

Efectos de los retiros de fondos de pensiones en el desarrollo del MERCADO FINANCIERO

GOEL MIRANDA, CFA*, ETHEL GUERRA**,
Y CRISTHIAN MORI***



* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
goel.miranda@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Análisis Táctico de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
ethel.guerra@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Análisis Táctico de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
cristhian.mori@bcrp.gob.pe

Como resultado de los seis retiros de fondos de pensiones aprobados entre el 2020 y 2022, las AFP han realizado distintas acciones para conseguir liquidez y atender las solicitudes de retiro. Dichas entidades ostentan una posición importante en los mercados en donde participan, por lo que sus acciones para hacer frente a estas solicitudes han generado desbalances en los mercados financieros. El presente artículo tiene como finalidad analizar los efectos de dichos retiros en el mercado financiero peruano.

Entre el 2020 y el 2022, durante el contexto de la crisis sanitaria por el COVID-19, se aprobaron seis retiros extraordinarios de los fondos de pensiones con la finalidad de brindar liquidez a la ciudadanía para afrontar los mayores gastos derivados de la pandemia. Como resultado de estas medidas, el total de fondos administrados por las AFP se redujo en PEN 88 mil millones, según cifras de la SBS.

Las AFP ostentan una posición importante en el mercado local de renta fija y variable, así como en el mercado cambiario. Por esta razón, la acción de dichas entidades para deshacerse de sus activos a fin de conseguir liquidez y atender las solicitudes de retiros han generado desbalances de corto plazo en los mercados financieros. Asimismo, las cifras recientes de negociación, saldos y composición de las carteras plantean la interrogante de si se han producido cambios estructurales en el mercado financiero, los cuales implicarían nuevos desafíos para su desarrollo de largo plazo.

El presente artículo tiene como finalidad analizar los cambios registrados en los mercados financieros como resultado de los seis retiros de fondos de pensiones entre 2020 y 2022. Para este fin, se examinará primero la variación registrada en la cartera de las AFP y luego el impacto que habría generado en los mercados de deuda soberana, corporativa, accionario y de coberturas cambiarias.

CARTERA DE INVERSIONES DE LAS AFP

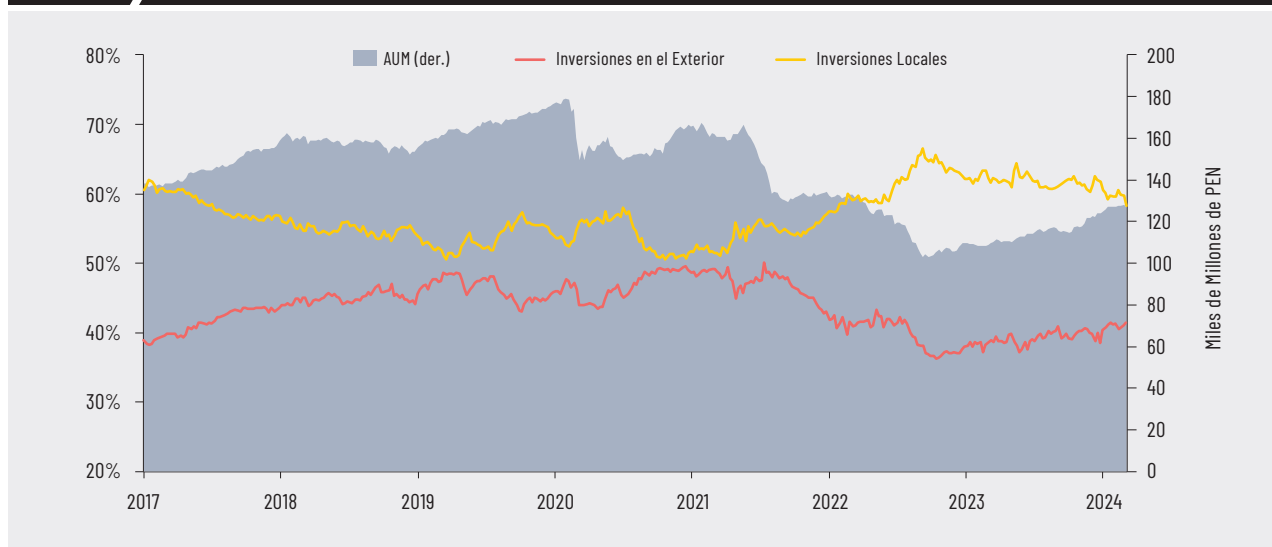
Durante el periodo 2017-2019, los activos administrados (AUM, por sus siglas en inglés) por las AFP registraron una tendencia creciente y alcanzaron un monto de PEN 175 mil millones al cierre del 2019. La composición promedio durante este periodo fue de 56 por ciento para inversiones locales y 44 por ciento para inversiones del exterior. Entre las inversiones locales, destacaban los bonos soberanos (21 por ciento del to-

Las AFP ostentan una posición importante en el mercado local de renta fija y variable, así como en el mercado cambiario. Por esta razón, la acción de dichas entidades para deshacerse de sus activos a fin de conseguir liquidez y atender las solicitudes de retiros han generado desbalances de corto plazo en los mercados financieros.

tal de la cartera), los bonos corporativos (12 por ciento) y las acciones locales (11 por ciento), mientras que, entre los activos extranjeros, resaltaban los gestores de fondos (41 por ciento).

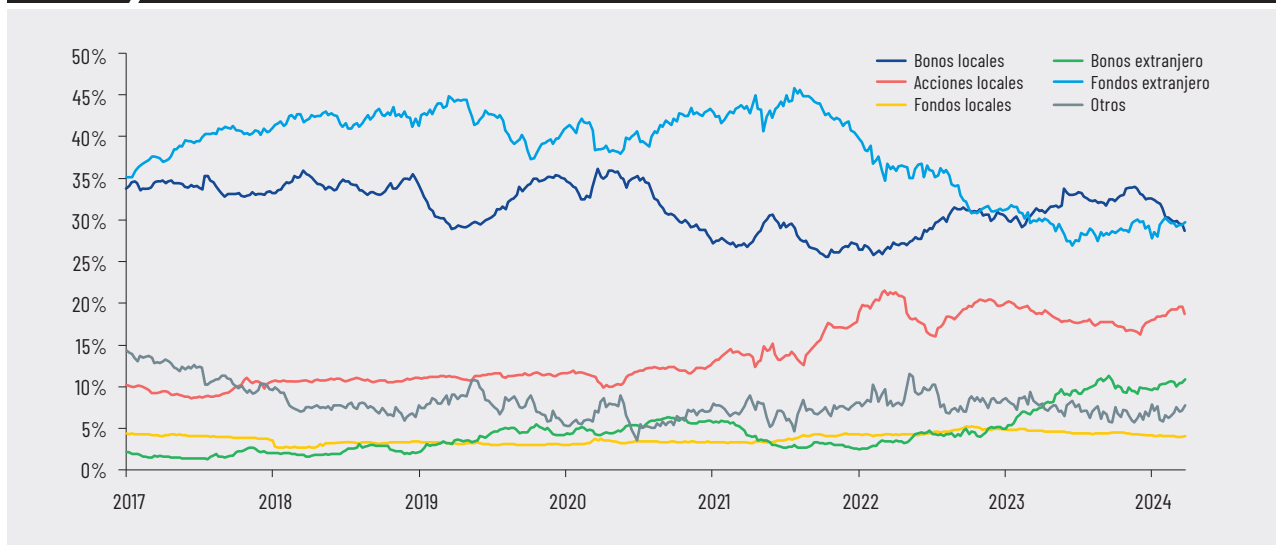
Con el inicio de los retiros de fondos de pensiones, las AFP optaron por deshacer primero posiciones de activos más líquidos, como bonos soberanos y fondos extranjeros, y retener los activos menos líquidos, como las acciones locales, con el objetivo de minimizar el

GRÁFICO 1 ■ Composición de portafolio de AFP



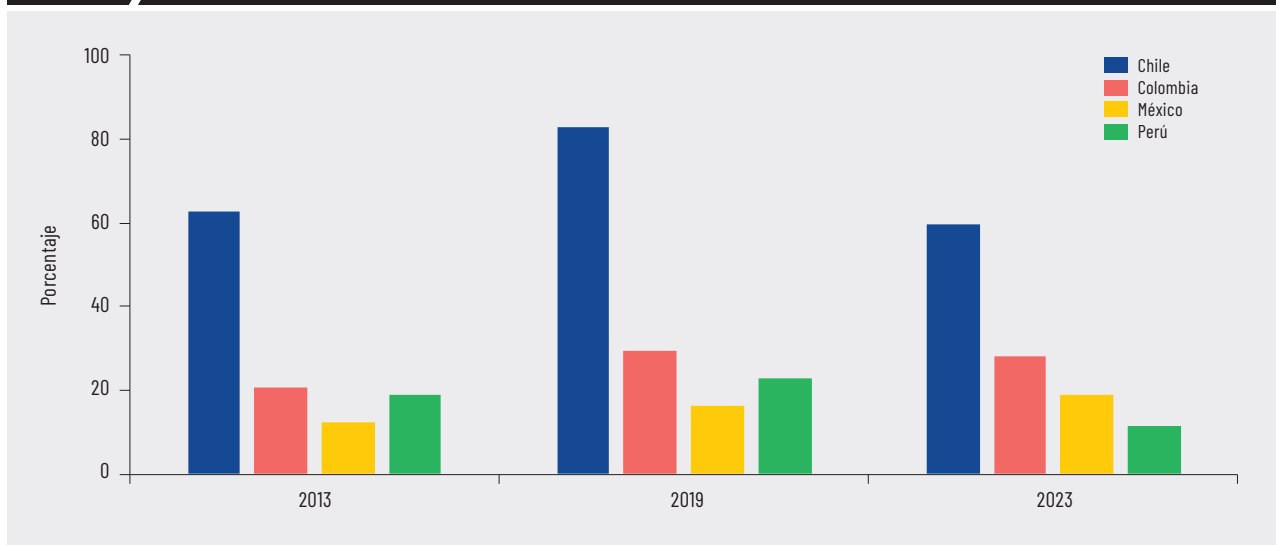
FUENTE: BCRP Y SBS.

GRÁFICO 2 ■ Participación de principales activos en el portafolio de AFP



FUENTE: BCRP Y SBS.

GRÁFICO 3 ■ AUM de AFP (% del PBI)



FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES DE CHILE, SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA, COMISIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO PARA EL RETIRO (MÉXICO) Y BANCOS CENTRALES.

efecto negativo de la venta de estos activos en el valor de la cartera. Como resultado de los primeros seis retiros, al cierre de 2022, los activos administrados por las AFP se redujeron a PEN 106 mil millones y la nueva composición mostró una menor participación en bonos soberanos locales (19 por ciento), bonos privados locales (11 por ciento) y fondos extranjeros (31 por ciento), mientras que la asignación a acciones locales (20 por ciento) creció de manera significativa.

Desde entonces, la rentabilidad acumulada de las carteras y los nuevos aportes hacia las AFP han contribuido a una recuperación del AUM, que alcanzó los PEN 127 mil millones al cierre de marzo de 2024.

Visto en términos de PBI, el tamaño del AUM de las AFP se redujo de 23 por ciento en 2019 (nivel más alto

alcanzado) a 11 por ciento al cierre de 2023. Además, en comparación con los pares de la región, el tamaño de las AFP en Perú es el más bajo, lo cual implicaría una menor protección pensionaria y un mayor impacto en el desarrollo del mercado.

MERCADO DE DEUDA SOBERANA

Las AFP son demandantes importantes de títulos de deuda soberana local; sin embargo, en los últimos años, su presencia en este mercado se ha contraído. Sus tenencias nominales pasaron de representar un 26 por ciento del saldo total de bonos soberanos al cierre de abril de 2020 (mes en el que se aprobó el primer retiro) a casi 16 por ciento al cierre de noviembre de 2022 (último mes de desembolsos del sexto retiro), lo

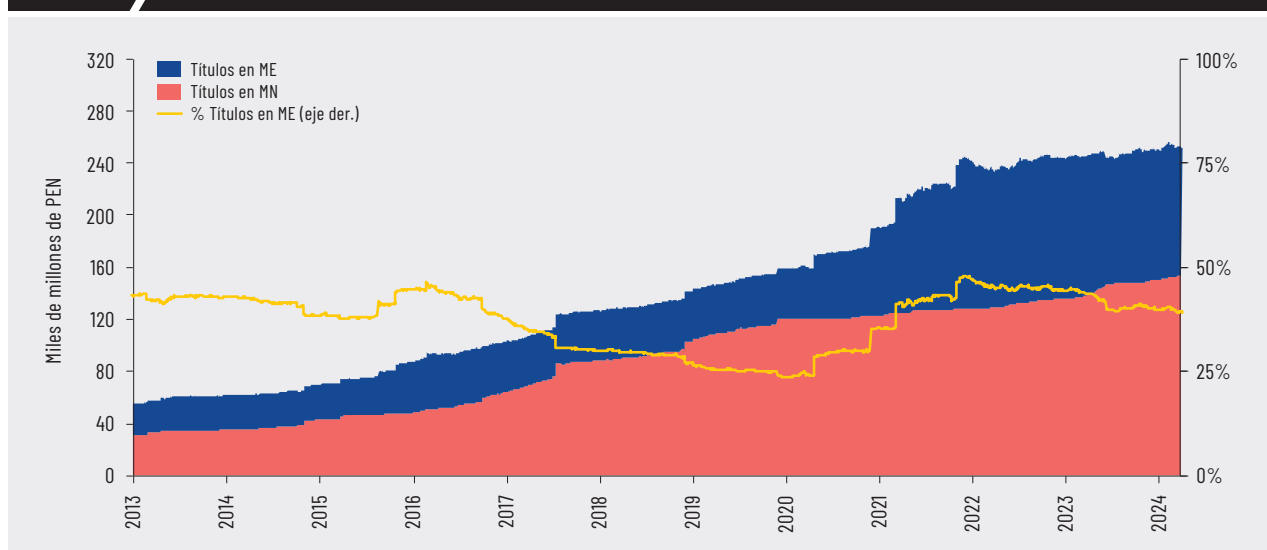
que equivale a una reducción en sus tenencias nominales de más de PEN 8 mil millones. Si bien, entre diciembre de 2022 y marzo de 2024, recuperaron gran parte de sus tenencias (PEN 7,3 mil millones), su participación en el saldo nominal de soberanos apenas aumentó a 19 por ciento.

El debilitamiento de la participación de uno de los principales actores del mercado local habría impulsado, por un lado, (i) un cambio en la composición por moneda de la deuda soberana orientándose hacia emisiones en dólares y, por otro, (ii) un incremento en los costos de financiamiento local.

Composición por moneda de la deuda soberana

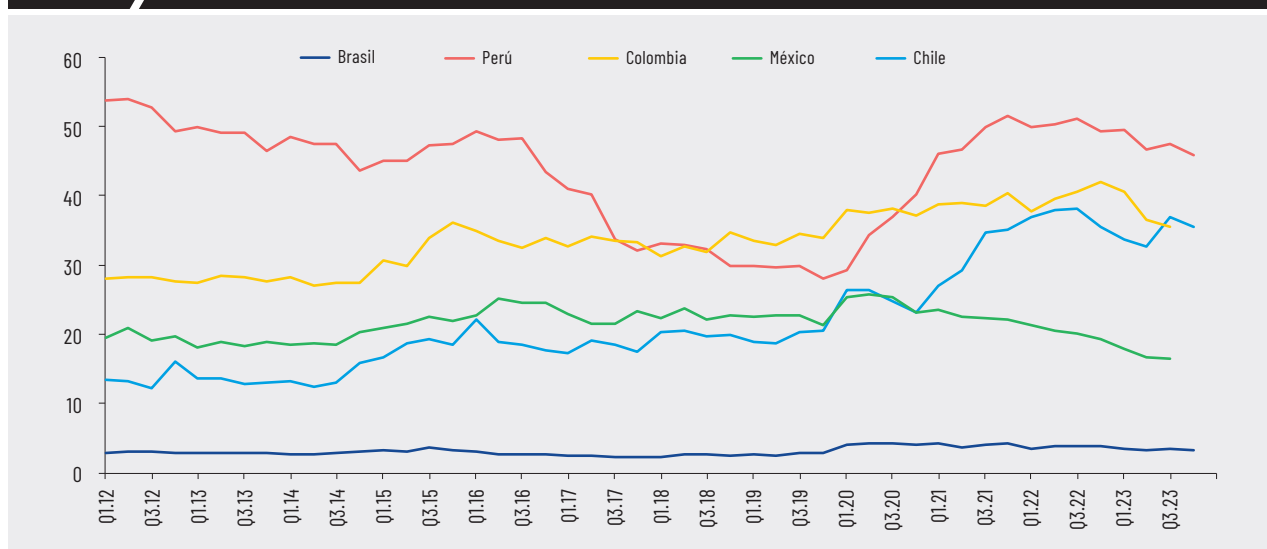
Como se observa en el Gráfico 4, entre 2016 y 2020 la participación de la deuda pública en moneda extranjera registró una continua disminución impulsada principalmente por la política de gestión de deuda del Gobierno central que impulsaba la desdolarización¹. Sin embargo, en 2020, esta tendencia cambió. El menor apetito por riesgo de inversionistas no residentes debido a la pandemia, aunado a la menor capacidad de absorción de las AFP, tuvo efectos en la composición de la deuda soberana. Ante este entorno poco favorable para

GRÁFICO 4 ■ Saldo nominal de títulos del tesoro



FUENTE: MEF Y BCRP.

GRÁFICO 5 ■ LATAM, participación de la deuda total del gobierno en ME



FUENTE: BANCO MUNDIAL.

¹ El objetivo de esta política fue el desarrollo de un mercado de deuda pública en soles más profundo y líquido, el cual permitiera acceder a mejores costos de financiamiento y reducir la dependencia de emisiones de deuda en moneda extranjera, cuya principal desventaja es la exposición al riesgo cambiario. Esta política tuvo como base a la implementación del programa de creadores de mercado por parte del MEF, así como a la promulgación de la ley de promoción del mercado de valores, que permite un trato tributario más favorable a los títulos emitidos por el gobierno central.

las emisiones en moneda local, el Gobierno peruano optó por emitir deuda en moneda extranjera. Como resultado, la participación de los títulos en moneda extranjera se elevó de 24 por ciento al cierre del 2019 hasta un poco más de 39 por ciento al cierre de marzo de 2024.

Cabe resaltar que el cambio en la composición de deuda soberana visto en los últimos años no ha sido exclusivo del caso peruano. En Chile, país en el que también se aprobaron hasta 3 retiros anticipados de fondos previsionales entre 2020 y 2021, también se registró un comportamiento similar. Según datos del Banco Mundial, la participación de la deuda en moneda extranjera pasó de representar el 21 por ciento del total de la deuda pública al cierre de 2019 a ubicarse en 36 por ciento al cierre de 2023. En el resto de los países de la región —como Colombia, Brasil y México— el comportamiento ha sido moderado. Mientras que Colombia registró un incremento moderado de la participación de deuda en moneda extranjera, en México se registró una tendencia a la baja y, en Brasil, este indicador se mantuvo sin cambios significativos.

- **Costo de financiamiento local**

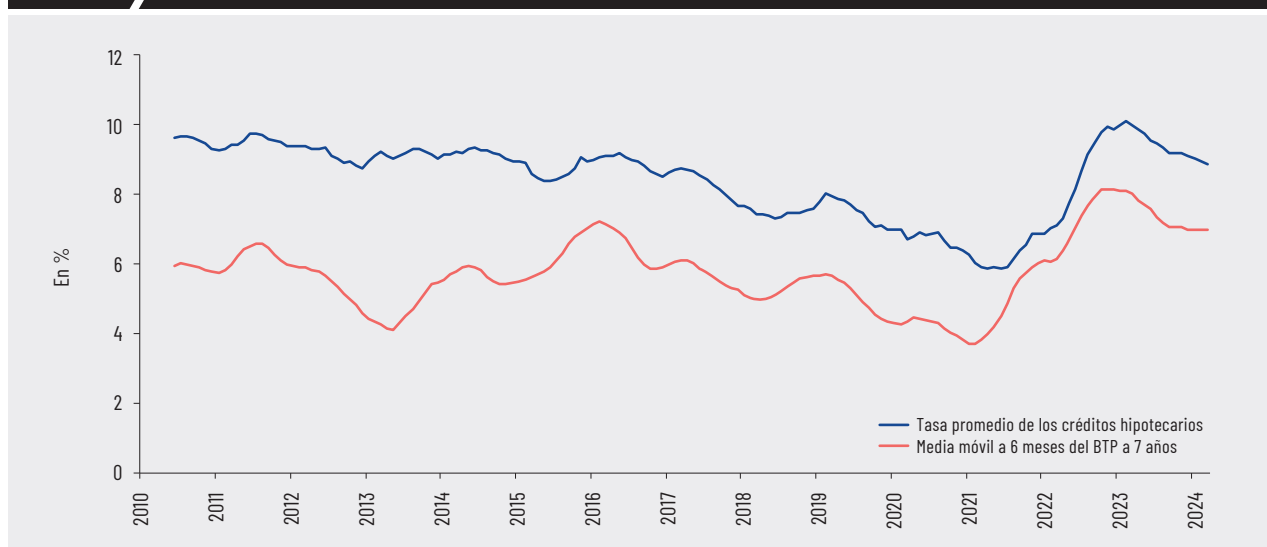
Los retiros de fondos de pensiones han elevado el costo de financiamiento local de manera directa a través de la venta forzosa de bonos del tesoro peruano (BTP) y, de manera indirecta, a través del cambio en la estructura de mercado, que ha generado que las AFP pierdan su rol como demandantes estructurales.

El efecto directo (de corto plazo) sobre los costos de financiamiento se debe al encarecimiento de

los rendimientos de los BTP producto de la venta forzosa de estos títulos por parte de las AFP a fin de conseguir la liquidez necesaria para atender los retiros. Por otro lado, el efecto indirecto (de largo plazo) se explica por la menor participación de las AFP en el mercado de deuda soberana local, que limita su rol como demandante neto, reduciendo la profundidad del mercado. Esto último desalienta el ingreso de otros potenciales participantes, como los inversionistas no residentes, debido a la mayor dificultad de deshacer sus inversiones en periodos de baja tolerancia al riesgo (*risk-off*), por lo cual dichos inversionistas exigirán una mayor tasa de rendimiento para compensar los riesgos de invertir en este mercado, lo que finalmente se traduce en un incremento en los costos de financiamiento del gobierno. Cabe señalar que la evolución en los rendimientos de los BTP también se ve afectada por otros factores, como la política monetaria y la política fiscal, así como por la coyuntura financiera internacional.

Finalmente, los movimientos en los rendimientos de los BTP han generado un efecto de segundo orden sobre algunos productos financieros brindados por la banca, como por ejemplo a los créditos hipotecarios, ya que estos productos usan como tasas de referencia a las tasas de los BTP. Como se observa en el Gráfico 6, existe una correspondencia positiva entre la media móvil a 6 meses del rendimiento de los BTP a 7 años² y las tasas de los créditos hipotecarios. De modo que se puede inferir que el efecto de los retiros anticipados no solo tiene un impacto directo sobre el financiamiento del gobier-

GRÁFICO 6 ■ Tasas de los créditos hipotecarios otorgados por la banca vs. rendimiento del BTP a 7 años



FUENTE: BLOOMBERG, SBS Y BCRP.

² El plazo a 7 años es utilizado como comparación de acuerdo con el estudio de Barco et al. (2009), donde se menciona que el plazo promedio de los créditos hipotecarios es de 13 años. No obstante, si se consideran su estructura de amortización y que muchos de estos presentan prepagos, la duración final de dichos créditos se reduce a entre 7 y 8 años.



El mercado de deuda corporativa local se ha visto impactado por los retiros de fondos de pensiones a través de un cambio en las preferencias por plazo por parte de las AFP. Estas entidades son participantes importantes de este mercado, ya que representan una demanda significativa en las colocaciones primarias.



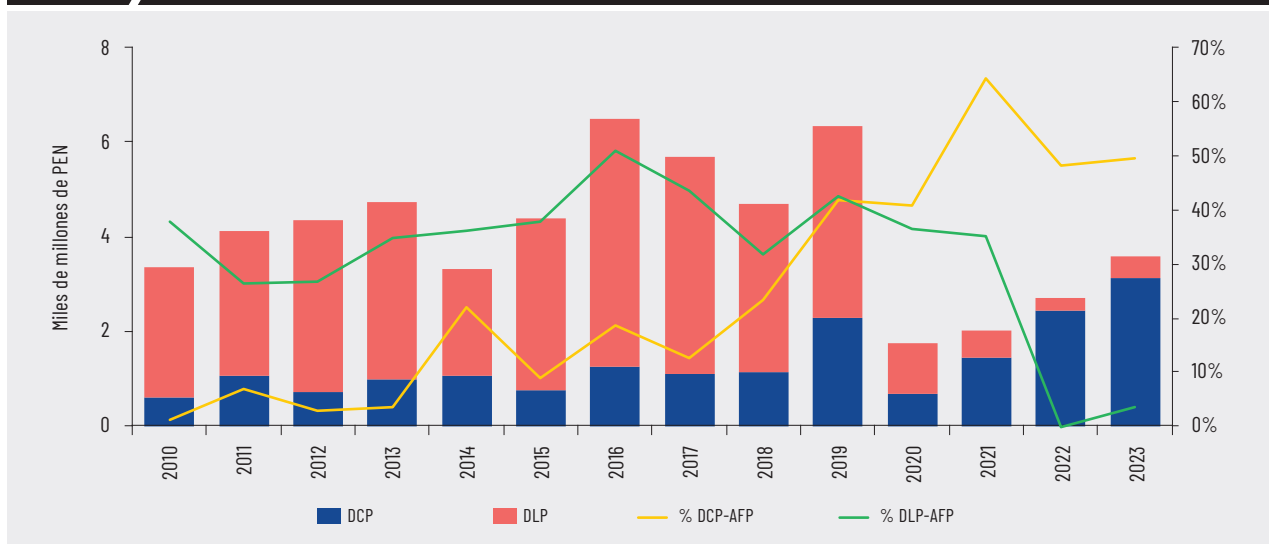
no a través del aumento de los rendimientos de los BTP, sino que también impacta de forma indirecta al de la ciudadanía en general, ya que también se eleva su costo de acceso al crédito.

MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA LOCAL

El mercado de deuda corporativa local se ha visto impactado por los retiros de fondos de pensiones a través de un cambio en las preferencias por plazo por parte de las AFP. Estas entidades son participantes importantes de este mercado, ya que representan una demanda significativa en las colocaciones primarias. En 2019, las AFP concentraron el 42 por ciento de las colocaciones brutas de este mercado, mientras que, al cierre de 2023, su participación se incrementó ligeramente al 44 por ciento. No obstante, en este periodo, el total de colocaciones en el mercado se redujo de PEN 6,3 mil millones a PEN 3,6 mil millones.

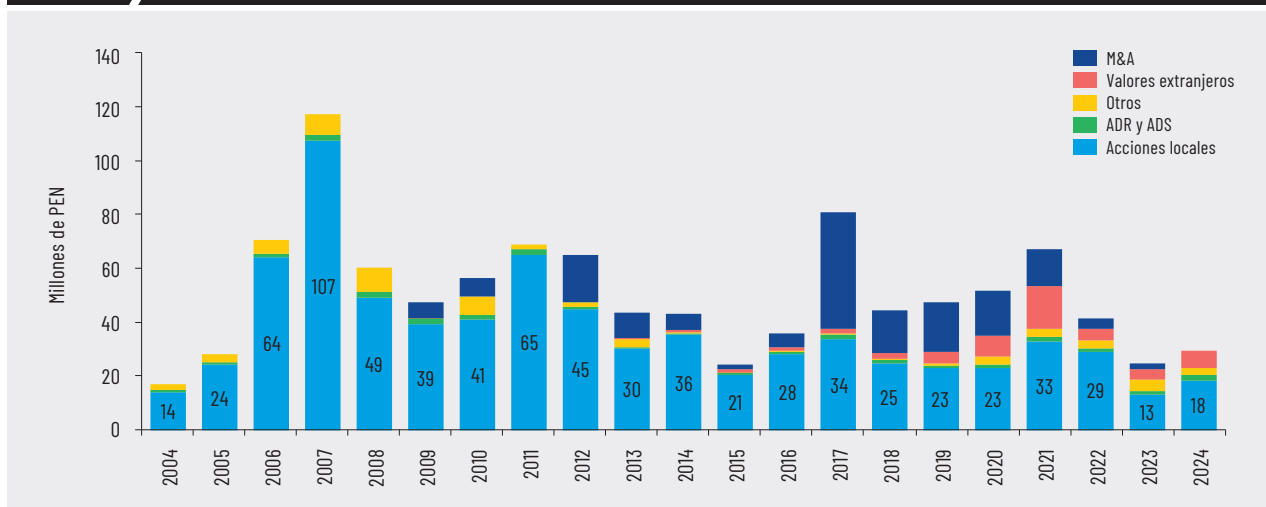
Con el inicio de los retiros de fondos y ante la necesidad de contar con activos líquidos, las AFP orientaron su demanda hacia instrumentos de corto plazo (con vencimiento hasta 12 meses). Este cambio en las preferencias de uno de los principales actores del mercado, aunado a la coyuntura de riesgo global, habría motivado un cambio estructural en la composición por plazo de este mercado, que incrementó la participación de deuda corporativa de corto plazo (DCP). El Gráfico 7 muestra que del 2010 al 2020, las emisiones de deuda corporativa de largo plazo (DLP) dominaban el mercado de deuda corporativa local, representando en promedio cerca del 76 por ciento de las emisiones para dicho periodo. Precisamente son las emisiones de DLP las que son utilizadas por las empresas no financieras para financiar proyectos de inversión y por las empresas financieras para financiar préstamos de largo plazo (como hipotecas). Sin embargo, desde el año 2020 se observa una reducción considerable de las colocaciones en el mercado de DLP y un crecimiento del mercado de DCP.

GRÁFICO 7 ■ Colocaciones de instrumentos de deuda de corto y largo plazo de empresas en el mercado local



* CONSIDERA COLOCACIONES PÚBLICAS.
FUENTE: SMV, CAVALI, BCRP Y SBS.

GRÁFICO 8 ■ Promedio diario negociado de renta variable en la BVL



FUENTE: SMV Y BCRP.

MERCADO LOCAL DE ACCIONES

Las AFP son agentes importantes en el mercado local de renta variable, con una participación en el valor de este mercado que ha crecido del 8 por ciento en el año previo a la pandemia a 10 por ciento al cierre de marzo de 2024.

Como resultado de las ventas de sus activos más líquidos a fin de atender los retiros de fondos, la composición de la cartera de inversiones de las AFP ha cambiado drásticamente. Las acciones locales pasaron de representar un 11 por ciento de su cartera valorizada promedio durante los tres años previos a la pandemia a 22 por ciento en marzo de 2022, fecha en que se alcanzó un nivel máximo histórico. Desde entonces, este indicador ha descendido ligeramente a medida que las AFP reacomodaban su cartera de activos; sin embargo, al cierre de marzo de 2024, las acciones locales representaron el 19 por ciento de la cartera total, aún por encima de la participación asignada previo a la crisis sanitaria.

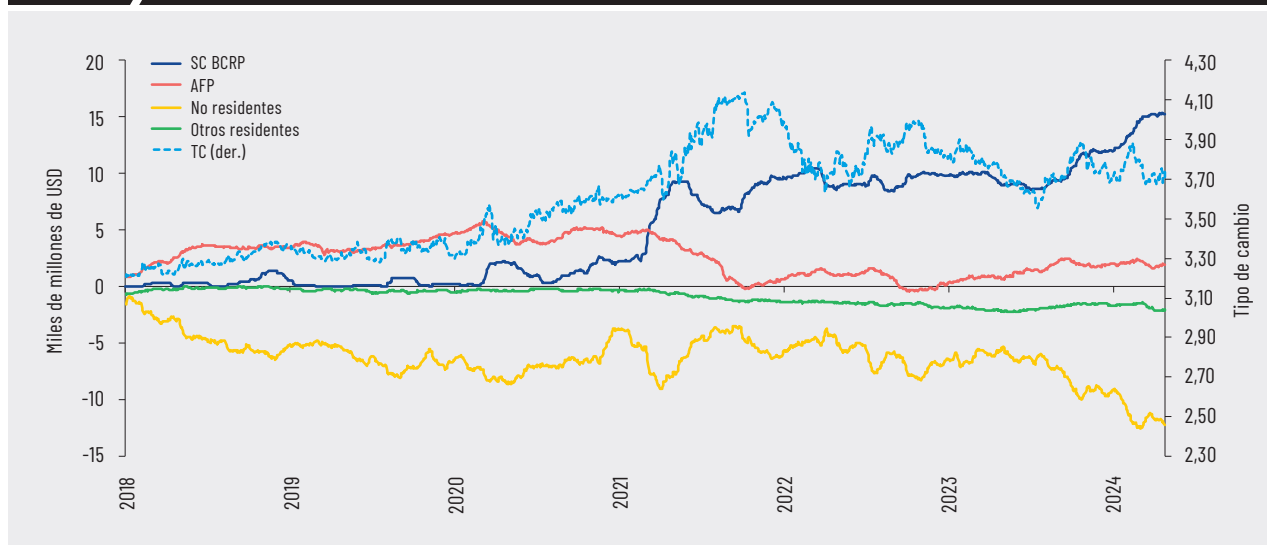
Este hecho plantea un desafío para la liquidez del mercado accionario local debido a que el apetito de las AFP por este tipo de instrumento podría ser menor en adelante, en caso de que dichas entidades consideren retornar a una asignación de activos similar a la registrada en el periodo 2018-2019. Un posible indicio de este impacto sería la caída en la negociación de acciones locales en el mercado secundario. Si bien durante el 2021-2022, la negociación creció por la ola de ventas desatada por los retiros, en 2023 este volumen cayó a su nivel mínimo de más de 20 años con S/ 13 millones en promedio diario. Los inversionistas no residentes también se han retraído de este mercado, lo que generó una pérdida de dinamismo en la negociación de renta variable. En lo que va del 2024, este indicador se ha recuperado hasta alcanzar los S/ 18 millones, aunque aún se encuentra muy por debajo del promedio diario registrado en los tres años previos a la pandemia (S/ 27 millones).

MERCADO DE COBERTURAS CAMBIARIAS

El mercado de derivados cambiarios en el Perú está concentrado principalmente en las operaciones *forward*, que se clasifican, de acuerdo con su tipo de liquidación, en *deliverable forwards* (DF) y *non-deliverable forwards* (NDF). Las operaciones NDF son las más representativas del mercado *forward* debido a que permiten acceder a coberturas cambiarias sin la necesidad del intercambio de los flujos totales en ambas monedas en la fecha de vencimiento, y en su lugar solo se realiza un pago neto a la entidad con la diferencia cambiaria positiva.

Los principales participantes del mercado NDF son los no residentes, las AFP y otros residentes, mientras que los bancos cumplen con el rol de creadores de mercado. Las posiciones compradoras y vendedoras de NDF reflejan el posicionamiento sobre el dólar (a favor o en contra) de los participantes del mercado según sus expectativas sobre la evolución del tipo de cambio, así como por el manejo de la exposición de sus activos y pasivos al riesgo cambiario. En el caso de las AFP, estas suelen utilizar a las operaciones *forward* como instrumento para la cobertura de sus inversiones en moneda extranjera, usualmente a través de la venta de NDF, ya que estos activos están expuestos al riesgo de depreciación del dólar. Por su parte, los no residentes realizan la operación inversa (compra de NDF), debido a que buscan proteger a sus inversiones en soles del riesgo de la apreciación del dólar.

El Gráfico 9 muestra que, antes del 2020, el saldo NDF venta de las AFP se complementaba con el saldo NDF compra de los no residentes, de modo que el mercado estaba relativamente balanceado. Sin embargo, a partir del 2020, las AFP redujeron su portafolio en moneda extranjera a fin de atender los retiros de fondos previsionales, por lo que pasó de representar el 44 por ciento del total de sus activos administrados en marzo de 2020 a 37 por ciento a fines de noviembre de 2022. En este sentido, las AFP requieren vender menos NDF

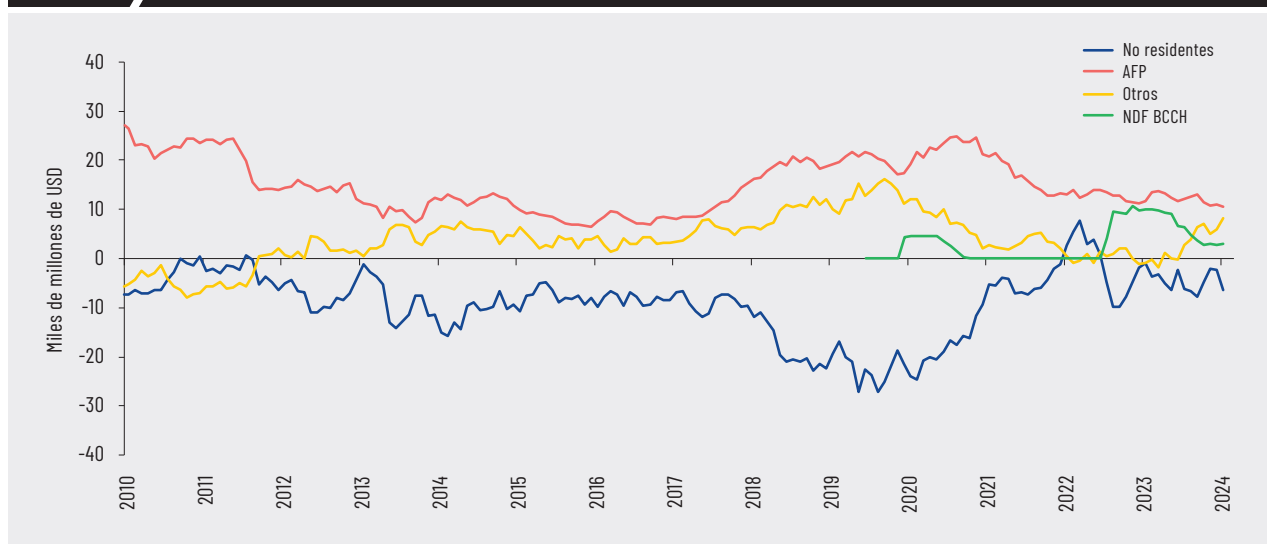
GRÁFICO 9 ■ Saldo de compras netas NDF de la banca por contraparte y saldo de SC BCRP

FUENTE: BCRP.

dado que redujeron su exposición a activos externos. Sin embargo, este efecto se mantendrá en el largo plazo porque el tamaño de los fondos de pensiones se ha reducido considerablemente. Esto es, incluso si las AFP volvieran a invertir el 44 por ciento de sus activos en el exterior, el monto de la cobertura cambiaria será menor dado que actualmente tienen el 70 por ciento de los activos que administraban en el 2019. En este contexto, el BCRP ha debido cubrir la oferta faltante de las AFP para equilibrar el mercado de derivados cambiarios.

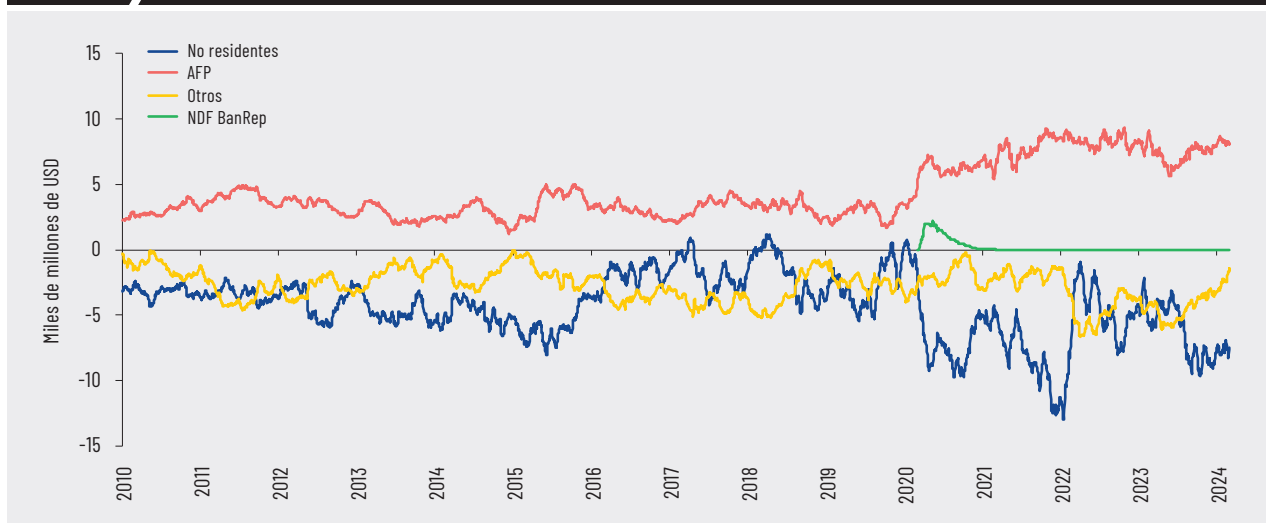
En la región, se observa que las AFP compensan los flujos de no residentes en el mercado de derivados cambiarios. Sin embargo, el retiro de fondos de pensiones también afectó a Chile, donde el saldo de

ventas de derivados de las AFP se redujo entre el 2020 y 2021. Además, este país ha tenido otros factores idiosincráticos, principalmente asociados con su proceso de elaboración de una nueva constitución, lo cual ha generado mayores presiones de demanda de no residentes. En este contexto, el Banco Central de Chile tuvo que intervenir con derivados para equilibrar el mercado cambiario. Por otro lado, en Colombia, donde no se aprobaron retiros de fondos de pensiones, las ventas de derivados de las AFP compensan también la demanda de derivados de no residentes y otros participantes, y los movimientos del mercado cambiario han estado asociados a la coyuntura internacional y a factores idiosincráticos, como el proceso electoral del 2021.

GRÁFICO 10 ■ Chile: saldo de compras netas de derivados de la banca

FUENTE: BCCH.

GRÁFICO 11 ■ Colombia: saldo de compras netas de derivados de la banca



FUENTE: BCCH.

En el Perú, la principal consecuencia de los retiros de fondos de pensiones sobre el mercado cambiario ha sido la reducción de la oferta estructural de coberturas cambiarias por parte de las AFP, que previamente a la pandemia tenía un rol estabilizador. Adicionalmente, en el último año se ha visto una mayor demanda de inversionistas no residentes, que ha generado que este desbalance se incremente de forma significativa; sin embargo, debido a la mayor participación del BCRP a través de la colocación de *swaps* cambiarios, el efecto sobre la volatilidad del tipo de cambio ha podido ser mitigado.

CONCLUSIONES

La aprobación de retiros de fondos de las AFP ha generado diversos efectos en el mercado local de capitales y en el mercado local de coberturas cambiarias.

El mercado peruano de deuda soberana ha experimentado un cambio en la participación de los principales inversionistas y en la composición por moneda. Las ventas de activos líquidos por parte de las AFP para cubrir sus necesidades de liquidez produjeron una caída en su participación en saldo de bonos soberanos. Por otro lado, la deuda soberana registró una mayor dolarización debido a la necesidad del gobierno de endeudarse en moneda extranjera ante la menor capacidad de las AFP para absorber oferta primaria en moneda local. Asimismo, el incremento en los rendimientos de bonos soberanos ocasionado por la oferta de estos títulos durante los periodos de retiros de fondos de pensiones se habría transmitido a otros productos, como las tasas de los créditos hipotecarios ofrecidos por la banca.

El mercado local de deuda corporativa ha registrado una contracción en tamaño, además de un cambio en la asignación de activos por plazo. Las AFP incrementaron su preferencia por deuda corporativa de corto plazo a fin de contar con mayor flexibilidad para el manejo de su liquidez, lo que reduce las fuentes de financiamiento de largo plazo de las empresas.

En el mercado cambiario, las AFP han disminuido su saldo de ventas netas NDF debido a su menor necesidad de cubrir activos expuestos a la depreciación del dólar como consecuencia de la caída en el tamaño de los activos administrados. Sin embargo, ante la presencia de otros agentes en busca de coberturas cambiarias, y con el fin de equilibrar este mercado, el BCRP ha equilibrado el mercado mediante la colocación de *swaps* cambiarios.

Finalmente, en el mercado de acciones locales, la participación de estos activos en el portafolio de inversiones de las AFP se encuentra en niveles cercanos a máximos históricos, lo cual podría estar afectando a la negociación de este mercado debido al menor apetito de las AFP.

REFERENCIAS

- **Banco Central de Chile (s.f.).** Estadísticas y Datos. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas>
- **Banco de la República (s.f.).** Estadísticas económicas. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>
- **Bolsa de Valores de Lima (BVL) (s.f.).** Colocaciones de emisores. <https://www.bvl.com.pe/colocaciones-de-emisores>
- **Gobierno de México (s.f.).** Información Estadística. <https://www.consar.gob.mx/gobmx/aplicativo/siset/Enlace.aspx?md=1>
- **Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (Inegi) (s.f.).** www.inegi.org.mx
- **Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (s.f.).** Bonos Globales. https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=101337&lang=es-ES&view=article&id=677
- **Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (s.f.).** www.superfinanciera.gov.co
- **Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) (2023).** *Bajo la lupa: impacto de un séptimo retiro del fondo de pensiones.* SBS Informa N.º 11. <https://www.sbs.gob.pe/boletin/detalleboletin/idbulletin/1262>
- **Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) (s.f.).** Boletín Estadístico de AFP. <https://www.sbs.gob.pe/app/stats/estadisticaboletinsppsemanal.asp#>
- **The World Bank (s.f.).** Quarterly Public Sector Debt. Databank. <https://databank.worldbank.org/source/Quarterly-Public-Sector-Debt/>