

FONDOS DE PENSIONES: DESEMPEÑO E IMPACTO DE LA REGULACIÓN DE LAS INVERSIONES

MANUEL CARVALLO¹

1. CREACIÓN DE UN CÍRCULO VIRTUOSO

El país necesita elevar el ahorro interno para soportar su crecimiento. El crear reservas para pensiones crearía un círculo virtuoso que permite sustentar el crecimiento en el ahorro interno. Ese fue uno de los principales motivos que impulsaron la implantación de este sistema.

Sin embargo, pueden haber factores que incidan en que este ahorro no se convierta en crecimiento: incertidumbre, especulación y consumo afectan el mismo y evitan que el círculo virtuoso se complete.

Las características deseables: Del ahorro, que sea continuo, de largo plazo, acumulativo. De la inversión, que esté diversificada, con poca correlación, flujos previsibles y continuos, ya que el desarrollo del mercado de capitales se da como consecuencia a un entorno de mayor certidumbre. Del crecimiento, que sea sostenido, que apoye la infraestructura y generación de empleo.

Mediante regulación que apoye la credibilidad en el sistema, una política de inversión que permita la creación de portafolios diversificados y de baja correlación y un mecanismo de seguimiento que provea al mercado de la información sobre los flujos y la

¹ Consultor Senior de la firma Watson Wyatt en Atlanta, Estados Unidos. Actuario, especialista en operaciones de seguro, de la Universidad Anáhuac. Cuenta con 15 años de experiencia en pensiones y finanzas, habiendo desempeñado cargos como actuario consultor durante seis años en Watson Wyatt México, y diferentes responsabilidades en instituciones bancarias, como Banco del Atlántico, en el cual fue Director del Sistema de ahorro para retiro (SAR) y Director de finanzas y administración de riesgos.

acumulación de capital que genere transparencia se retroalimenta el círculo virtuoso.

La política de inversión será el tema principal de la presentación, pues de esta sección de la regulación se puede encausar adecuadamente al crecimiento. Al existir crecimiento en los activos se pueden otorgar mejores pensiones. La regulación por su parte genera certidumbre y fomenta participación en el mismo.

En países en desarrollo el capital es más escaso que el trabajo (trabajo hay mucho, lo que falta es empleo!), por lo cual el rendimiento al capital es superior al crecimiento de los salarios y se logra capitalización de largo plazo. Un sistema fondeado ayuda a la formación de capital y a la formación de este círculo virtuoso.

2. LEY DE FINANCIAMIENTO PARA UN FONDO DE PENSIONES

Estamos en el negocio de entregar a nuestros clientes mejores formas de vida, 20 o 30 años en el futuro. Hoy debemos considerar los elementos en nuestras manos para elevar los beneficios.

Las características deseables de los beneficios son:

- Que logren los niveles de reemplazo objetivo
- Que sean alcanzables bajo diversos escenarios económicos (inflación)
- Que mantengan su poder de compra en el tiempo

Para otorgar beneficios con las características anteriores hay que considerar:

El diseño: Determina el monto y la periodicidad de las contribuciones y establece un objetivo de pensión bajo ciertos supuestos. (Ver Gráfico N° 1).

Hipótesis: Incide en los momentos en que se deberán realizar los flujos. Si la tasa de rendimiento de los activos supuesta no se alcanza, se obtienen beneficios inferiores. El plan en México tiene una cláusula de pensión mínima, la cual transfiere el riesgo de que las hipótesis no se cumplan, en última instancia, al gobierno.

Gráfico N° 1
FLUJO FINANCIERO DEL FONDO DE PENSIONES



$$\text{Beneficio} = \text{Contribuciones} + \text{Ingreso financiero} - \text{Gastos}$$

Como industria queremos mejorar el rendimiento, ya que con ello se pueden procurar mejores beneficios (mayores o más estables). El principal elemento a nuestro alcance para lograrlo es la estructura de activos.

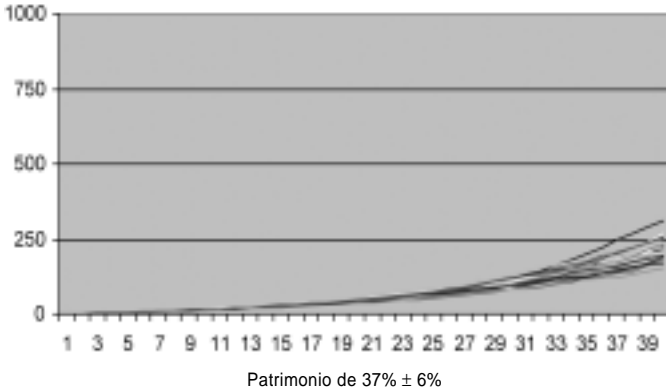
La estructura de activos incide en el cálculo de los ingresos que tendrá el fondo por medio de intereses y apreciación de capital. No es una solución de corto plazo, ya que la inversión en activos de mayor retorno está asociada con aceptar mayor volatilidad, pero influye directamente en el monto de los beneficios.

El primer paso es estudiar las características de riesgo inherentes a la estructura de activos actual para controlar la volatilidad, del portafolio en su conjunto.

3. CRECIMIENTO Y RIESGO

Hay que considerar el intercambio entre riesgo y rendimiento de acuerdo a la aversión al riesgo. Una estructura sencilla: 100% invertido en instrumentos de renta fija y suponiendo contribuciones durante treinta años lleva a un individuo a obtener una pensión promedio en un rango del 31% al 43% de su sueldo (ver Gráfico N° 2).

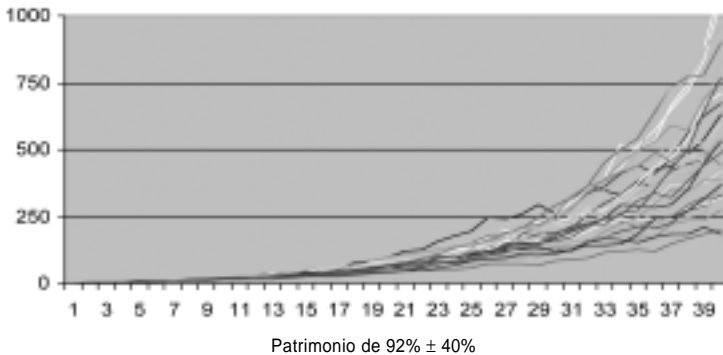
Gráfico N° 2
CRECIMIENTO Y RIESGO.
ESCENARIO INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA



El mérito de esta estrategia es que no crea muchas diferencias entre los clientes (los empleados o pensionados) ya que los rendimientos son muy cercanos, sin embargo permanece el riesgo de no llegar a los objetivos de reemplazo en la pensión (no alcanza o es inferior a la pensión mínima). Este riesgo está concentrado en la regulación.

Suponemos el escenario de abrir el régimen de inversión; en el segundo ejemplo el 50% está invertido en acciones, genera disparidad en los rendimientos de los participantes, pero se logran mejores pensiones en el conjunto (ver Gráfico N° 3). Desde el punto

Gráfico N° 3
CRECIMIENTO Y RIESGO.
ESCENARIO PORTAFOLIO MIXTO



de vista del sistema disminuye el costo fiscal asociado a las pensiones mínimas aunque requiere mayores esfuerzos relacionados a la comunicación adecuada para que los diversos participantes inviertan de acuerdo a su capacidad en la toma de riesgo.

La aversión al riesgo cambia con la edad, de modo que los objetivos del sistema no son absolutos, debe darse cierta flexibilidad que permita el logro de los objetivos de reemplazo.

4. EFECTO DE VOLATILIDAD

Si analizamos un portafolio en el tiempo, e invertimos durante 10 años en una clase de activo suponiendo un cierto rendimiento y volatilidad, al componer el rendimiento en el tiempo obtendremos un rendimiento promedio inferior al supuesto.

El Gráfico N° 4 nos permite observar el rendimiento compuesto logrado durante 10 años de una clase de activos (podrían ser bonos) cuyo rendimiento promedio es del 6% anual y con una desviación estándar de 1%. En el Gráfico N° 5, el rendimiento esperado es el mismo, 6%, sin embargo la desviación estándar se incrementa a 14%. El cambio en el sesgo observable en la figura se produce solo por el incremento en la volatilidad de la clase de activo y distribución de rendimiento se explica ya que hay mayor potencial de crecimiento en los activos que de disminución en los mismos.

Ejemplo: Si \$ 1 invertido en una acción llega a valer \$ 2 en el transcurso de un año el rendimiento obtenido fue del 100%, pero si el precio de la acción cae de modo que nuevamente vale \$ 1 al final del siguiente año, el rendimiento es negativo en 50%. El rendimiento promedio de los dos años es del 25% y resulta de sumar + 100% y -50% y dividirla por 2, sin embargo, es claro que el rendimiento compuesto durante los dos años fue 0%. El promedio geométrico del rendimiento es menor que el aritmético y el aritmético disminuye a mayor volatilidad.

La concentración del portafolio en un solo tipo de valor captura la totalidad de este efecto, de ahí la necesidad de diversificar. El portafolio de valores gubernamentales genera en el tiempo rendimientos inferiores a los esperados, dada la volatilidad asociada.

En el caso de portafolios que saturan las inversiones de una clase de activos, el rendimiento del sistema es igual al promedio de

Gráfico N° 4
RENDIMIENTO DE ACTIVOS
 (DESVIACIÓN ESTÁNDAR = 1%)

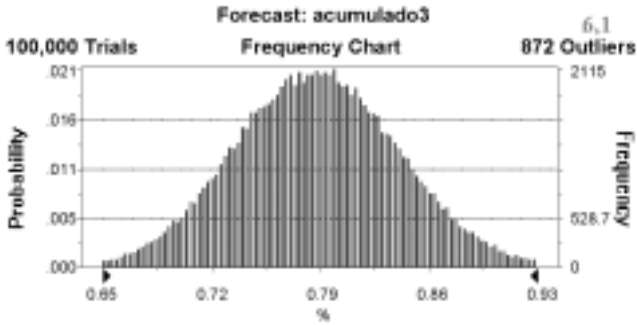
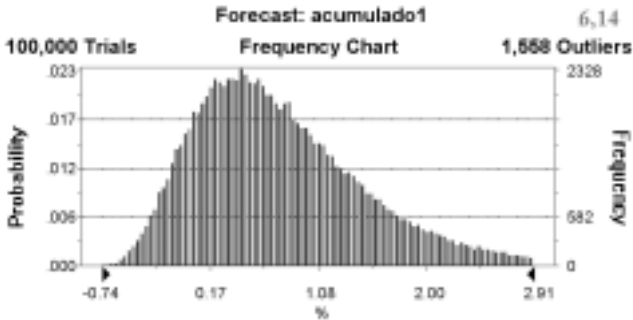


Gráfico N° 5
RENDIMIENTO DE ACTIVOS
 (DESVIACIÓN ESTÁNDAR = 14%)



Cuadro N° 1
MODALIDADES DE CÁLCULO DE RENDIMIENTOS

| | Media Aritmética | Desviación estándar | Media Geométrica |
|----------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| Acciones | | | |
| Mundiales | 10,2 | 17,0 | 9,1 |
| US | 9,9 | 17,3 | 8,7 |
| Emergentes | 12,7 | 32,6 | 8,7 |
| Deuda | | | |
| US G.I. | 4,7 | 7,2 | 4,4 |
| Internacionales G.I. | 5,0 | 11,0 | 4,5 |
| Emergentes | 6,0 | 14,0 | 5,2 |

rendimientos. El añadir valor al portafolios se vuelve un juego de suma cero ya que lo que unos fondos ganan, otros lo pierden. Si el universo de los valores invertibles está en manos de los participantes de la industria, entonces lo que obtiene la industria es el rendimiento promedio.

Para sistemas altamente regulados, el rendimiento del sistema se vuelve muy parecido a la tasa de emisión de aquellos valores en los que pueden invertir, de modo que, quien determina el régimen de inversión, determina también el nivel de tasa y por lo tanto también el nivel de reemplazo de las pensiones futuras.

5. DIVERSIFICACIÓN

Las clases de activo se agrupan de acuerdo al nivel de riesgo. Desde mercado de dinero hasta las acciones internacionales, pasando por segmentaciones de sesgo de inversión y valor de capitalización.

Para lograr mayor rendimiento se debe incurrir en mayor riesgo. Los fondos premezclados permiten alternativas de inversión con perfiles que buscan ser atractivos para distintos inversionistas de acuerdo a la edad, la capacidad en la toma de riesgo y la propensión o aversión al mismo.

En este tipo de fondos hay que cuidar el que en un esfuerzo de venta, el fondo cambie la estrategia de inversión prometida, con tal de ser mejor opción para aquellos en busca de modas. Ejemplo de lo anterior en EE.UU. fue el incremento en los fondos a las acciones de tecnología hacia 1997-2000 como respuesta a la moda de este tipo de valores. Algunos de estos fondos mercadearon esta desviación de la política de inversión para lograr capturar mayor número de inversionistas, a cambio de un mayor riesgo de concentración por tipo de emisor y ciertamente modificando los prospectos de inversión iniciales.

Los fondos premezclados pueden estipularse en base al nivel de riesgo, o en función de un horizonte de tiempo.

Los fondos estructurados en función de riesgo suelen llevar nombres como “agresivo” o “conservador” y el contenido de inversión en acciones depende del perfil del fondo. Los fondos estructurados en función de un horizonte de tiempo llevan nombres como fondo

2030, sugiriendo que es una alternativa apropiada para aquellas personas que piensan retirarse en una fecha cercana al año 2030. En estos casos la empresa administradora del fondo es responsable de ir disminuyendo el perfil de riesgo del fondo al cambiar la estructura de activos en el tiempo.

6. DESAFÍOS PARA LA INDUSTRIA

El principal desafío para la industria es convertirse en un interlocutor responsable de los reguladores al defender el negocio de entregar pensiones adecuadas en un futuro y no solo preocuparse de la administración de cuentas en el presente. Así pues debe estudiar el impacto de las diversas estructuras de activo en el rendimiento y riesgo del portafolios y entender los diversos elementos que afectan a los niveles de reemplazo.

Es importante que la industria comprenda la interrelación de los diversos elementos que afectan el riesgo en el portafolios para poder hacer propuestas integrales a los reguladores. Demografía: La edad de retiro seguramente será inferior en muchos de nuestros países ya que al no generar suficientes fuentes de trabajo se está disminuyendo el tiempo de las carreras laborarles, sobre todo en los empleos ligados a la mano de obra. La participación de las mujeres en las carreras laborales es cada día mas frecuente, cambiando la estructura demográfica de la fuerza laboral. La economía informal afecta también la estructura demográfica de los afiliados al sistema. En casos como el mexicano, la demografía se verá seriamente afectada por las políticas de migración de nuestro vecino del norte.

Respecto a los salarios, la mayor oferta respecto a los trabajos formales puede mantener los salarios reales al mismo nivel y por lo tanto se puede disminuir en cierto modo la presión sobre el rendimiento de los activos. Los supuestos de valuación por su parte estiman los momentos de los flujos y aunque no afectan el costo ya que este se conoce cuando se pagan las pensiones, puede ser determinante en la obtención de los niveles de reemplazo deseados.

El mayor riesgo al que nos estamos enfrentando tiene que ver con la reinversión de los activos, ya que existe una diferencia sustantiva entre los plazos en los cuales se obtendrán las jubilaciones, y la duración promedio de los activos financieros. El riesgo de reinver-

sión consiste en la posibilidad de renovar la inversión del portafolio a una tasa menor dentro de unos años y que esta no sea suficiente para poder entregar inversiones adecuadas.

La industria debe proponer la política de inversión y los portafolios que deberán utilizarse así como los *benchmarks* que permitan medir la gestión de los administradores de inversión.

El caso de los *benchmarks* permitiría una sesión completa por lo cual les refiero al artículo *Benchmarks* para el nuevo milenio de Howard Crane y publicado por la AIMR. Para esta presentación baste decir que un *benchmark* es un portafolios invertibles que representan las características de riesgo y rendimiento de una clase de activo.

7. DESAFÍOS PARA LOS REGULADORES

Sin duda para los reguladores el desafío consiste en reducir el costo fiscal del sistema, disminuyendo el valor presente de las pensiones mínimas que deberán entregarse en el futuro así como los diferenciales contra las pensiones del IMSS para aquellos son sujetos al régimen de transición.

Se deben establecer con cuidado los objetivos de inversión de acuerdo a diversos plazos. Un sistema estable (poca volatilidad) de corto plazo puede comprometer los niveles de reemplazo de las pensiones en el futuro.

El objetivo debe ser disminuir el valor presente del costo fiscal, pero... cuidando el monto de pensiones mínimas en cualquiera de los plazos ya que de otro modo se ponen en riesgo la confianza en el sistema.

La administración del costo fiscal presenta una disyuntiva: Pagar menores tasas de rendimiento hoy (evento cierto) permite mayor desahogo en uso de los recursos fiscales con el riesgo de un mayor (evento probable) costo fiscal futuro al tener que cubrir pensiones mínimas.

Al abrir el régimen de inversión se permite diversidad de inversiones, pero no se debe exigir un compromiso a ninguna de ellas en particular. Los administradores pueden tomar decisiones de acuerdo a las condiciones de los mercados, al riesgo de los portafolios ofrecidos y al perfil de riesgo de sus clientes.

Los reguladores deben establecer un sistema de seguimiento respecto a los objetivos de reemplazo de salario para los participantes del sistema y de acuerdo a las estructuras del pasivo. De esa forma se evita el “comportamiento de manada” en los participantes del sistema, dado que se puede medir a cada fondo respecto a la estructura de inversión establecida. La evaluación de los administradores se hace en función del *traking error* (error de seguimiento o rastreo) que permite indicar el nivel de riesgo respecto al *benchmark* seleccionado

8. RIESGOS DEL SISTEMA

Es de gran importancia que reguladores e industria concuerden en las estrategias a seguir en un futuro. Un elemento que les puede apoyar es lograr definir conjuntamente un presupuesto en riesgo. Es decir, deben establecer una medida en pesos de los recursos financieros que pueden buscar mayor rentabilidad (asumir mayor riesgo) sin poner en peligro los niveles de reemplazo y los objetivos del sistema.

Para establecer el presupuesto en riesgo deben establecer la situación actual, consistente en el diagnóstico de los desafíos estratégicos y obtener una valuación actuarial del esquema existente.

Al establecer los objetivos de inversión se debe considerar el evitar el pago de pensiones mínimas y entregar los niveles de reemplazo de acuerdo a las edades y años de contribución de los participantes.

La característica de pensión mínima hacen que para un segmento de empleados susceptibles de obtener esta pensión, el plan se convierta en un plan de beneficio definido.

Para construir adecuadamente los escenarios deben considerarse los activos y los pasivos del sistema en forma coordinada. La construcción de modelos de activos y pasivos permite prever las consecuencias que tendrán en un futuro las decisiones de inversión tomadas hoy. Se conocen los rangos y niveles de probabilidad del impacto futuro de la mezcla de activos con relación a los pasivos del sistema. Un modelo de activos y pasivos hace sentido para el sistema en su conjunto, pero no para portafolios individuales.

Una inversión volátil puede ser adecuada para un trabajador de recién ingreso al sistema, sin embargo el mismo nivel de volatilidad puede ser inaceptable para personas cercanas al retiro. Los riesgos deben evaluarse en función de la distribución de los niveles de reemplazo.

9. PRESUPUESTAR EL RIESGO

Presupuestar el riesgo para el sistema requiere un *benchmark* ligado al pasivo. El seguimiento debe ser en dos niveles, por un lado a nivel del sistema cuidando la estructura de pasivo y los reemplazos y el segundo nivel cuidando los retornos de cada portafolios de inversión, el rendimiento promedio de los diversos portafolios debe ser el que cumpla con los objetivos del sistema.

Toda vez que se ha decidido el presupuesto en riesgo o monto total en pesos de riesgo para el sistema (recordar la importancia de definir el horizonte de tiempo) se procede a definir el origen del riesgo, generalmente de dos clases; ya sea por decisiones de estructura o por decisiones de implantación.

Las decisiones de estructura definen la mezcla de activos y los *benchmarks* seleccionados; las decisiones de implantación definen el nivel de error de rastreo del portafolios respecto al *benchmark* así como si la administración del portafolio será activa o pasiva y el nivel de valor agregado que se pretende lograr.

El administrador de un portafolio asigna el riesgo en pesos a diferentes áreas de oportunidad de inversión y para ello se toma en cuenta su capacidad de gobierno corporativo y sus objetivos de inversión, y estructura un portafolios en función de desviaciones del portafolios que se define para el sistema.

El presupuesto en riesgo para cada administrador se establece con relación a la clase de activo definidas a través del *benchmark*. Cada administrador debe especificar al promover su producto ante los reguladores:

- El nivel de riesgo en función del error de seguimiento respecto al *benchmark*
- El rendimiento objetivo como exceso respecto al *benchmark*
- *Net Information Ratio* (rendimiento en exceso /error de seguimiento) como medida de eficiencia

El enfoque principal de cada administrador de un portafolios debe ser el maximizar el rendimiento ajustado por riesgo (*Net Information Ratio*).

10. DESAFÍOS A LA CONSTRUCCIÓN DE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN

Los objetivos de inversión son difíciles de definir y en ocasiones presentan un abierto conflicto entre las generaciones de empleados. La conciliación de objetivos obliga a un diálogo entre industria y reguladores, ya que en todos los casos se deben entregar pensiones que permitan niveles de reemplazo adecuados.

La política de inversión debe ser por tanto “desregulada” ya que se debe permitir en todo momento la creación de portafolios de inversión o fondos que respondan a las necesidades de varios segmentos de empleados con preferencias irreconciliables de riesgo y rendimiento.

Hay que reconocer que los objetivos financieros del fondo son difíciles de definir y establecer ya que atienden a una gran variedad de personas e intereses. La selección de horizontes de tiempo presentan un problema difícil de gobierno corporativo ya que el intercambio de riesgo y rendimiento no se puede tomar en función de las mayorías y mucho menos del promedio ya que cada participante tiene prioridades únicas.

Es importante que la regulación del sistema sea lo más abierta posible, de modo que permita la evolución de la mezcla de activos de tiempo en tiempo y la adecuación de sus componentes. Hace sentido regular la existencia de procesos adecuados de toma de decisiones de inversión, de control de riesgos, de gobierno corporativo entre otros, como medidas de cuidado del patrimonio de los empleados, pero no establecer los portafolios modelo de industria.

El resultado debería ser una regulación que abra la política de inversión y permita la construcción de diversas estructuras de activos y una industria que compite responsablemente en función de un riesgo “presupuestado”.

11. IDEAS PARA CONCLUIR

Los procesos de estructura de activos requieren ajustes de tiempo en tiempo, de modo que hay que promover regulaciones que permitan el cambio sin necesidad de cambiar las leyes, que no se conviertan en camisas de fuerza.

La presión a modificar la estructura de activos se da por la evolución de los mercados de capitales donde el rendimiento esperado de una clase de activo cambia de acuerdo a los ciclos de mercado. Por ejemplo, el premio al riesgo accionario depende de la volatilidad y tasa de los bonos del país contra el cual se comparan y por lo tanto la expectativa de largo plazo cambia conforme los países logran disminuir su riesgo y el costo de su financiamiento. Los cambios que hemos visto en México respecto a los bonos soberanos, afectan la expectativa de largo plazo del inversionista en el mercado de capitales.

Otro cambio muy importante en el proceso de estructurar los activos tiene que ver con los cambios en la composición de la fuerza laboral. Ya veíamos los posibles cambios demográficos y su impacto.

El proceso de modelar el comportamiento probable de estructuras de activos y pasivos es un ejercicio prospectivo periódico, y por tanto el resultado sugiere pequeños cambios en cada parte del proceso. La política de inversión debe permitir que los pequeños ajustes sean implementables.

Se pueden modelar estructuras alternativas y anticipar sus resultados cuantitativos, sin embargo hay que tener presente si los programas pueden añadir valor en el futuro, lo cual no es solo cuestión de números, en todo este proceso de modelaje hay que tener mucho sentido común.