

*Serie de Informes Especiales del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES*

# **El manejo de los fondos de pensión alrededor del mundo:**

## **Una comparación internacional con la Argentina**

**FGS**  


**Fondo de Garantía de Sustentabilidad** del Sistema Integrado Previsional Argentino

Informe Especial I **ENERO 2010**

## Resumen Ejecutivo

- Los activos que manejan los Fondos Públicos de Pensión (FPP) se han constituido en una de las principales reservas de activos financieros a nivel internacional, sólo superados por las tenencias de los bancos centrales. En conjunto administran activos por 4,5 trillones de dólares.
- Se trata de un fenómeno relativamente reciente. De los 14 principales FPP, sólo dos tienen más de 20 años de vida, y el resto tiene una vida promedio de 7 años desde su creación.
- Con un crecimiento del 38% desde su creación (noviembre 2008) el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de ANSES se encuentra entre los cuatro fondos del mundo de mayor crecimiento en 2009.
- El volumen de los activos que administra el FGS (\$ 135.972 millones a noviembre de 2009) representa 11,6% del PBI de Argentina. Este porcentaje es superior al del resto los países de Latinoamérica, e inclusive supera a naciones desarrolladas como Canadá, España y Francia. Está a un nivel similar al de Estados Unidos.
- El 85% del total de activos que manejan los FPP a nivel global son instrumentos de renta fija (títulos públicos y bonos corporativos). El FGS está por debajo del promedio, con 62% de su cartera. Estados Unidos y España tienen el 100% de su portafolio en estos activos.
- También se observa una elevada concentración de activos domésticos en las carteras de los FPP. Estados Unidos tiene el 100% invertido en instrumentos locales y Japón más del 80%. Ambos fondos en conjunto representan 71% del total de los FPP a nivel mundial.
- Los análisis econométricos permiten verificar una relación positiva entre crecimiento del FPP doméstico y el crecimiento del PBI nacional. Pero la relación es débil. Es necesaria una mayor investigación en este sentido.
- Las nuevas tendencias a nivel mundial entre los FPP orientan a pensar la seguridad social como un concepto dinámico, a la vez que cobra importancia el análisis de la “rentabilidad social” de la inversión, más allá de la rentabilidad financiera.

## Introducción

El presente estudio tiene como objetivo realizar un relevamiento sobre las principales características de los fondos públicos de pensión (FPP) alrededor del mundo, y a la vez evaluar la situación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) que administra ANSES en relación a sus similares de otros países. Los Informes Especiales que elabora el FGS-ANSES intentan brindar una visión sobre los temas que atañen al organismo, más allá del seguimiento de coyuntura, con el fin último de aportar ideas y estrategias para el desarrollo de largo plazo del país.

El análisis permite extraer conclusiones para el diseño de las políticas económicas, al mismo tiempo que otorga una perspectiva general sobre el grado de desarrollo de las políticas aplicadas a nivel de la seguridad social y del manejo de los fondos de reserva del sistema.

Para tal fin, se relevó información de diversos países provenientes de los cinco continentes, y se utilizaron como insumo los datos publicados por distintos organismos públicos y privados que realizan sondeos sobre los FPP, o están vinculados directa e indirectamente a los mismos. Entre ellos, la Internacional Social Security Association (ISSA), Organización Iberoamericana de la Seguridad Social (OISS), Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), Internacional Organization of Pension Supervisors, y Journal of Pension, Economics and Finance de la Universidad de Cambridge.

## Una perspectiva global de los FPP

Según lo define la ISSA, el objetivo de los FPP es salvaguardar la capacidad de los regímenes de seguridad social para pagar prestaciones y brindar servicios, y generar ingresos procedentes de la inversión de estos fondos que ayuden a financiar las

prestaciones y servicios. Y, en muchos casos, aliviar las presiones demográficas transitorias. La ISSA destaca asimismo que la experiencia reciente en varios países del mundo ha demostrado que “la inversión de estos fondos puede constituir una contribución clave a la sostenibilidad financiera de los regímenes de seguridad social”.

Según la ISSA, “en muchos países los fondos de la seguridad social representan gran parte del mercado de capitales. Por tanto, la inversión de estos fondos debe tener en consideración los objetivos nacionales a largo plazo, que pueden no ser enteramente reflejados si se aplica una estrategia basada exclusivamente en la maximización de beneficios”<sup>1</sup>. En el fondo, agrega el organismo, “la sostenibilidad de cualquier régimen de seguridad social depende del crecimiento económico nacional”.

En este contexto, los activos que manejan los FPP alrededor del mundo se han constituido en una de las principales reservas de activos financieros a nivel internacional, únicamente superada por las reservas de los bancos centrales. Sólo los países que integran la OCDE concentraban hasta principios de 2009 activos por 4.5 trillones de dólares en manos de los FPP.

Una de las características sobresalientes que se observa analizando los 14 principales FPP alrededor del mundo es su relativamente reciente creación. En efecto, a excepción de los Estados Unidos y México, cuyos fondos de pensión fueron creados en la década de 1940, los restantes 12 FPP no tienen más de 20 años de vida. Y, en promedio, apenas superan los 7 años.

Una posible explicación de ello tiene que ver con que la aparición de los grandes FPP está estrechamente vinculada al acelerado desarrollo de los sistemas y redes de seguridad social que se verificó a partir de la década de 1970, junto al también vertiginoso desarrollo de los mercados de capitales y avances tecnológicos, que ampliaron significativamente las opciones de inversión

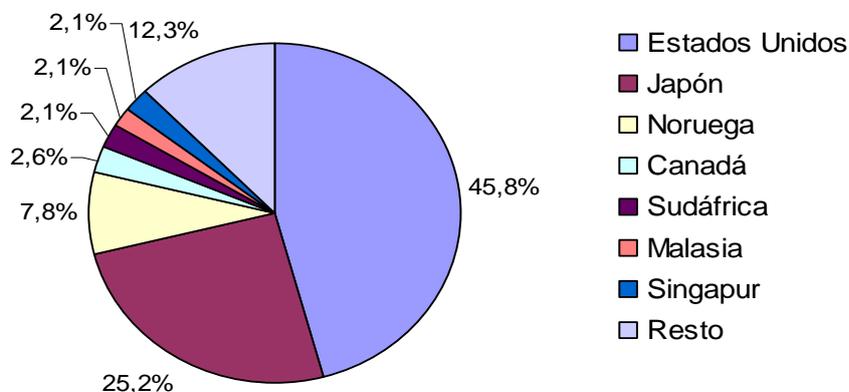
---

<sup>1</sup> ISSA, Informe Técnico Nro. 13. Septiembre 2004.

País	Institución	Año de fundación	Monto de activos (en billones de U\$S)	Como % en el PBI
Estados Unidos	Social Security Trust Fund	1940	2,418,7	17,0%
Japón	Government Pension Investment Fund	2006	1,159,6	23,6%
Corea	National Pension Fund	1988	216,0	23,2%
Suecia	National Pension Funds	2000	112,4	23,5%
Canadá	Canadian Pension Plan	1997	102,0	6,8%
España	Fondo de Reserva de la Seguridad Social	1997	83,7	5,2%
Australia	Future Fund	2006	49,8	4,8%
Francia	Fond de Reserve des Retraites	1999	40,4	1,4%
Irlanda	National Pensions Reserve Fund	2000	23,6	8,7%
Noruega	Government Pension Fund	2006	15,9	3,5%
Portugal	Social Security Financial Stabilization Fund	1989	12,2	5,0%
México	Reservas IMSS	1943	10,1	9,0%
Nueva Zelanda	New Zeland Superannuation Fund	2001	8,5	6,6%
Polonia	Demographic Reserve Fund	2002	1,8	0,3%
TOTAL			4,254,6	

Otra característica de los FPP es su grado de concentración. Tan sólo dos FPP, Estados Unidos y Japón, representan 71% del total administrado a nivel global.

**% del total de los FPP**

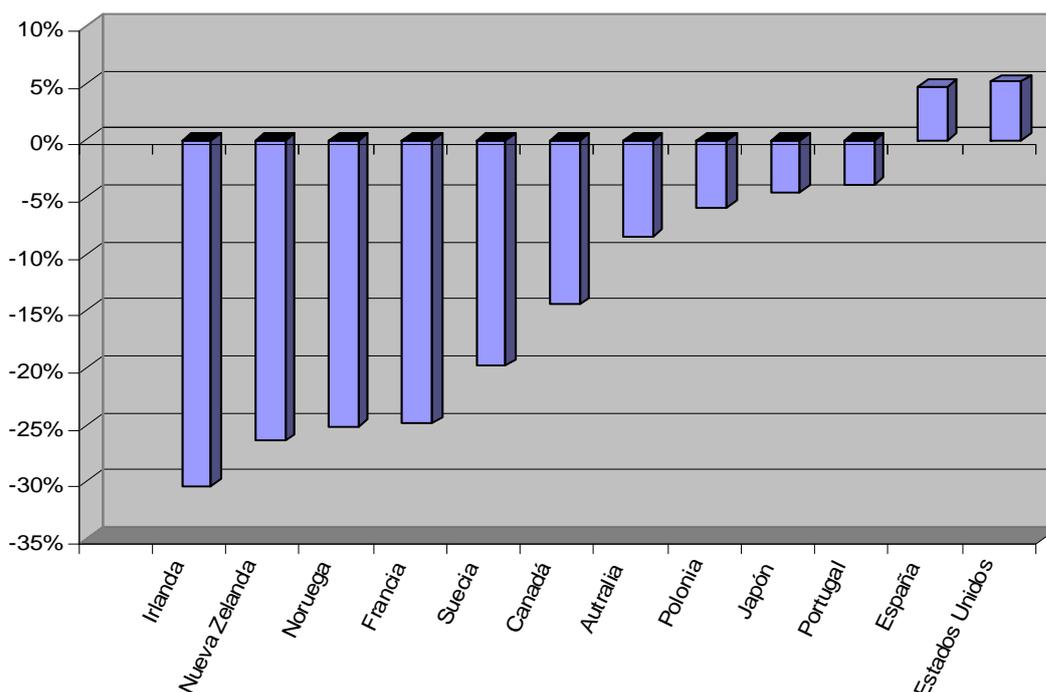


Fuente: OECD

## Crisis e incipiente recuperación

A partir de la crisis financiera internacional 2008/2009 varios gobiernos han utilizado los sistemas de seguridad social como herramientas de política económica anticíclica, para contrarrestar los efectos adversos sobre la economía real y el empleo<sup>2</sup> (ver Box I). En este sentido, varios FPP de distintos países han tenido un rol clave como instrumentos de política económica y social con un claro rol contracíclico. No obstante ello, el impacto de la crisis financiera sobre los FPP no ha sido menor. Para muchos países las pérdidas representaron hasta cinco años de ingresos en concepto de inversiones, o aproximadamente 25% del valor de los activos netos de los FPP<sup>3</sup>.

**Impacto de la crisis 2008 en la rentabilidad anual de los FPP**



Fuente: OECD, Pensión Market in Focus. Octubre 2009.

<sup>2</sup> ISSA “Perspectivas de la Política Social”, Nro 10, Noviembre 2009.

<sup>3</sup> ISSA “Perspectivas de la Política Social”, Nro 10, Noviembre 2009.

Sin embargo, la llegada de 2009 marcó en la primera mitad del año una moderada recuperación del stock de activos de los fondos de pensión alrededor del mundo<sup>4</sup>. Considerando los fondos de pensión de los países que integran la OECD, en el primer semestre de 2009 se observó una recuperación promedio del 3,5% en el stock de activos generales. Pero el monto total aun se mantiene 14% por debajo de los niveles que tenía en diciembre 2007, previo a la crisis financiera internacional<sup>5</sup>.

#### Box I: Las medidas de seguridad social que tomaron los Gobiernos ante la crisis

- **Argentina:** El Gobierno dispuso una serie de medidas para paliar el efecto de la crisis sobre el tejido social. La principal fue la Asignación Universal por Hijo, que incrementó significativamente el alcance (trabajadores informales y formales por debajo del salario mínimo) y el monto de las prestaciones de la seguridad social (\$ 180 por hijo).
- **Australia:** Mejoró la protección social al facilitar un mayor acceso a pagos de jubilados, viviendas sociales y el fondo público de empleo.
- **Brasil:** Extendió las prestaciones de desempleo a sectores vulnerables, cambió normas relativas al despido de trabajadores y aceleró el ajuste del salario mínimo. También aumentó los pagos del programa Bolsa Familia.
- **Canadá:** Amplió la duración de las prestaciones por desempleo, extendió el programa de protección del sostén de familia y acordó fondeo adicional para el programa de formación de capacidades.
- **Chile:** Otorga prestaciones adicionales del Fondo de Solidaridad.
- **Estados Unidos:** Otorgó pagos únicos de u\$s 250 a las personas que cumplieren los requisitos para obtener las prestaciones. El paquete de incentivos del Gobierno incluyó u\$s 500 millones para procesar las cargas de trabajo causadas por la crisis.
- **Irlanda:** Para aliviar el impacto financiero de la crisis, el Parlamento de este país aprobó el uso del 25% de las reservas del FPP para recapitalizar a los bancos en problemas.
- **Rusia:** Se propuso aumentar la pensión media. El presupuesto federal ha reservado RUB 43.700 millones adicionales para estabilizar el empleo; se incrementó 50% la prestación por desempleo.

<sup>4</sup> Existen datos consolidados a nivel internacional hasta fines del primer semestre de 2009.

<sup>5</sup> OECD, "Pension Funds Recovering in 2009", 6 de enero de 2010.

## La Argentina en el contexto internacional

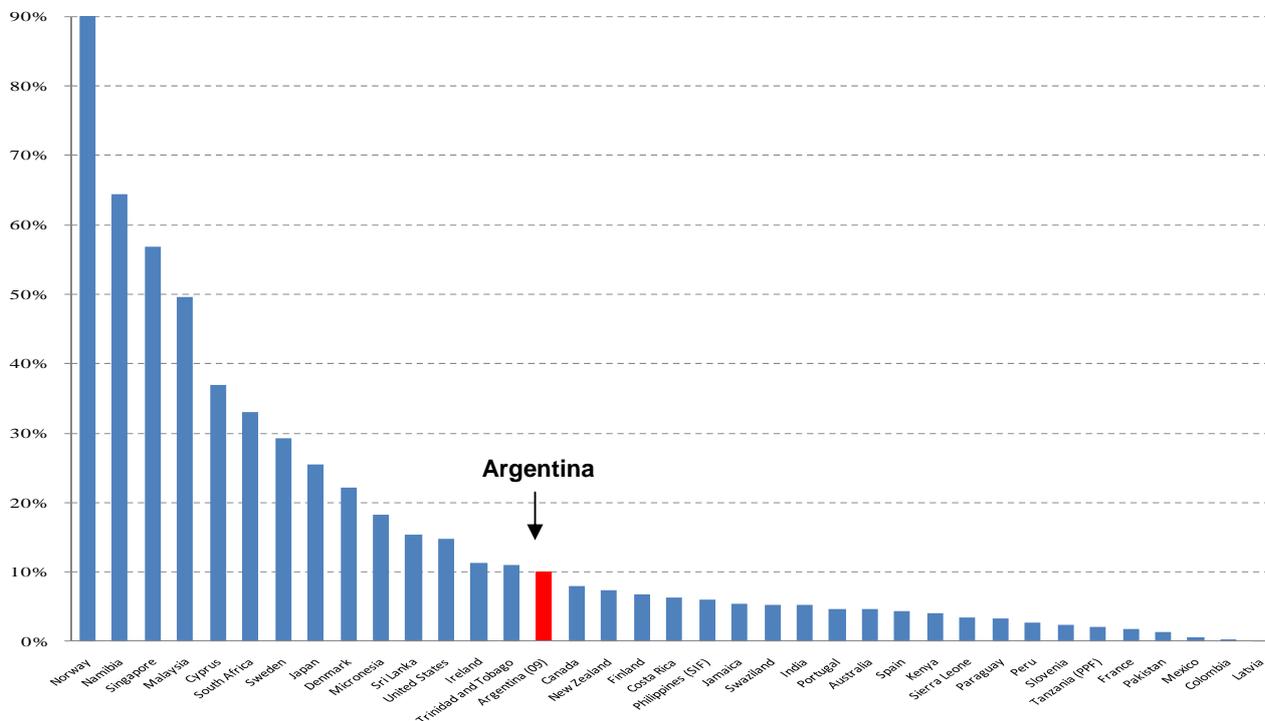
### Volumen relativo y composición de la cartera

A partir de la sanción de la Ley Nro. 26.425 (en noviembre de 2008) que dio lugar al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) se produjo la creación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) con el objetivo de constituirse como un fondo de reserva o anticíclico que resguarde el sistema previsional ante eventuales shocks adversos.

Entre los casi 12 meses que median desde principios de diciembre de 2008 a fines de noviembre de 2009 el stock de activos que integran el FGS se incrementó 38% hasta los \$ 135.972 millones. Ello ubica a la Argentina como el país líder de Latinoamérica en cuanto al volumen de activos en su fondo previsional en relación al PBI.

Actualmente, los activos que administra el FGS representan 11,6% del PBI de la Argentina. Porcentaje por encima del que muestran otros países de la región (ver gráfico) como Brasil, Colombia, Chile, Uruguay, Perú y Paraguay. Inclusive supera a países desarrollados como Canadá, Finlandia, España, Australia y Francia. Y está a un nivel similar al de países como Estados Unidos e Irlanda.

### Peso relativo de los FPP en relación al PBI de cada país

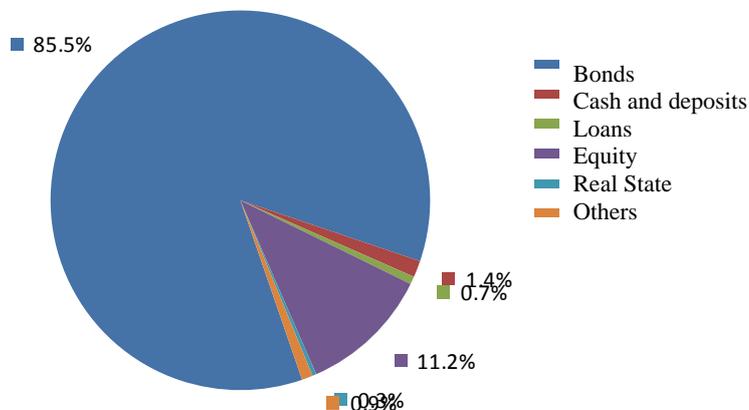


Fuente: ISSA, Public Scheme Reserve Funds, 2007. Anses para Argentina

Por otra parte, desagregando el portafolio conjunto de los 67 principales países del mundo, se observa una concentración en instrumentos de renta fija, mayoritariamente títulos públicos emitidos por los respectivos Tesoros Nacionales y, en menor medida, obligaciones negociables de empresas privadas.

El 85,5% del total de los activos que manejan los FPP alrededor del mundo son instrumentos de renta fija. Luego le siguen las acciones, con poco más del 11% y, en un porcentaje significativamente menor, otros activos como depósitos, disponibilidades en efectivo, préstamos, y bienes raíces, entre otros.

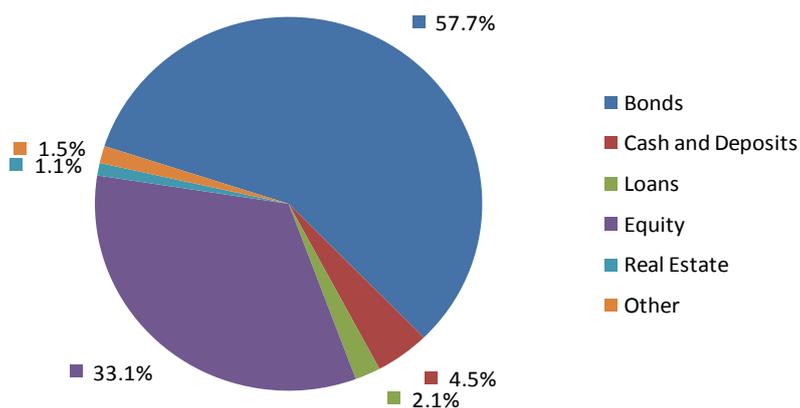
### Portafolio Global de los FPP



Fuente: ISSA, Public Scheme Reserve Funds, 2007.

Aun si se excluye a Estados Unidos y Japón, dos países con alta concentración en renta fija y que representan un porcentaje significativo de la cartera global de los FPP, la tenencia promedio de instrumentos de renta fija se mantiene en 57,7%.

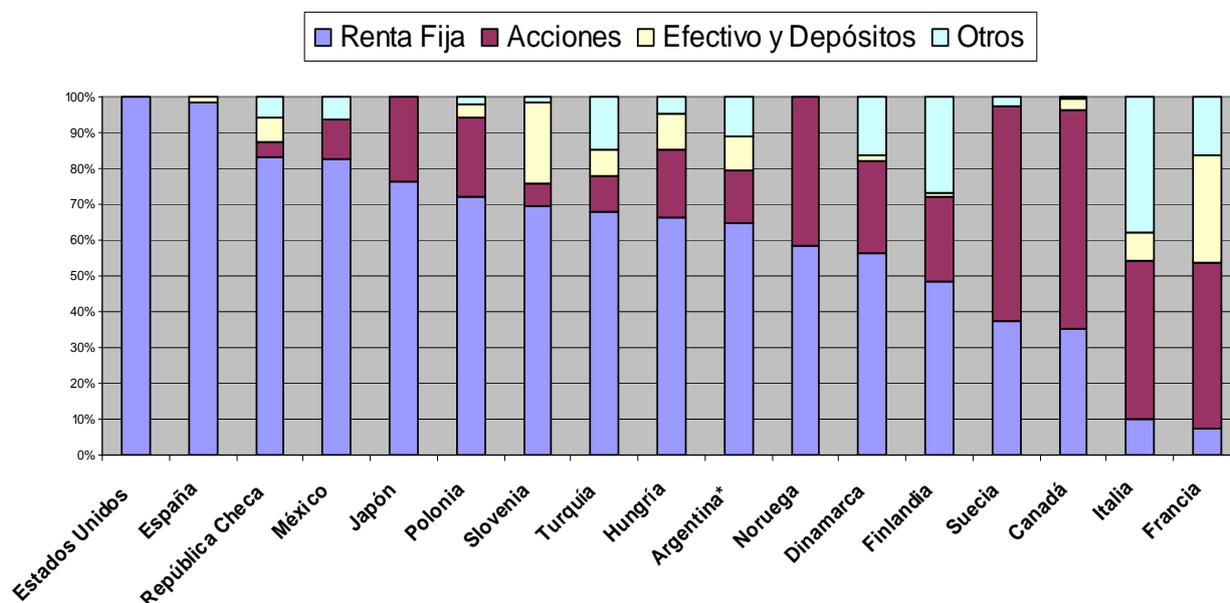
### Portafolio Global de los FPP sin EE.UU. ni Japón



Fuente: ISSA, Public Scheme Reserve Funds, 2007.



### Composición de la cartera de los FPP



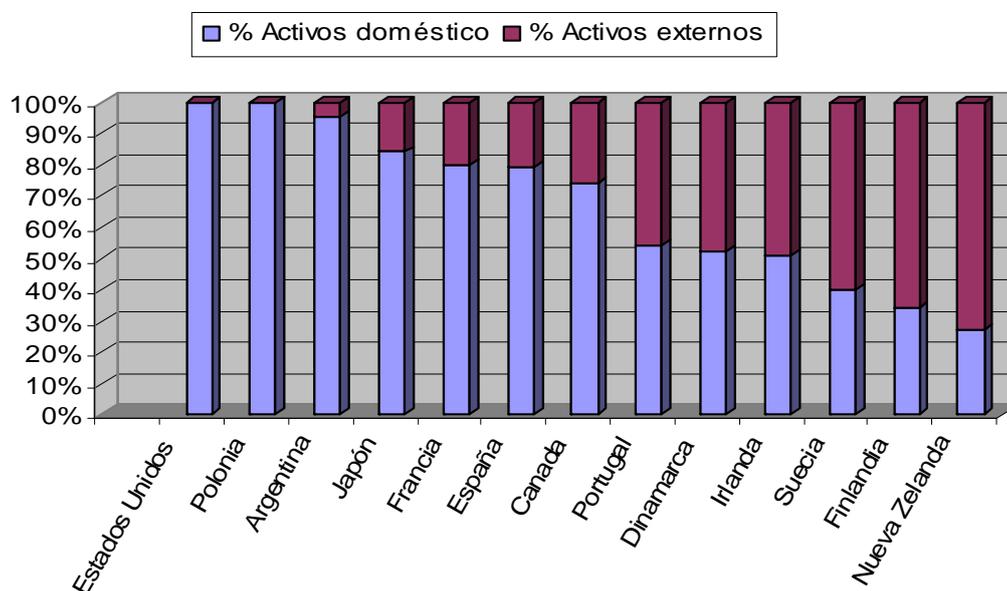
Fuente: ISSA, OECD, y ANSES.

Como se observa, en el caso de Argentina las tenencias de renta fija están a un nivel promedio en relación a los otros países relevados por organismos internacionales como ISSA u OECD. Tampoco se evidencia una disparidad marcada en cuanto a la diversificación promedio de activos en los restantes instrumentos, como ser acciones, o efectivo y depósitos.

En lo que se refiere a la desagregación de la cartera entre activos domésticos y tenencias externas, se observa que una importante proporción de los países (en el gráfico se extrajo una muestra representativa) tiene una porción superior al 50% de su cartera en activos locales. Es el caso de Dinamarca, Portugal, Canadá, España y Francia. Japón, por su parte, tiene más del 80% de la cartera de su FPP (el segundo de mayor volumen del mundo) en activos domésticos, mientras que Polonia y los Estados Unidos (el FPP de mayor volumen a nivel mundial) tienen invertido el 100% en activos locales.

En el caso de la Argentina, a noviembre de 2009 el 95% de la cartera de su FPP estaba invertido en activos locales. Cabe recordar que en el marco de la vigencia de la Ley 26.425 referida a la prohibición de inversión en activos del exterior, el FGS inició un proceso para desarmar paulatinamente las posiciones existentes en el exterior que fueron recibidas del régimen previo.

### Composición de la cartera de los FPP entre activos domésticos y externos

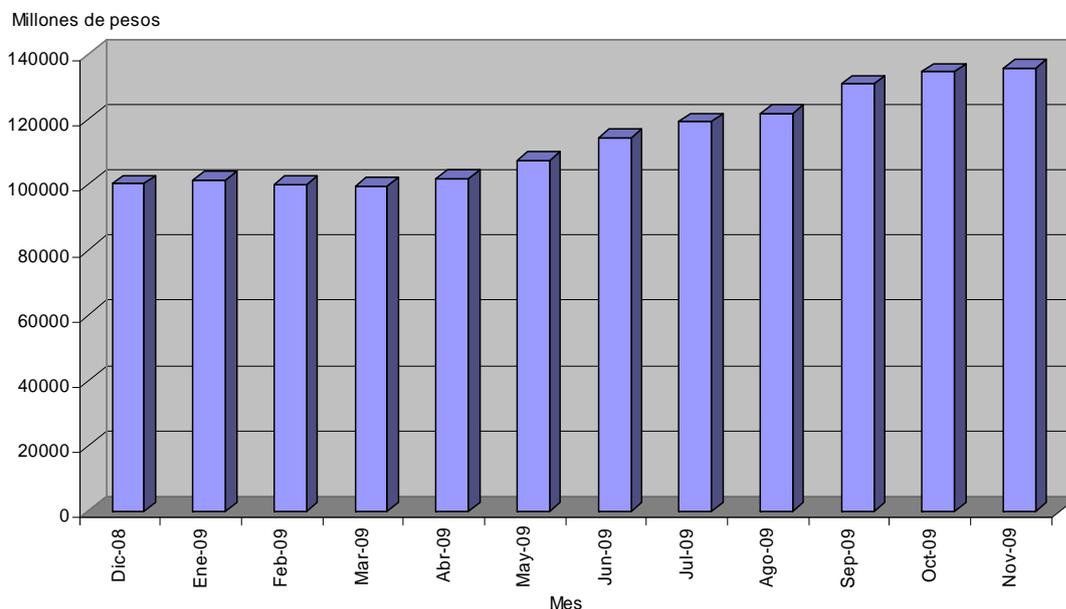


Fuente: ISSA, Public Social Insurance Investments Scheme Reserve Funds. Febrero 2007.

### Rentabilidad de la cartera

Al 5 de diciembre de 2008 el FGS tenía una cartera de \$ 98.224 millones. Desde entonces y al 30 de noviembre de 2009 los fondos que integran su cartera se incrementaron 38% hasta los \$ 135.972 millones.

### Evolución del FGS



Fuente: ANSES

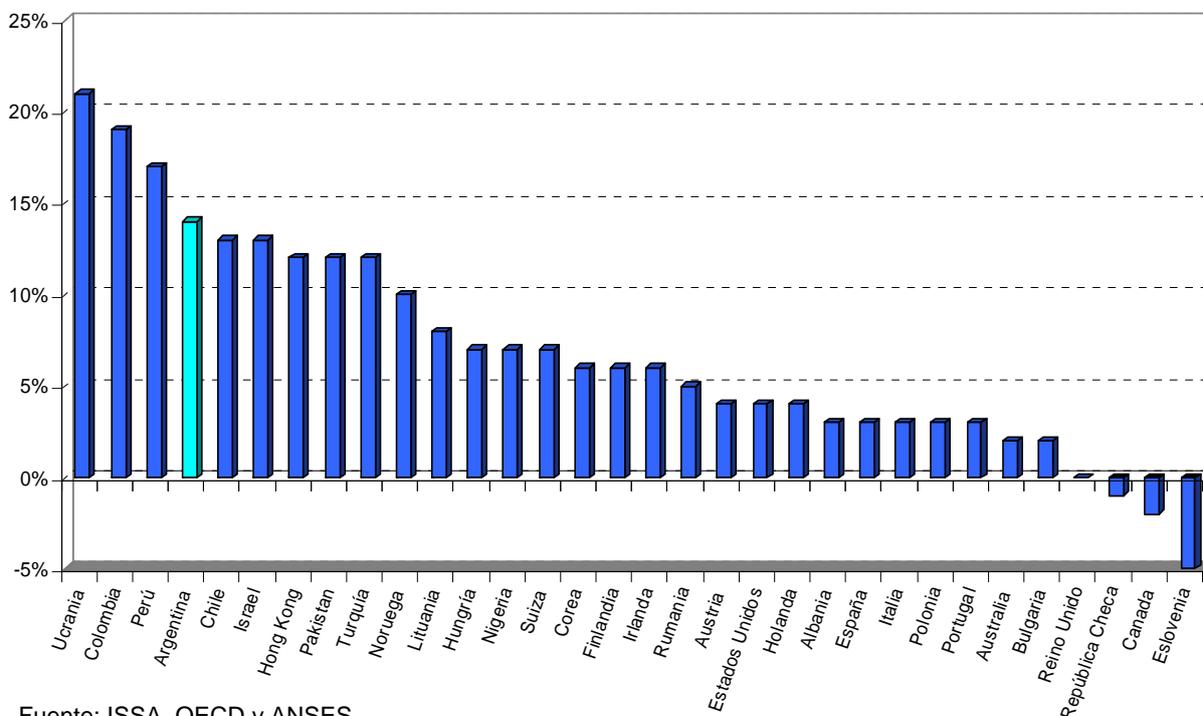
En términos internacionales<sup>6</sup>, la performance que mostró el FGS de ANSES en la primera mitad de 2009 (hasta donde existen datos consolidados a nivel internacional) ubica al fondo entre los cuatro FPP de mayor crecimiento a nivel mundial. Sólo superado por Ucrania, Colombia y Perú. Y por encima del aumento que mostraron los FPP de otras naciones como Chile, Suiza, Finlandia, Estados Unidos, Irlanda, Holanda, España, Italia y Reino Unido.

La tendencia para la segunda mitad del año, periodo en el que el FGS creció 18,5%<sup>7</sup>, hace prever que (aun con la ausencia de datos consolidados a nivel internacional) el fondo se ubicaría entre los cinco de mayor rentabilidad a nivel mundial.

<sup>6</sup> Datos consolidados al primer semestre de 2009, en base a relevamiento de ISSA, OECD y ANSES.

<sup>7</sup> Datos de junio a noviembre de 2009.

### Rentabilidad de los FPP en el primer semestre de 2009



Fuente: ISSA, OECD y ANSES

Cabe destacar que si bien no se ha establecido una tasa de rentabilidad de referencia a nivel mundial, se han realizado en el plano de la academia algunos estudios que intentan determinar una referencia o benchmark para la performance de largo plazo de los FPP. Aunque dada la heterogeneidad de los países (diferentes trayectorias intertemporales en variables como tasa de crecimiento demográfico, inflación, tasa de interés financiera o tipo de cambio) se trata de un desarrollo que aun está en sus primeras etapas.

Algunos estudios<sup>8</sup> llevados adelante al respecto revelan, por ejemplo, que para el periodo 2000/2005 la tasa de rentabilidad nominal anual que obtuvieron los FPP que integran la ISSA tuvo un máximo de 10,2% y un mínimo de 3,7%. Lo que arroja un promedio del 6,95% nominal anual<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> ISSA, Social and economic investment policies and practices in social security organizations, Technical Report 7. 2007

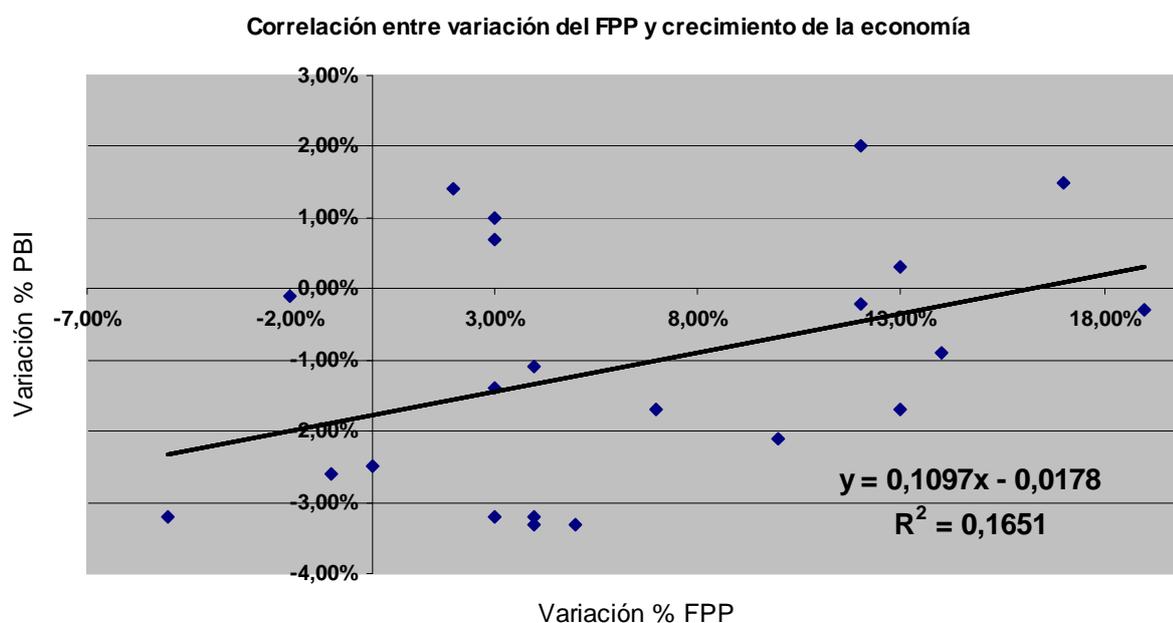
<sup>9</sup> Surge de la media estadística simple, sin ponderación. Estimación propia en base a datos de ISSA.

Este escenario de rentabilidades anuales se vio interrumpido por la reciente crisis financiera internacional, en particular durante 2008. Para los FPP de los países que integran la OECD la rentabilidad durante 2008 fue negativa en 17% en promedio<sup>10</sup>.

### Un ejercicio teórico de crecimiento y variación de los FPP

Tomando los datos correspondientes a 23 países para el año 2009 en relación a la variación del stock de la cartera de sus FPP y la variación en el PBI anual, es posible realizar un sencillo ejercicio teórico para estimar mediante el análisis econométrico si existe alguna relación consistente entre los movimientos de ambas variables.

En este caso se utilizó como variable dependiente o regresada la variación del PBI anual y como variable independiente la variación del stock de los respectivos FPP. El diagrama de dispersión se presenta en el gráfico siguiente, junto con la recta de regresión y los correspondientes resultados.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ISSA, FMI y OECD

<sup>10</sup> ISSA, La seguridad Social en un momento de crisis financiera. Nov 2008.

En términos generales, el coeficiente de determinación muestral ( $R^2$ ) no arroja una relación estadísticamente significativa, aunque positiva, tal como estaba previsto. Ello puede deberse a varios factores cuyo análisis excede los propósitos de este trabajo<sup>11</sup> (entre ellos la particularidad de 2009 como año de depresión económica mundial). Asimismo, cabe destacar que aunque el coeficiente de determinación brinda una aproximación del grado de asociación lineal entre dos variables, no refleja necesariamente una relación de causalidad.

## Las nuevas tendencias: seguridad social dinámica y rentabilidad social de las inversiones

En el año 2004 la ISSA estableció las “Directivas para la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social”<sup>12</sup>. Sus objetivos primarios son dos: seguridad y rentabilidad. También estableció un objetivo secundario: utilidad social y económica de la inversión.

La ISSA asimismo ha destacado la relevancia de la “Inversión con Objetivos Económicos” (IOE). “Su objetivo es crear cierta infraestructura para el país. Dan lugar a beneficios complementarios o colaterales para la economía en su totalidad”. Se contempla que existen importantes externalidades positivas asociadas a este tipo de inversiones, sobre todo en los países en desarrollo.

Al respecto cabe destacar que el 28% de los países que integran la AISS tienen políticas activas respecto a la inversión en activos tipo IOE. De ellos, el 83% afirmó que son inversiones rentables<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Entre los posibles factores, se encuentra la posibilidad de que la asociación entre las variables no sea lineal, y por lo tanto el método de MCO no sería aplicable. U otros problemas que dificultan la estimación, como el sesgo de datos, la existencia de más variables independientes significativas, u otros como heterocedasticidad y autocorrelación.

<sup>12</sup>  
<sup>13</sup> ISSA, Informe Técnico Nro.7. Septiembre 2007.

En línea con esta nueva tendencia a nivel mundial de orientar un creciente número de inversiones de los FPP hacia actividades con alto impacto en el desarrollo económico y social del país, el FGS ha incrementado su stock de activos en inversiones productivas (inciso Q). Entre diciembre de 2008 y octubre de 2009 el financiamiento a proyectos productivos se incrementó 268% al pasar de \$ 2.183 millones a \$ 8.035 millones.

Esta estrategia de inversión está vinculada a lo se denomina el “Círculo Virtuoso” entre el sistema de seguridad social y la actividad económica. Una de las ventajas de la vinculación entre proyectos de la economía real y el ahorro previsional es el calce natural de plazos (en general, amplios) entre ambos. Los proyectos requieren de inversiones iniciales importantes y tienen plazos de recupero extendidos en el tiempo. Al mismo tiempo, los ahorros previsionales, canalizados en el caso de la Argentina a través del FGS, son inmobilizaciones a lo largo de la vida activa de los trabajadores, con el objetivo de contribuir a sostener una adecuada tasa de sustitución (pensión/salario) para los trabajadores.

Así, al incentivar el desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo y el financiamiento a proyectos productivos, el accionar del FGS tiene un efecto beneficioso sobre el nivel de actividad de la economía en general y de la población su conjunto, a la vez que estimula la demanda de empleo y la inversión en la economía real. Se trata de obtener una rentabilidad social, más allá de la rentabilidad financiera.

Ello, en paralelo, genera el retorno de mayores recursos hacia el sistema previsional, dado que incrementa los ingresos de la seguridad social al fomentar el trabajo registrado (lo que genera mayores aportes previsionales) y el pago de impuestos como el IVA, Ganancias, Combustibles, entre otros, que también son girados parcialmente al presupuesto de ANSES.

Este mayor nivel de ingresos retroalimenta el Círculo Virtuoso, dado que preserva y asegura la sustentabilidad presente y futura del sistema previsional, y genera nuevos fondos para volver a ser invertidos en la economía real en cada nueva etapa del ciclo. Adicionalmente, dichas inversiones permiten atenuar el impacto financiero que sobre el

régimen previsional público pudiera ejercer la evolución negativa de variables económicas y sociales.

### Los tres principios del FGS: seguridad, rentabilidad y transparencia

El FGS rige su accionar a través de tres principios centrales: seguridad y rentabilidad en las inversiones, y transparencia en su gestión. Sobre este último aspecto, cabe destacar que el fondo de reserva que administra ANSES cumple con los más elevados estándares internacionales en materia de acceso y disponibilidad a la información.

Tomando en cuenta a los 75 principales FPP del mundo, y en base un relevamiento de sus respectivas páginas web, se observa que 62% de los mismos publica en la misma el listado de los activos en los que invierte, sólo 38% detalla la cartera completa de activos, y apenas 25% de ellos tiene información regular y actualizada sobre la rentabilidad del fondo.

El FGS cumple con los tres requerimientos anteriores y cuenta en su página web con informes mensuales sobre la evolución del fondo, como así también las presentaciones periódicas ante la Comisión Bicameral del Congreso de la Nación, junto al análisis desagregado de las tenencias de activos y financiamiento a las actividades productivas.

## Referencias

- Journal of Pension, Economics and Finance, Cambridge University. Sharing risk: the Netherlands' new approach to pensions. Edward Ponds and Bart Van Riel. Mayo 2008.
- Journal of Pension, Economics and Finance, Cambridge University. The influence of pension plan risk on equity risk and credit ratings: a study of FTSE100 companies. Donald Mckillop and Michael Pogue. Marzo 2009.
- ISSA, Public Scheme Reserve Funds, 2007.
- ISSA, Social and economic investment policies and practices in social security organizations. Technical Report 7, 2007.
- OECD, "Pension Funds Recovering in 2009", Enero de 2010.
- OISS, Banco de Información de los Sistemas de Seguridad Latinoamericanos. Versión 2007.
- IOPS, Annual Report 2008.
- ISSA, Informe Técnico Nro 13. Septiembre 2004.
- ISSA "Perspectivas de la Política Social", Nro 10, Noviembre 2009.
- OECD, Pension Market in Focus. Octubre 2009.
- ISSA, Public Social Insurance Investments Scheme Reserve Funds. Febrero 2007.
- IMF, World Economic Outlook. Octubre 2009.
- ISSA, La seguridad Social en un momento de Crisis Financiera. Noviembre 2008.