

**Posición
institucional**

Las inversiones obligatorias en CIP reducen las pensiones de los trabajadores

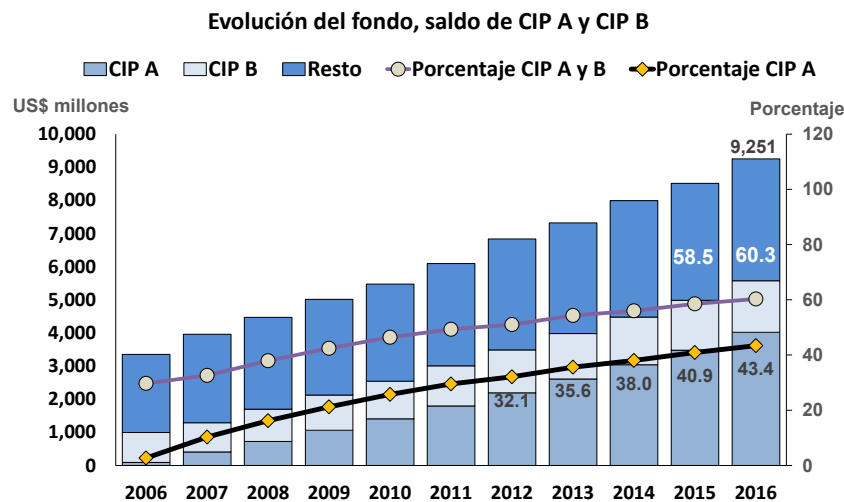
I. Antecedentes

Las inversiones obligatorias que los fondos de pensiones realizan en Certificados de Inversión Previsional (CIP), series A y B, ascendieron a US\$5,575.7 millones hasta diciembre de 2016, equivalente al 60.3% del total de la cartera valorizada (gráfica 1). Desde la perspectiva de la multiplicación del ahorro previsional, la tasa de interés que devengan estos instrumentos tiene gran importancia para acrecentar este ahorro por su alta participación en el fondo y por su incidencia en la rentabilidad y, por ende, para que los afiliados alcancen mejores pensiones. Las inversiones en CIP de la serie A,

tienen un límite legal de 45%, el cual se alcanzará en este mes de septiembre por una de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Los CIP serie B, en cambio, no tienen definido un límite legal y se han usado para canjear otros títulos previsionales, acorde con la regulación vigente. Al final, los instrumentos de ambas series integran el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones.

Recientemente, la Sala de lo Constitucional reiteró su fallo en relación con el límite de inversiones obligatorias en CIP serie A que pueden realizar los fondos de pensiones, indicando que no debe pasar del 45% del portafolio. Este fallo pone un nuevo desafío al Estado,

Gráfica 1
Evolución del fondo, saldos de CIP A y CIP B



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).



relativo a buscar otra fuente de financiamiento para completar el pago de las pensiones del ISSS e INPEP cuando el monto sea insuficiente debido al límite. Además, en octubre, se debe cumplir otro pago de capital e intereses de CIP a los fondos de pensiones por parte del gobierno, por US\$91 millones, los cuales al no haberse incorporado al presupuesto 2017, no se dispone de los recursos necesarios para efectuarlo.

Esta posición institucional tiene por objeto resaltar la enorme importancia que revisten las inversiones obligatorias en CIP para los fondos de pensiones. Por tal razón, la tasa de interés que devengan dichos instrumentos financieros, es determinante para la rentabilidad que alcance el ahorro previsional, y en consecuencia, para establecer las pensiones de los afiliados.

II. Evolución de la tasa de interés de los CIP y su regulación

1. La Ley de creación del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP), aprobada en septiembre de 2006, estableció que la tasa de interés de los CIP serie A, que son los instrumentos que adquieren los fondos de pensiones para financiar al gobierno, sería equivalente a la tasa LIBOR¹ a 180 días más un diferencial de 0.75% y sería ajustable semestralmente. Estos recursos se utilizan para el pago de las pensiones y otras obligaciones previsionales del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) e Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos (INPEP), ambas instituciones administraban el antiguo sistema público de pensiones con régimen de reparto. Originalmente,

el límite máximo de inversión en CIP serie A, era equivalente a 30% del patrimonio del fondo de pensiones, dicho porcentaje se amplió a 45% en marzo de 2012². Los CIP serie B, en sus orígenes tenían una tasa de interés diferente, pero en pocos años coincidió con la de los CIP-A³. Un aspecto a considerar es la elección de una tasa de referencia de corto plazo para los CIP, cuyo plazo es de 25 años, lo cual no fue una decisión consistente con las características del título.

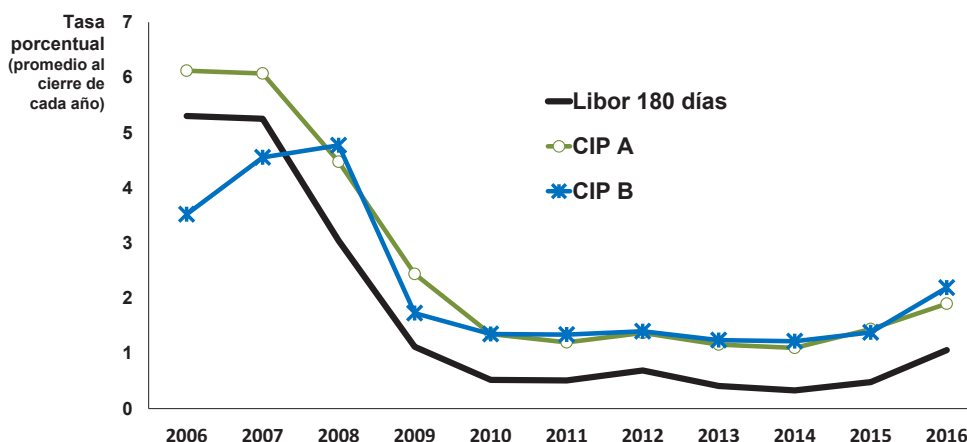
Como derivación de la crisis financiera internacional desatada en 2008, la tasa LIBOR a 180 días descendió a niveles inferiores a 1% y ha permanecido baja desde entonces, recién empezó a recuperarse el año anterior, ante el cambio en la política monetaria estadounidense. Este comportamiento de la tasa LIBOR tiene un impacto negativo en las pensiones, al reducir la tasa de retorno de las inversiones obligatorias del ahorro previsional en CIP, como muestra la gráfica 2, lo que implica pensiones más bajas para los afiliados. Cuando se creó el fideicomiso e iniciaron estas inversiones obligatorias, las condiciones del mercado financiero internacional eran muy diferentes, la tasa LIBOR de referencia era superior a 5% y la correspondiente a los CIP A rondaba 6%. Esta tendencia a la baja, ha impactado negativamente la rentabilidad de los fondos de pensiones, que es el mecanismo de los sistemas de pensiones de capitalización individual para multiplicar el ahorro. Esta situación ha empezado a evidenciarse en las pensiones de afiliados que por Ley debieron afiliarse al sistema de capitalización individual.

1 London Interbank Offered Rate.

2 DL No. 1036, del 30 de marzo de 2012.

3 Según la Ley del FOP, la tasa de interés de los CIP, serie B, en su origen (emisiones efectuadas antes de enero de 2015) tenían una tasa de interés basada en el promedio ponderado que pagaban los Certificados de Traspaso y Certificados de Traspaso Complementario objeto del cambio, más una sobretasa, así: primer año 0%, segundo año 1%, tercer año 2%, y del cuarto año en adelante, su tasa de interés era igual que la de los CIP serie A.

Gráfica 2
Tasa de interés promedio de LIBOR 180 días, CIP A y CIP B



Fuente: Elaboración propia con datos de The Wall Street Journal y las AFP

2. El 23 de diciembre de 2014, La Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, declaró inconstitucional la regla de aplicación de intereses en la emisión de CIP con base en LIBOR, establecida en los artículos 12 literal c); 14, incisos 5° y 6°; y 17 de la ley FOP. En su razonamiento, la Sala, planteó que la aplicación de la tasa reduce la rentabilidad, o los retornos pagados sobre los ahorros de los depositantes o trabajadores actuales acumulados en el Fondo de Pensiones gestionado por las AFP. Esta disminución tienen el efecto de “vulneración a la seguridad social en relación con el principio de proporcionalidad, arts. 50 y 246 de la Constitución, respectivamente, en tanto que dicha tasa, debido a su baja rentabilidad, no permite cumplir con la exigencia de utilización óptima de los recursos de la seguridad social, incidiendo negativamente en el nivel de rentabilidad que obtendrán los ahorros de los cotizantes al Sistema de Ahorros para Pensiones (SAP) y sobre sus tasas

de reemplazo”⁴. Es decir, recogía las tendencias observadas en el mercado financiero para instrumentos de corto plazo y la afectación de las pensiones de las futuras generaciones de jubilados. En este mismo sentido, declara inconstitucional, el art. 14 incisos 5° y 6° de la ley del FOP “por vulneración de la seguridad jurídica en relación con la seguridad social, en su manifestación del derecho a pensión por vejez, establecidas en los arts. 2 inciso 1° y 50 de la Constitución”⁵.

3. La Sala, en su sentencia instaba, explícitamente, a “lograr la inversión de dichos fondos de pensiones en condiciones de seguridad, liquidez y diversificación de riesgo, evitando la supeditación del bienestar futuro de los actuales afiliados al Sistema de Ahorro para Pensiones por la no optimización de los niveles de rentabilidad de

⁴ Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, según sentencia Inc. 42-2012/ 61-2013/62-2003.

⁵ Ídem.



ahorros previsionales, sin descuidar el bienestar de los actuales cotizantes y jubilados en el Sistema de Pensiones Público⁶; es decir, buscaba transitar hacia un equilibrio en las mejoras de bienestar, entre los ahorrantes del Sistema de Ahorro para Pensiones, formado por adultos jóvenes o jóvenes, que se han visto desfavorecidos en la rentabilidad de sus ahorros y los cotizantes y jubilados del sistema anterior. Por lo que, la Sala razonó que la medida de obligación para las Administradoras de Fondos de Pensiones de comprar los CIP fue necesaria “para lograr el financiamiento de los cotizantes y jubilados con el Sistema de Pensiones Público”, declarando constitucional el art. 91 letra m) de la Ley del Sistema de Pensiones, que coloca el límite máximo de 45% del fondo para ser invertido en estos instrumentos.

4. La resolución de la Sala, y las discusiones subsecuentes, derivaron en la aprobación por parte de la Asamblea Legislativa del decreto No. 287⁷, que reformó el literal c) del artículo 12, cambiando la anterior regla con base en la tasa LIBOR. Según esta norma, la tasa de interés que devengarán los CIP, será el promedio de los últimos cinco años que devengan los depósitos a 360 días plazo, publicada por el Banco Central de Reserva más una sobretasa de 0.25%, en un rango entre 3.5% como mínimo y 5.5% como máximo.

No obstante, el cambio de dicha regla empezó a operar solamente para las nuevas emisiones de CIP, incluso fue introducida mediante un calendario transitorio que aumenta la tasa, de manera gradual, desde 3.5% en 2016, pasando por 3.7% entre febrero de 2017 y enero de 2018, 3.9% durante febrero de 2018 y enero de 2019, antes de aplicar

la regla indicada en el párrafo anterior a partir de febrero de 2019. De esta manera, los CIP emitidos recientemente siguieron la reforma de la Asamblea, pero, el anterior *stock* de CIP ya emitidos, continúan hasta hoy, siguiendo la regla que la Sala dictaminó que quebranta los principios constitucionales de la seguridad social como la seguridad jurídica, porque impacta directamente sobre la rentabilidad de las cuentas individuales que cada uno de los trabajadores poseen, lo que afecta las posibilidades de mejores pensiones bajo las condiciones actuales del mercado financiero.

5. En julio de 2017, a iniciativa del Órgano Ejecutivo, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto No. 733, ampliando el porcentaje de inversión en los CIP, pasando del 45% a 50% del patrimonio de los fondos de pensiones, con el objeto de que el Gobierno disponga de mayores recursos necesarios para pagar las pensiones de los jubilados, principalmente del ISSS e INPEP, es decir, para aquellos que cotizaron en el sistema público anterior. Mediante reforma a la Ley FOP modificaron los artículos 91 letra m) de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, estableciendo como límite máximo el 50%, lo cual dejó, no solamente sin modificación la rentabilidad que los trabajadores perciben de los CIP en los que están invertidos gran parte de sus ahorros, sino ampliaba la posibilidad de seguir emitiendo estos certificados.

Como seguimiento del fallo de la Sala de lo Constitucional (42-2012 del 23 de diciembre de 2014) antes referido, en julio de 2017, ejerciendo sus funciones de control del cumplimiento de la constitución, la Sala dejó sin efecto la aplicación del límite de 50%, aprobado por la Asamblea Legislativa. En sus considerados la Sala menciona, citando su anterior resolución, que al ponderar

6 Ídem.

7 Diario Oficial Tomo 410, Órgano Legislativo, Reformas a la Ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales.

tanto los derechos de los pensionados actuales del ISSS e INPEP como los futuros, la ampliación del porcentaje contraviene los principios consagrados en la Constitución.

En este sentido, aunque los fondos son destinados para el pago de pensiones “la afectación que produce en los derechos fundamentales involucrados sí es intensa, porque implica aumentar el porcentaje de inversión obligatoria (de 45% a 50%) de los fondos previsionales en títulos de baja rentabilidad, y además limita sustancialmente el margen de inversión que las AFP pueden realizar con dichos fondos en títulos con mejores tasas de interés”⁸. En este sentido, el escrito de la sala aduce que los nuevos CIP por emitir “devengarían una tasa de entre 3.5% y 4% como tasa vigente, es decir una tasa inferior a la que el Estado paga por otros títulos que concurren en el mercado, con el agravante que el plazo de tales certificados se ha ampliado a 50 años”⁹. De esta manera, para la Sala, la ampliación del límite “dificultará el aseguramiento para los jubilados”¹⁰.

III. Implicaciones de las bajas tasas de interés de los CIP para los fondos de pensiones

1. Cálculos realizados por el Departamento de Estudios Económicos de FUSADES, encuentran que el costo de oportunidad de la inversión en títulos de baja rentabilidad es sustancial e impacta directamente el potencial de incremento que las cuentas individuales pueden alcanzar, totalizando una cantidad importante que asciende aproximadamente a US\$2,236 millones en 2016. La medición compara

la rentabilidad efectivamente obtenida por los CIP, con la que se hubiese obtenido en un escenario en el cual, estos recursos se hubieran invertido en títulos valores similares a los Eurobonos colocados en los mercados internacionales por el Estado de El Salvador. Tal como se detalla en el cuadro en la siguiente página, la ampliación de los saldos invertidos en CIP por el fondo de pensiones ha venido en incremento, ampliando su impacto negativo año tras año.

2. Para apreciar lo anterior, la importancia de la decisión y valorar hasta dónde el seguimiento de la Sala dificulta al Gobierno los recursos para financiarse, la gráfica 3 muestra la evolución del fondo de pensiones, que alcanzó US\$9,251 millones en 2016, y una proyección que bajo las circunstancias actuales continuaría creciendo hasta US\$10,930 millones en 2018. Esta proyección también indica que el establecimiento de un porcentaje no inhabilita, de manera total, que el fondo de pensiones puede otorgar financiamiento al Estado, para que éste complete sus necesidades de financiamiento con los actuales jubilados, en tanto un porcentaje de un monto más amplio, implica también más fondos en préstamo. Por ejemplo, en 2018 cuando el fondo alcance cerca de US\$11 mil millones, habría un espacio de US\$380 millones de colocación en CIP derivado del crecimiento del fondo de pensiones, aunque la necesidad podría rondar los US\$530 millones, esto implica que se podría financiar el 70% del total de los requerimientos, y el 30% restante tendría que provenir de otra fuente.
3. La importancia de la sentencia de la Sala sobre el límite de 45% radica en cómo la baja rentabilidad impacta en el potencial de crecimiento del fondo de pensiones a futuro. Partiendo del ejercicio

8 Auto de seguimiento Inc. 42-2012, Sala de lo Constitucional.

9 Ídem.

10 Ídem.



Cuadro de estimación del costo en rentabilidad, para los ahorrantes del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP)

Año	Saldo CIP "A"	Tasa promedio 1/	Intereses 2/	Intereses como bonos 3/	Diferencia	Saldo CIP "B"	Tasa promedio 1/	Intereses 2/	Intereses como bonos 3/	Diferencia	Desahorro acumulado por CIP	Tasa mercado	Capital en administración	Retorno	Reinversión acumulada	Total
2007	409	6.0%	\$ 24.57	\$ 31.29	\$ 6.72	1,009	5.6%	\$ 56.49	\$ 77.22	\$ 20.72	\$ 27.44	7.7%	\$ 27.44	\$ 2.10	\$ 2.10	\$ 29.54
2008	725	3.8%	\$ 27.52	\$ 55.48	\$ 27.96	1,099	3.8%	\$ 42.11	\$ 84.05	\$ 41.94	\$ 69.90	7.7%	\$ 99.44	\$ 7.61	\$ 9.71	\$ 107.05
2009	1,063	1.9%	\$ 19.89	\$ 78.40	\$ 58.51	1,183	2.1%	\$ 24.68	\$ 87.24	\$ 62.56	\$ 121.07	7.4%	\$ 226.02	\$ 16.67	\$ 26.38	\$ 244.78
2010	1,407	1.3%	\$ 17.85	\$ 103.79	\$ 85.94	1,246	1.4%	\$ 17.07	\$ 91.91	\$ 74.85	\$ 379.20	7.4%	\$ 395.87	\$ 29.20	\$ 55.57	\$ 434.77
2011	1,797	1.0%	\$ 18.16	\$ 137.01	\$ 118.86	1,306	1.2%	\$ 15.83	\$ 99.57	\$ 83.74	\$ 581.80	7.6%	\$ 610.99	\$ 46.59	\$ 102.16	\$ 683.95
2012	2,193	1.4%	\$ 31.51	\$ 128.75	\$ 97.24	1,375	1.6%	\$ 22.32	\$ 80.70	\$ 58.37	\$ 737.41	5.9%	\$ 784.00	\$ 46.02	\$ 148.18	\$ 885.59
2013	2,608	1.2%	\$ 30.23	\$ 153.11	\$ 122.87	1,429	1.5%	\$ 21.51	\$ 83.87	\$ 62.37	\$ 922.65	5.9%	\$ 968.67	\$ 56.86	\$ 205.04	\$ 1,127.69
2014	3,040	1.0%	\$ 29.75	\$ 193.80	\$ 164.05	1,470	1.2%	\$ 17.53	\$ 93.71	\$ 76.18	\$ 1,162.88	6.4%	\$ 1,219.74	\$ 77.76	\$ 282.80	\$ 1,445.68
2015	3,479	1.1%	\$ 36.67	\$ 221.77	\$ 185.10	1,506	1.2%	\$ 18.03	\$ 96.02	\$ 77.99	\$ 1,425.97	6.4%	\$ 1,503.72	\$ 95.86	\$ 378.66	\$ 1,804.63
2016 /5	4,016	1.5%	\$ 61.26	\$ 281.11	\$ 219.85	1,560	1.6%	\$ 24.52	\$ 109.19	\$ 84.67	\$ 1,730.48	7.0%	\$ 1,826.34	\$ 127.84	\$ 506.51	\$ 2,236.99

1/ Tasa promedio como intereses sobre saldo

2/ Intereses como el promedio anual de la tasa de referencia del momento sobre lo emitido cada año.

3/ Para el pago en bonos, se tomó el cupón de las colocaciones: para 2006, pagó 7.65%, para 2009 pagó 7.375%, 2011 pagó 7.625%, 2012, pagó 5.87% y 2014 pagó 6.375%; 2016 la tasa actual 9%

4/ Saldo estimado, acorde con las emisiones y con tabla de amortizaciones (art. 12 literal d) Ley FOP)

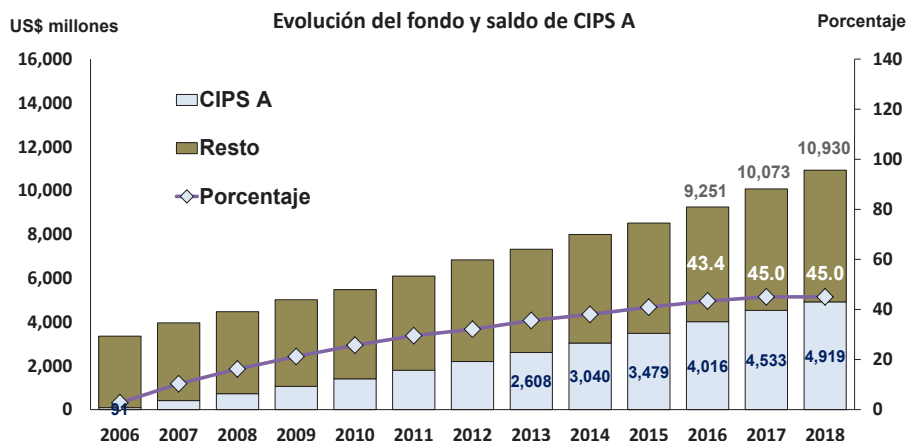
5/ Tomando como referencia el 5.5% que la Asamblea Legislativa otorgó como máximo en 2019.

Fuente: Elaboración propia con datos de ASAFONDOS, Informe de Deuda del Ministerio de Hacienda, Propuesta Sistema Previsional Mixto, 18 de febrero de 2016.

Tasa de interés básica pasiva a 180 días, y tasa LIBOR a 365.

Gráfica 3

Hay una brecha no financiada por el remanente sobre el límite de 45% del fondo, es la menor parte



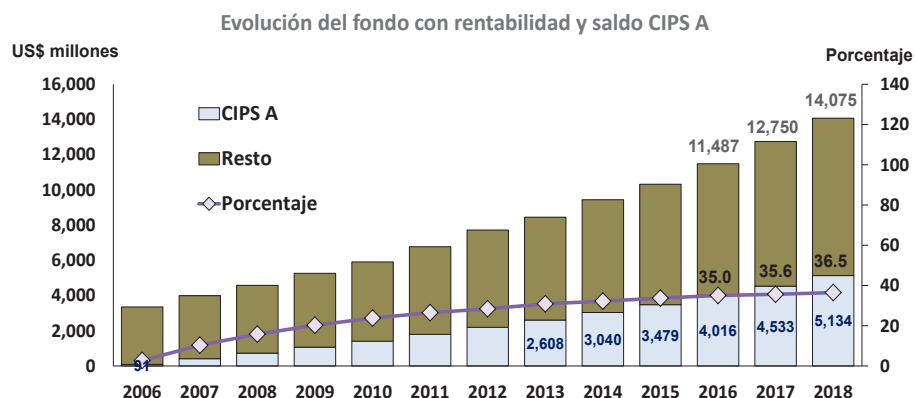
Fuente: Elaboración propia con datos de la SSF

mencionado, la gráfica 4 muestra cómo sería el comportamiento del fondo de pensiones, en el caso hipotético que los CIP hubiesen devengado una tasa de interés cercana a la del resto de instrumentos financieros del Estado, y los trabajadores hubieran percibido esos ingresos, más la inversión de estos. Bajo esta circunstancia, el fondo de pensiones tendría una magnitud superior que la actual. En 2016 el costo de oportunidad era de US\$ 2,236 millones, y su saldo total se proyectaría en US\$11,487 millones. Lo anterior hubiera estabilizado el porcentaje de inversiones obligatorias (CIP-A) en alrededor de

35.6 % y hubiera permitido continuar invirtiendo en dichos instrumentos sin alcanzar el límite de 45%, al menos por un tiempo. Esto demuestra que la baja tasa que pagan los CIP, no solo perjudica a los trabajadores, sino también a la sostenibilidad del esquema de financiamiento por medio del FOP. Además, se demuestra que conforme pasa el tiempo, el costo de oportunidad o el castigo a las pensiones futuras continúa aumentando; por ejemplo, para 2018 llegaría a US\$3,145 millones, con esto, las pensiones podrían ser, en promedio, 28.8% mayores que lo que resultan con la tasa actual.

Gráfica 4

El costo de oportunidad de los intereses no devengados es muy grande, el fondo alcanzaría US\$14 mil millones en 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la SSF



IV. Conclusiones y recomendaciones

1. Las inversiones en CIP series A y B que actualmente poseen los fondos de pensiones sobrepasan el 60% del total de la cartera de inversiones valorizada, por lo que la tasa de interés que devengan estos instrumentos tiene un impacto determinante en la rentabilidad de dichos fondos y, por ende, en las pensiones de los afiliados.
2. Desde cuando la tasa de interés devengada por los CIP descendió, a consecuencia de la crisis financiera internacional, por la disminución de la tasa LIBOR a 180 días, se estima que la afectación a los fondos de pensiones podría rondar US\$2,236 millones hasta 2016, los cuales se han dejado de percibir e implica menores pensiones para los afiliados, muchos de los cuales están en proceso de cumplir los requisitos para optar a su pensión de vejez. En tal sentido, **es urgente que se realicen los mayores esfuerzos posibles a fin de que las nuevas emisiones de CIP devenguen una tasa de interés de mercado, y al mismo tiempo, aumentar la tasa de interés del stock de CIP ya emitidos, con el objeto de no continuar afectando las pensiones de los trabajadores afiliados.**
3. Cualquier reforma de pensiones que la Asamblea apruebe, debe estructurarse cumpliendo con la sentencia de la Sala de lo Constitucional en este aspecto. Por el momento, solo las propuestas de la Iniciativa Ciudadana para las Pensiones (ICP) y la presentada por los cuatro partidos -GANA, ARENA, PDC y PCN- cumplen con lo planteado por la Sala, mientras que las demás propuestas no han considerado mejoras en la rentabilidad del ahorro previsional.
4. La propuesta de reforma de pensiones presentada por los cuatro partidos, contiene medidas que ayudan a mejorar la tasa de retorno de los CIP, también brinda opciones para atender el límite de inversiones de CIP-A del 45%, por lo que la Comisión de Hacienda y Especial del Presupuesto debería analizarla, a fin de que la Asamblea Legislativa pueda tomar decisiones para evitar otro impago en octubre con los fondos de pensiones (US\$91 millones) y que al mismo tiempo, se garantice el pago de las pensiones a los jubilados del ISSS e INPEP.



Edificio FUSADES, Bulevar y Urb. Santa Elena, Antiguo Cuscatlán, La Libertad, El Salvador

Tel.: (503) 2248-5600, www.fusades.org