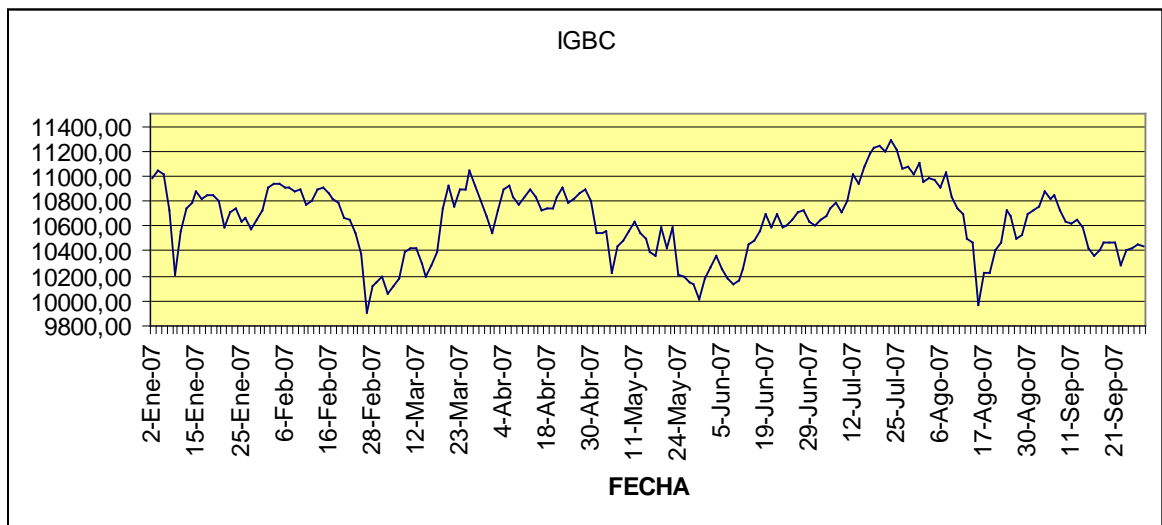
Es importante destacar que todos los fondos sufrieron pérdidas 2 meses consecutivos: Agosto y Septiembre por lo que se hace necesario analizar las condiciones de los mercados financieros especialmente el mercado de deuda pública que se dijo anteriormente, afecta el valor de los portafolios por su alta concentración en estos.

3. ANALISIS MERCADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA ABRIL- SEPTIEMBRE DE 2007

Los fondos de pensiones juegan un papel muy importante dentro de los mercados financieros locales, no solo por que son un vehiculo de ahorro e inversión de los agentes económicos sino también por la estrecha relación con las otras instituciones financieras (pertenecen a su grupo o son contraparte en los mercados). Debido a la alta concentración de sus inversiones en los mercados nacionales, es importante conocer la dinámica de estos, como funcionan y cuales variables afectan en mayor medida su estabilidad. Los datos y análisis de mercado con los que se hace la descripciones siguientes fueron tomados de los análisis que realiza el grupo Bancolombia en los reportes mensuales de sus investigaciones económicas (Bancolombia, 2007).

El comportamiento de los mercados financieros locales, cuya principal característica es la poca profundidad, se ve afectado frecuentemente por movimientos en los grandes mercados financieros mundiales, especialmente el americano y el periodo en mención no es la excepción. Fuertes caídas tuvieron las bolsas en todo el mundo debido a la crisis en el mercado hipotecario norteamericano y en general la entrada en recesion de esta economía.

Para el mercado accionario, donde los fondos no invierten mas del 20%, se presentó una desaceleración importante (25% del promedio diario de cotización en el primer semestre del año) por la incertidumbre económica y política que se vivió en el país y por las restricciones impuestas a la entrada de capital extranjero como medida para defender el tipo de cambio.



Fuente:

[http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/\(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc\)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=121&C=B](http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=121&C=B)

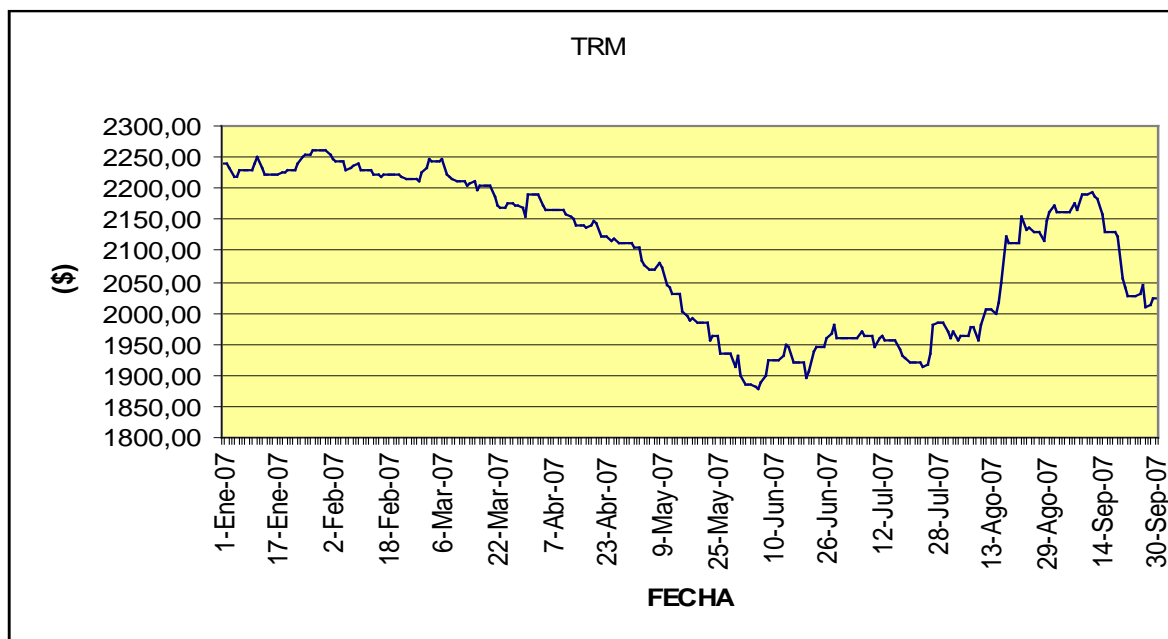
El principal indicador del mercado: el IGBC,⁸ mostró una alta volatilidad (como se puede ver en la grafica) y el retroceso que se vio reflejado en el valor del índice, (4.69% de perdida de valor para los primeros 6 meses de 2007), debido principalmente a la desaceleración de la economía norteamericana, (poco crecimiento económico, inflación por fuera de la meta y crisis en el sector inmobiliario). Entre las causas internas se pueden nombrar también el aumento de la inflación fuera de las expectativas del emisor y el aumento de las tasas de intervención, que restringieron la inversión en los mercados. La relación del comportamiento del mercado con la rentabilidad de los fondos es que entre las acciones que mas se desvalorizaron están las que hacen parte del IGBC en altas proporciones y a su vez son las de más alta liquidez (es el tipo de acciones que los fondos invierten en mayor proporción). Corficolombiana, Bancolombia, Cementos Argos y Suraminv entre otras registraron perdidas entre 6 y 10% en su rentabilidad a Mayo de 2007 (Investigaciones Bancolombia, 2007).

⁸ Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia

El dólar, como principal moneda sobre la que hacen las inversiones los fondos de pensiones también sufrió grandes pérdidas respecto al peso colombiano. La moneda tuvo su menor cotización en \$1.886 por dólar a principios de Junio a pesar de las múltiples intervenciones que hizo en Banco de la Republica para detener la revaluación del peso.

Entre las causas que no permitieron la estabilización del precio de la cotización estuvieron la venta de Almacenes Éxito a la multinacional Casino por aproximadamente US\$ 660 millones; el diferencial de tasas entre el mercado colombiano y americano (fruto de los aumentos hechos por el Banco de la Republica al mismo tiempo que la FED decidía bajar las tasas) que hizo atractivas las inversiones en pesos sin importar las restricciones impuestas por el Banco en relación a la entrada de capital e inversiones en el mercado de futuro y las ventas hechas por los inversionistas como medida para frenar pérdidas al salirse del mercado (*stop loss*). Todos estos hechos hicieron que la revaluación fuera 9.81% hasta septiembre de 2007. Es importante resaltar la pequeña proporción de activos en los portafolios de inversión en dólares, alrededor del 12%, de los cuales la inmensa mayoría se encuentra bajo operaciones de cobertura, lo que reduce su riesgo aun en mayor medida frente a cambios en este mercado.

En la grafica, los aumentos en la cotización se debieron principalmente a las intervenciones realizadas por el Banco de la Republica que en el periodo Enero-Mayo de 2007 alcanzaron US\$ 4527 millones sin contar las operaciones hechas por subastas de opciones que es una medida para controlar la volatilidad del mercado y es utilizada regularmente por el emisor.



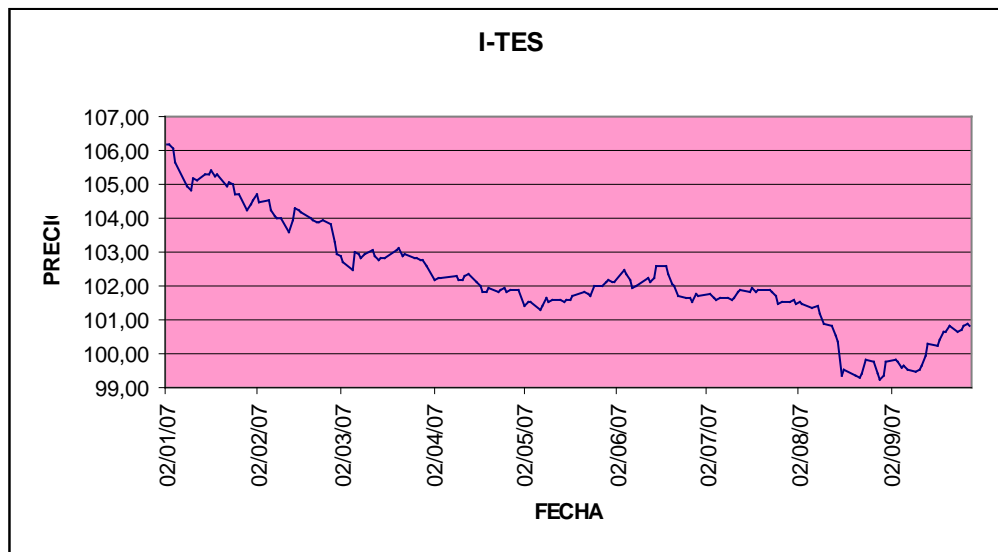
Fuente:

[http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/\(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc\)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=49&C=B](http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=49&C=B)

En el mercado de deuda pública, donde los fondos concentran su portafolio, el panorama no fue el mejor, las constantes subidas en las tasas de intervención por parte del Banco de la República (de 8,25% en Marzo a 9,25% en Septiembre de 2007) como estrategia para controlar la inflación generaron aplanamientos en la curva de rendimientos TES tasa fija. Las alzas se vieron principalmente en la parte corta de la curva, 89Pb en promedio en comparación con un aumento de 69Pb promedio en la parte larga para el primer periodo de 2007.

En el periodo Junio-Septiembre la curva mostró un empinamiento al descender en su parte corta y aumentar en su parte larga debido a las expectativas de estabilización de tasa por parte del Banco de la República. El aumento del índice de aversión hizo que los inversionistas tomaran activos menos riesgosos, lo que pudo ocasionar que los volúmenes transados en el mercado de deuda pública no se vieran tan afectados por la variación en las tasas.

En la siguiente gráfica, se muestra la evolución del I-TES, índice representativo de deuda pública del Grupo Bancolombia, que evidencia la pérdida de valor de los títulos de deuda hasta niveles cercanos a 100, y una leve recuperación para el mes de septiembre, que evidencia la pequeña recuperación del mercado fruto de la expectativa sobre la estabilización de tasas, hecho que no pudo contrarrestar las pérdidas anteriores arrojando una desvalorización del año corrido del 4.85%.



Fuente:

[http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/\(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc\)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=178](http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/(hnnmclf0d05fou455sxwmuqc)/indicadores/economicosHijos.aspx?id=178)

De la descripción de la evolución de los mercados, se puede decir entonces, que el periodo Abril-Septiembre de 2007 fue un periodo de caída en los mercados en general, dado especialmente por la inestabilidad macroeconómica que vivió el país a causa de los aumentos en la inflación que fueron constantes en todo el periodo a pesar de los enormes esfuerzos realizados por el Banco de la Republica.

Se puede decir entonces, que la inflación afectó de manera significativa el valor de los portafolios de los fondos de pensiones y en consecuencia su rentabilidad al presentar una desvalorización de los títulos de deuda publica (en su mayoría TES)

debido al aumento de las tasas de referencia del banco, que al valorarlos a precio de mercado hizo que su precio disminuyera. Igualmente sucedió con las inversiones en dólares que fueron perdiendo su valor a causa de la reevaluación del peso, consecuencia de la entrada de capitales al país debido en su mayoría al diferencial en las tasas de interés.

CONCLUSIONES

- En la actualidad, los fondos de pensiones juegan un papel muy importante en el mercado de capitales colombiano como el tipo de inversionista que mas inyecta capital al mercado (aproximadamente 14% del PIB para diciembre de 2007). Esto se debe a la regulación existente sobre los tipos de inversión a los que se ven obligados a invertir los fondos, que impacta de manera positiva a los mercados al volverlos mas desarrollados y profundos pero afecta de manera negativa y en gran medida sobre la rentabilidad de los fondos.
- El esquema regulatorio sobre el que se fundamenta la actividad de las AFP no genera los incentivos para promover una mayor rentabilidad de los fondos por encima de la rentabilidad minima requerida, debido en primera instancia a que el sistema de comisiones no genera incentivos para incrementar la rentabilidad en beneficio de los cotizantes. Por otra parte los fondos prefieren imitar el portafolio de referencia para así evitar sanciones por incumplimiento de la rentabilidad minima y por lo tanto presentan portafolios muy concentrados, que al ser poco diversificados presentan mayores riesgos. Es importante entonces revisar y evaluar la efectividad de la regulación existente como protectora de los derechos de los cotizantes del sistema y estudiar otras alternativas como la implementación de un sistema multifondos, el cambio en la estructura de comisiones, y la

flexibilización del régimen de inversiones, propuestos en la reforma financiera al sistema. En lo referente a esta última recomendación es importante que se estudie también la posibilidad de invertir en los mercados internacionales, guardando los principios de seguridad y bajo riesgo de los títulos, complementados a su vez por el papel que cumplen las entidades reaseguradoras como minimizadoras del riesgo.

- Las AFP se han caracterizado por su alta concentración en activos locales que se encuentran positivamente correlacionados. Invierten actualmente más del 45% de su capital en títulos TES, lo que significa que la rentabilidad de los fondos está explicada en ese porcentaje, por las condiciones que muestra el mercado de estos títulos, y la rentabilidad de estos depende de los cambios en las tasas de los mercados y los niveles de inflación que muestre la economía. Es de suma importancia entonces el papel que cumple el Banco de la República que tiene como principal objetivo mantener niveles de inflación bajos y constantes; que además utiliza entre otros instrumentos, la variación en las tasas de intervención para mantener los niveles de inflación dentro de la meta que se propone año tras año. Para el caso que se observa, el Banco hizo una serie de aumentos a la tasa de intervención, aumentando las tasas de interés de todo el mercado de deuda pública, que hizo que estos papeles (TES) perdieran valor, sumado a la pérdida ya adquirida por los aumentos de inflación afectando en gran manera el valor de estos papeles y por consiguiente la rentabilidad de los portafolios de los fondos de pensiones. Este tipo de riesgo se podría minimizar con la flexibilización de la regulación existente sobre los tipos de inversión lo que posteriormente se traduciría en la diversificación de los portafolios de los fondos.
- El problema no es que las rentabilidades disminuyan, por que es inherente en todas las economías que se presenten ciclos de altas y bajas

rentabilidades, el problema radica en la poca maniobrabilidad que tienen los fondos actualmente, pues no pueden invertir en la totalidad de títulos que existen (dentro y fuera del país), y además se ven atados a cumplir una mínima rentabilidad (situación que no se presenta en los otros países del continente) lo que los hace invertir necesariamente en determinados activos que ofrecen muy poca rentabilidad (pero muy bajo riesgo) pero que están muy correlacionados entre sí. Hay que sumar también el hecho que el mercado financiero colombiano todavía es muy pequeño y si bien la entrada de las AFP como inversoras ha hecho que el mercado se desarrolle esto no es justificación para que solo lo hagan en este mercado, por que al estar muy correlacionadas sus inversiones, en épocas de caídas, todas las inversiones tendrán el mismo comportamiento, por mas seguras que sean.

BIBLIOGRAFIA

1. Allen, Linda. Capital markets and institutions: A global view. Jhon Wiley & Sons, Inc. New York, 1997
2. Banco de la Republica. *Reporte de estabilidad financiera, Marzo de 2008*; Versión electrónica.
http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/report_estab_finan/2008/e_estabilidad_financiera_mar_2008.pdf.
3. Fabozzi, F; Modigliani F. Mercados e instituciones financieras. Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 20 Edición, 1996.
4. Grupo Bancolombia. Investigaciones económicas y estrategias. Informe mensual. Edición No 121-126, 2007. Versión electrónica.
[http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/\(eivdb4vqinzqtz3wapq54pro\)/Informes/Busqueda.aspx?C=B&td=9](http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/(eivdb4vqinzqtz3wapq54pro)/Informes/Busqueda.aspx?C=B&td=9).

5. Jara, Diego. "Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones" 2006. Versión electrónica <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra416.pdf>.
6. Rendón, Jaime. "Los fondos de pensiones y cesantías: Protección para quien?" Versión electrónica <http://colombia.indymedia.org/news/2007/09/71792.php>.
7. Restrepo, Pinzón y Pabón. "Impacto De Las Operaciones De Los Fondos De Pensiones Obligatorias En Los Mercados Financieros Colombianos" 2007. Versión electrónica <http://ideas.repec.org/p/bdr/borrec/406.htm>.
8. Stanley, E; Mishkin, F. Financial markets and institutions. Addison-Wesley, Inc, 2005.
9. "Urgen cambios profundos". *Revista dinero*, Julio 19 de 2007, versión electrónica. http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=36971.

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADO
RESUMEN ANALITICO DE INVESTIGACION**

No	VARIABLE	DESCRIPCION DE LA VARIABLE
1	NOMBRE DEL POSTGRADO	Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales.
2	TITULO DEL PROYECTO	Evaluación Del Valor De Los Fondos De Pensiones Obligatorias En El Periodo Abril-Septiembre De 2007.
3	AUTORA	Cogollo Araujo María José.
4	AÑO Y MES	25 de Julio de 2008.
5	NOMBRE DEL ASESOR	Luis Fernando Reina.
6	ABSTRACT	<p>Las AFP son las mayores inversionistas en el mercado de capitales, ya que al ser obligatorias tienen un mayor numero de afiliados; de ahí nace la importancia de conocer los factores que hacen que el valor de los portafolios cambie.</p> <p>Para descifrar la manera como se manejan las inversiones en los portafolios de las AFP es importante conocer su legislación, las alternativas que ofrece el mercado, los riesgos que se asumen al adquirir determinado titulo, y las variables que influyen en el precio de estos.</p> <p>Debido a la concentración de inversiones en deuda publica, el rendimiento de las AFP depende en gran medida de las políticas monetarias del emisor. Esta situación se podría minimizar al revisar la legislación que rige estas instituciones.</p> <p>Pension Funds are the biggest investors in the capital market, since when they have a higher mandatory number of members, hence comes the importance of knowing the factors that cause the value of the portfolio change.</p> <p>In order to know how investments are handled in the portfolios of Pension Funds is important to know their legislation, the alternatives offered by the market, the risks assumed by acquiring securities, and variables affecting their price.</p> <p>Because of the concentration of investments in government debt yields Pension Funds relies heavily on monetary policy. This situation could be minimized by studying the legislation of these institutions.</p>
7	PALABRAS CLAVES	Fondos de pensiones obligatorias, inflación, política monetaria.
8	SECTOR ECONOMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO	Sociedades Financieras.
9	TIPO DE INVESTIGACION	Ensayo descriptivo.

No	VARIABLE	DESCRIPCION DE LA VARIABLE
10	OBJETIVO GENERAL	Generar un ensayo referente a las causas del cambio en el valor de los fondos de pensiones obligatorias en el periodo Abril-Septiembre de 2007.
11	OBJETIVOS ESPECIFICOS	Este ensayo tiene como fin conocer cuales fueron los factores que afectaron la rentabilidad de los fondos de pensiones obligatorias en el periodo Abril-Septiembre de 2007 y en particular mostrar la influencia que tienen las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco de la Republica en el valor de los fondos de pensiones obligatorias, a través de la modificación de las tasa de intervención.
12	FUENTES BIBLIOGRAFICAS	<p>1. Allen, Linda. Capital markets and institutions: A global view. Jhon Wiley & Sons, Inc. New York, 1997.</p> <p>2. Banco de la Republica. Reporte de estabilidad financiera, Marzo de 2008; Versión electrónica. http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/report_estab_finan/2008/estabilidad_financiera_mar_2008.pdf.</p> <p>3. Fabozzi, F; Modigliani F. Mercados e instituciones financieras. Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 20 Edición, 1996.</p> <p>4. Grupo Bancolombia. Investigaciones económicas y estrategias. Informe mensual. Edición No 121-126, 2007. Versión electrónica. http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/(eivdb4vqinzqtz3wapq54pro)/Informes/Busqueda.aspx?C=B&td=9.</p> <p>5. Jara, Diego."Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones" 2006. Versión electrónica http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra416.pdf.</p> <p>6. Rendón, Jaime. "Los fondos de pensiones y cesantías: Protección para quien?" Versión electrónica http://colombia.indymedia.org/news/2007/09/71792.php.</p> <p>7. Restrepo, Pinzón y Pabón. "Impacto De Las Operaciones De Los Fondos De Pensiones Obligatorias En Los Mercados Financieros Colombianos" 2007. Versión electrónica http://ideas.repec.org/p/bdr/borrec/406.htm.</p> <p>8. Stanley, E; Mishkin, F. Financial markets and institutions. Addison-Wesley, Inc, 2005.</p> <p>9. "Urgen cambios profundos". Revista dinero, Julio 19 de 2007, versión electrónica. http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=36971.</p>

No	VARIABLE	DESCRIPCION DE LA VARIABLE
13	RESUMEN	<p>En su introducción el ensayo recalca la importancia que han adquirido los fondos de pensiones como principales inversores en el mercado de capitales colombiano y la necesidad de analizar aspectos como la regulación, los tipos de inversión que realizan y la forma como afectan los cambios en los mercados sobre la rentabilidad que estos arrojan. Para esto lo primero que se analiza es el marco regulatorio existente para los fondos de pensiones; específicamente el régimen de inversión y rentabilidad existente. Luego se analiza la evolución de las inversiones realizadas por las AFP en el periodo de estudio, donde se evidencian las consecuencias sobre la rentabilidad, la existencia de portafolios altamente concentrados y correlacionados.</p> <p>El ensayo también dedica un apartado donde resume la evolución de los principales mercados financieros colombianos en el periodo de estudio, que evidencia la importancia de la estabilidad macroeconómica para el total desarrollo de este tipo de mercados; especialmente lo referente a mantener niveles de inflación bajos y estables en el tiempo. Finalmente el ensayo denota la importancia de la política monetaria sobre el valor de los fondos de pensiones y su rendimiento cuyo mecanismo de transmisión son los cambios realizados a las tasas de intervención, herramienta principal del Banco de la Republica para alcanzar su objetivo principal de estabilización de precios.</p>
14	METODOLOGIA	Recolección y clasificación de la información en orden cronológico, análisis y comparación de datos numéricos para su posterior relación con variables macroeconómicas.
15	CONCLUSIONES	En la actualidad, los fondos de pensiones juegan un papel muy importante en el mercado de capitales colombiano como el tipo de inversionista que mas inyecta capital al mercado (aproximadamente 14% del PIB para diciembre de 2007). Esto se debe a la regulación existente sobre los tipos de inversión a los que se ven obligados a invertir los fondos, que impacta de manera positiva a los mercados al volverlos mas desarrollados y profundos pero afecta de manera negativa y en gran medida sobre la rentabilidad de los fondos.

No	VARIABLE	DESCRIPCION DE LA VARIABLE
15	CONCLUSIONES	<p>El esquema regulatorio sobre el que se fundamenta la actividad de las AFP no genera los incentivos para promover una mayor rentabilidad de los fondos por encima de la rentabilidad mínima requerida, debido en primera instancia a que el sistema de comisiones no genera incentivos para incrementar la rentabilidad en beneficio de los cotizantes. Por otra parte los fondos prefieren imitar el portafolio de referencia para así evitar sanciones por incumplimiento de la rentabilidad mínima y por lo tanto presentan portafolios muy concentrados, que al ser poco diversificados presentan mayores riesgos. Es importante entonces revisar y evaluar la efectividad de la regulación existente como protectora de los derechos de los cotizantes del sistema y estudiar otras alternativas como la implementación de un sistema multifondos, el cambio en la estructura de comisiones, y la flexibilización del régimen de inversiones, propuestos en la reforma financiera al sistema.</p> <p>En lo referente a esta última recomendación es importante que se estudie también la posibilidad de invertir en los mercados internacionales, guardando los principios de seguridad y bajo riesgo de los títulos, complementados a su vez por el papel que cumplen las entidades reaseguradoras como minimizadoras del riesgo.</p> <p>Las AFP se han caracterizado por su alta concentración en activos locales que se encuentran positivamente correlacionados. Invierten actualmente más del 45% de su capital en títulos TES, lo que significa que la rentabilidad de los fondos está explicada en ese porcentaje, por las condiciones que muestra el mercado de estos títulos, y la rentabilidad de estos depende de los cambios en las tasa de los mercados y los niveles de inflación que muestre la economía. Es de suma importancia entonces el papel que cumple el Banco de la República que tiene como principal objetivo mantener niveles de inflación bajos y constantes; que además utiliza entre otros instrumentos, la variación en las tasa de intervención para mantener los niveles de inflación dentro de la meta que se propone año tras año. Para el caso que se observa, el Banco hizo una serie de aumentos a la tasa de intervención, aumentando la tasa de interés de todo el mercado de deuda pública, que hizo que estos papeles (TES) perdieran valor, sumado a la pérdida ya adquirida por los aumentos de inflación afectando en gran manera el valor de estos papeles y por consiguiente la rentabilidad de los portafolios de los fondos de pensiones. Este tipo de riesgo se podría minimizar con la flexibilización de la regulación existente sobre los tipos de inversión lo que posteriormente se traduciría en la diversificación de los portafolios de los fondos.</p>

No	VARIABLE	DESCRIPCION DE LA VARIABLE
15	CONCLUSIONES	<p>El problema no es que las rentabilidades disminuyan, por que es inherente en todas las economías que se presenten ciclos de altas y bajas rentabilidades, el problema radica en la poca maniobralidad que tienen los fondos actualmente, pues no pueden invertir en la totalidad de títulos que existen (dentro y fuera del país), y además se ven atados a cumplir una minima rentabilidad (situación que no se presenta en los otros países del continente) lo que los hace invertir necesariamente en determinados activos que ofrecen muy poca rentabilidad (pero muy bajo riesgo) pero que están muy correlacionados entre si. Hay que sumar también el hecho que el mercado financiero colombiano todavía es muy pequeño y si bien la entrada de las AFP como inversoras ha hecho que el mercado se desarrolle esto no es justificación para que solo lo hagan en este mercado, por que al estar muy correlacionadas sus inversiones, en épocas de caídas, todas las inversiones tendrán el mismo comportamiento, por mas seguras que sean.</p>