

Recuadro 6
EFFECTOS DE LOS RETIROS DE LOS FONDOS PREVISIONALES
SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES

Desde el inicio de la crisis sanitaria, se aprobaron una serie de medidas que facultaron el rescate anticipado de los fondos previsionales. Si bien en el corto plazo los retiros ayudan a suavizar la senda de consumo de las familias, a largo plazo reducen la cobertura del sistema previsional, poniendo en mayor riesgo de pobreza a los futuros jubilados.

Asimismo, los retiros ocasionan que los fondos privados de pensiones reduzcan su posición en los activos más líquidos: valores del exterior y Bonos del Tesoro Peruano (BTP), causando en este caso un incremento de la curva de rendimientos y, por ende, una menor valuación para los instrumentos de renta fija. Adicionalmente, los retiros reducen el tamaño del ahorro de las familias y de la inversión y, a la vez, reducen la profundidad del mercado de capitales, dada la menor disponibilidad de fondos prestables y las mayores tasas de interés de referencia para las nuevas emisiones.

En el caso de los afiliados, los menores precios de los activos de renta fija reducen el valor del portafolio, afectando las pensiones futuras. En tanto, los fondos previsionales retirados permanecen depositados, mayoritariamente, en cuentas de ahorro bancarias con tasas de interés nominales menores que la tasa de inflación, lo que reduce el valor real de dichos fondos. Asimismo, cinco millones de afiliados al SPP se quedarían sin ahorro alguno en sus Cuentas de Capitalización Individual. Los rescates efectuados ascendieron al 8,4% del PBI del año 2019.

RESCATES DE LAS AFP POR MEDIDAS DEL CONGRESO Y EJECUTIVO
(S/ millones)

	2020	2021*	Total
DU 034 y 038	6 533	11	6 543
Ley 31017 (25%)	17 222	2	17 223
Ley 31068 (4 UIT para no aportantes)	2 839	6 178	9 017
Ley 31192 (4 UIT sin restricciones)	0	32 196	32 196
Total rescates aprobados por el Gobierno	26 594	38 386	64 980
Otros egresos (netos de aportes)	-2 338	472	-1 866
Rescates Netos	24 256	38 859	63 114

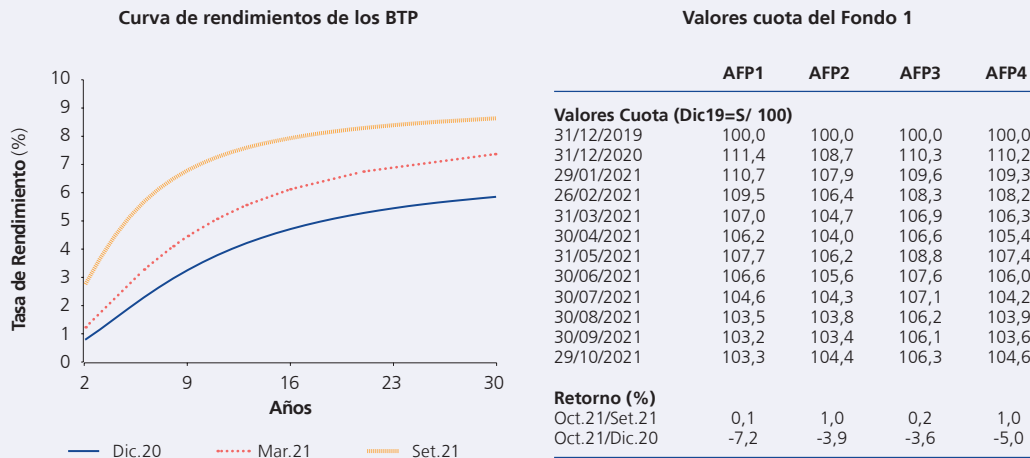
* Datos actualizados al cierre de octubre 2021.

Efectos en el mercado de fondos previsionales

El valor del portafolio de las AFP se redujo considerablemente desde el año 2019 por las medidas que favorecen el retiro temprano de fondos previsionales. En el año 2020, el portafolio se redujo marginalmente, dado que gran parte de los rescates netos (rescates menos aportes) ascendentes a S/ 24 256 millones fueron atendidos principalmente con los retornos generados por los fondos administrados por las AFP (S/ 14 307 millones) y, en segundo orden, con la venta de activos del exterior y de BTP.

En lo que va del año 2021, el valor de la cartera de las AFP registra un flujo negativo de S/ 32 969 millones. De este monto, un flujo positivo de S/ 5 890 millones está asociado al efecto de rentabilidad de los activos y un flujo negativo de S/ 38 859 millones corresponde a los retiros netos realizados por los afiliados por las medidas aprobadas por el Gobierno.

Los niveles de rentabilidad se mantuvieron elevados para los fondos 2 y 3 en lo que va del año 2021, por el desempeño de la cartera del exterior, dada la recuperación de los precios de activos de renta variable en las economías desarrolladas. Sin embargo, los Fondos 1 de las AFP reportaron importantes pérdidas (entre -3,6% y -7,2%), dado el incremento de las tasas de los bonos a nivel global y la desvalorización de los activos locales por la venta de valores para atender los retiros de los afiliados en un periodo bastante acotado de tiempo.



Efecto en el mercado de BTP

Si bien durante el año 2020, las AFP hicieron frente a los retiros de fondos a través de la liquidación de activos en el exterior y en menor medida BTP, por ser los más líquidos, lo cual no afectaría la valorización de dichos títulos. En el año 2021, la magnitud de los retiros aprobados por el Congreso, ha requerido que se liquiden montos significativos de BTP y de títulos financieros locales. Esto ha tenido efectos en la valorización de la cartera de las AFP. Así, entre el cierre de mayo y setiembre de 2021, el valor de la posición de las AFP en BTP se redujo en S/ 13 000 millones. En tanto que el valor de los bonos emitidos por el sector privado se redujo en S/ 856 millones y US\$ 441 millones en sus respectivas monedas. En este lapso, las AFP liquidaron US\$ 5 555 millones de inversiones en activos del exterior.

En el caso de los BTP, tomando en consideración los años 2020 y 2021, la participación de las AFP como tenedores de BTP se redujo de 27,3% en diciembre de 2019 a 12,7% en setiembre de 2021, siendo la reducción más acelerada desde junio de 2021 (la participación pasó de 21% a 12,7%). En el año 2020, los retiros netos de fondos (13,9% del portafolio de 2019) fueron parcialmente compensados por el rendimiento (8,2% del portafolio de 2019) que obtuvieron los fondos administrados por las AFP.

Durante 2020, las AFP liquidaron principalmente los BTP del tramo medio debido a su mayor liquidez (BTP con vencimiento entre el 2028 y el 2032). Pese a las necesidades de liquidez, las AFP mantuvieron sus posiciones en los BTP de mayor plazo (BTP con vencimiento entre el 2034 y el 2040). De este modo, las AFP vendieron BTP por un total de S/ 9 568 millones entre abril y diciembre de 2020. Adicionalmente, el BCRP buscó mitigar los efectos de una reducción de precios por la venta de BTP, implementando una ventanilla de Operaciones de Reporte de Valores (Repos) con los fondos de pensiones administrados por las AFP²³. Así, entre el 26 de mayo y julio de 2020, el BCRP pactó Repos con las AFP por S/ 4,1 millones

23 Mediante estas operaciones, los fondos de pensiones venden sus BTP al BCRP por tres meses, recibiendo a cambio liquidez temporal para atender parte de los retiros. Si bien los fondos de pensiones debían devolver la liquidez al BCRP al término del Repo, estas operaciones permitieron a las AFP dosificar sus ventas de BTP, reduciendo el impacto en el mercado.

para atender parte de la demanda asociada al retiro de fondos. El conjunto de estas operaciones ya ha sido cancelado por las AFP.

En cambio, en el año 2021, se ha observado un importante incremento las tasas de BTP (228 pbs entre marzo y setiembre de 2021). Este incremento estuvo asociado al incremento de las tasas a nivel global y, desde junio, al alto flujo de retiros asociados a la Ley 31192, la cual facultó la libre disponibilidad de hasta 4 UIT para todo el universo de afiliados (retiros de fondos de S/ 32,1 mil millones) en un periodo bastante acotado de tiempo. Como mecanismo paliativo el BCRP participa en el mercado secundario comprando BTP hasta el margen autorizado por la Ley Orgánica.

Previo a la implementación de las normas de retiro de fondos previsionales, las AFP actuaban como un agente que amortiguaba las ventas masivas de NR en el mercado de BTP en escenarios de incertidumbre. Sin embargo, en el año 2021, las AFP vienen participando como oferentes netos de BTP en el mercado secundario.

En el año 2020 la oferta de las AFP (S/ 12 970 millones) fue absorbida por los inversionistas no residentes (S/ 5 324 millones) y por bancos (S/ 9 027 millones). La demanda de los inversionistas no residentes se explica por la solidez fiscal relativa del Perú y la inclusión de los BTP en el Global Aggregate Index de Bloomberg Barclays. Por su parte, los bancos cumplieron su rol de creadores de mercado, absorbiendo la mayor parte de la oferta de las AFP durante el periodo, en un contexto de mayor liquidez en moneda nacional.

En el primer semestre del año 2021, las AFP volvieron a tener una participación como demandantes netos de BTP (S/ 3 149 millones), dado que las medidas de retiro anticipado quedaron desactivadas, en un contexto en el cual los no residentes actuaron como oferentes netos de BTP (S/ 7 061 millones).

Sin embargo, en el tercer trimestre las AFP redujeron su posición en S/ 6 931 millones, dada las fuertes necesidades de liquidez asociadas a Ley de retiro de hasta 4 UIT para todos los afiliados. En este último caso, los inversionistas no residentes actuaron como demandantes netos de BTP por S/ 6 931 millones y las compras se realizaron a precios de mercado bajos en todos los tramos de plazos a pesar que los bonos soberanos aún se mantienen con la segunda mejor calificación de riesgo en América Latina.

De otro lado, los bancos adquirieron un record histórico de BTP en los años 2020 y 2021, mediante compras de BTP en todos los tramos, lo que ha incrementado su riesgo de tasas de interés y podría limitar su capacidad para absorber una mayor oferta de BTP en el futuro. Asimismo, la última medida de retiros de los fondos de pensiones también afectó al mercado de bonos corporativos en moneda nacional, debido al incremento de tasas de BTP en moneda local, el cual es el mercado de referencia.

Efectos de las medidas de retiro en las tasas BTP

La reducción de la posición de BTP en todos tramos de vencimiento causó un incremento inusitado de tasas de interés, dado el importante flujo de oferta neta de las AFP. Esto implica que la aprobación de un nuevo retiro podría llevar a las AFP a vender sus BTP de larga duración, algunos de los cuales tienen baja liquidez. En este escenario, los bancos tendrían menos posibilidades de absorber la mayor de oferta de BTP, dado que asumirían un mayor riesgo de mercado.

Para ilustrar el efecto que han tenido los retiros masivos de fondos previsionales sobre las tasas de los BTP se modela los factores de la curva de rendimientos con la metodología Nelson y Siegel. Se utiliza variables de control tales como la tasa de interés interbancaria y las primas por riesgo país. Este modelo se estima con un VAR-X que anida los factores de la curva de rendimiento.

De acuerdo a Diebold y Li (2006), la especificación general para el modelo Nelson-Siegel en un contexto dinámico se representa por la siguiente ecuación:

$$y_t(\tau_i) = \beta_{1t} + \beta_{2t} \left(\frac{1 - \exp(-\eta\tau_i)}{\eta\tau_i} \right) + \beta_{3t} \left(\frac{1 - \exp(-\eta\tau_i)}{\eta\tau_i} - \exp(\eta\tau_i) \right)$$

Donde $y_t(\tau_i)$ es la tasa interna de retorno para el i -ésimo bono con vencimiento $\tau_i = T_i - t$. Los términos $\{\beta_{1t}, \beta_{2t}, \beta_{3t}\}$ son los factores de la curva de rendimientos que representan el nivel ("factor de largo plazo"), pendiente ("factor de corto plazo") y curvatura ("factor de medio plazo"), respectivamente. Asimismo, η representa el grado de suavizamiento de la curva de rendimientos.

La especificación en la forma de vectores autoregresivos con variables de control exógenas (VAR-X), siguiendo la metodología de Tu y Chen (2018)²⁴ y Caldeira y otros (2015)²⁵. Los resultados de la modelación se muestran en la siguiente tabla:

MODELO VAR-X PARA LOS FACTORES DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE BTP

	ϕ_0	$\beta_{1,t-1}$	$\beta_{2,t-1}$	$\beta_{3,t-1}$	int_{t-1}	$embig_{t-1}$	dep_{t-1}	ventasBTP
$\beta_{1,t}$ (nivel)	0,091 (0,170)	0,898 (0,037)	-0,013 (0,014)	0,002 (0,009)	0,068 (0,024)	0,065 (0,036)	0,104 (0,041)	0,185 (0,089)
$\beta_{2,t}$ (pendiente)	-0,405 (0,273)	0,027 (0,059)	0,944 (0,023)	-0,004 (0,015)	-0,005 (0,038)	0,008 (0,057)	-0,132 (0,065)	0,010 (0,143)
$\beta_{3,t}$ (curvatura)	1,569 (0,468)	-0,085 (0,101)	-0,032 (0,039)	0,889 (0,025)	-0,254 (0,065)	0,021 (0,098)	-0,288 (0,112)	0,051 (0,245)

Nota: Esta tabla reporta los estimados de los parámetros del modelo VAR-X para los factores de la curva de rendimientos de los BTP. La muestra incluye datos diarios desde enero de 2017 hasta setiembre de 2021. Los errores estándar se reportan entre paréntesis.

Donde int_{t-1} representan la tasa de interés interbancaria, dep_{t-1} la depreciación cambiaria diaria, $embig$, $embig_{t-1}$ la tasa en dólares que incluye la prima por riesgo país y $ventas$ BTP es una variable dummy que representa la venta masiva de BTP realizada por las AFP desde la segunda semana de junio de 2021.

El ejercicio encuentra que del incremento de 228 pbs en el retorno de bonos a 10 años (entre marzo de 2021 y setiembre de 2021, la tasa de interés pasó de 4,795% a 7,72%), 111 pbs está asociado al régimen de ventas de la cartera de las AFP para atender el retiro de fondo de los afiliados²⁶. Esto implica un mayor costo del financiamiento de largo plazo para las empresas, dado las tasas de la deuda pública son el principal referente para la fijación de tasas en el mercado de deuda corporativa.

Conclusiones

Las AFP han reducido marginalmente su posición en instrumentos de deuda corporativa en el último trimestre, dado que deben cumplir con el límite máximo de tenencias de instrumentos en el portafolio (30% del total). Estos instrumentos son de menor liquidez y una venta masiva de bonos podría causar

24 Tu, A. H., & Chen, C. Y. H. (2018). A factor-based approach of bond portfolio value-at-risk: The informational roles of macroeconomic and financial stress factors. *Journal of Empirical Finance*, 45, 243-268.
 25 Caldeira, J. F., Moura, G. V., & Santos, A. A. (2015). Measuring risk in fixed income portfolios using yield curve models. *Computational Economics*, 46(1), 65-82
 26 El resultado se colige luego de evaluar los retornos de largo plazo de los BTP durante la vigencia de la Ley 31192.

una reducción aún más significativa en los valores cuota. De este modo, las AFP se están quedando con los instrumentos menos líquidos y con mayores plazos de vencimiento, por lo que están expuestas a un riesgo más alto tanto de tasa de interés y de riesgo país en relación a la estructura del portafolio del año 2019. Por tanto, los potenciales retiros adicionales de fondos previsionales implicarían la liquidación de un conjunto más amplio de activos domésticos, lo que deterioraría el ahorro de largo plazo y, con ello, al mercado de capitales como mecanismo de financiamiento de la actividad económica.