

COMENTARIOS

ISAAC VOLIN BOLOK¹

1. ¿POR QUÉ ES NECESARIO EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN?

Para la gran mayoría o para un porcentaje muy alto de los afiliados al sistema de pensiones mexicano, los recursos en su cuenta individual de pensiones probablemente sean su único activo financiero y, quizá, ese ahorro sea el mayor activo que logre acumular a lo largo de su vida.

En segundo lugar, el de las pensiones es un tema socialmente sensible. Y en tercer lugar, desafortunadamente los países en donde se han implantado estos sistemas –básicamente América Latina y Europa del Este– tienen una característica común que es la falta o escasez de ahorro financiero de largo plazo, y como estos sistemas generan una cantidad importante de ahorro financiero, es importante evitar la toma excesiva de riesgos o al menos inicialmente regular esa toma excesiva de riesgos en una industria naciente.

2. MODELO FILOSÓFICO DEL RÉGIMEN DE INVERSIÓN

Cuando se habla de política de inversión se debe distinguir claramente entre el esquema de pensiones de contribución definida y el de beneficio definido, por las implicaciones que cada uno de ellos tiene. En el sistema de beneficio definido existe un pasivo que es

¹ Vicepresidente de Planeación de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro de México. Licenciado en Administración por el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), y tiene una Maestría en Administración con especialización en Finanzas en la Universidad de Michigan, ambos grados obtenidos con Mención Honorífica. Ha trabajado en el sector financiero, desempeñando cargos como Director General de Análisis y Director General de Metodologías de Supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

la pensión prometida por el plan y, por lo tanto, el rendimiento es ese puente que nos lleva de las contribuciones al beneficio comprometido. Ese puente requiere de definiciones exactas, como la mezcla de activos que se debería tener, si se cumplen los supuestos bajo ciertos rangos, para así transitar de ese monto de contribuciones al beneficio definido.

En contraste, en el esquema de contribución definida, salvo por la pensión mínima garantizada no existen pasivos, por lo que no hay necesidad de empatar activos y pasivos ni ser deterministas en cuanto al rendimiento objetivo y a la mezcla de activos que nos daría ese elemento objetivo, al menos no desde el punto de vista regulatorio.

En todo caso, al ser la pensión mínima garantizada una cantidad fija que en nuestro sistema es el equivalente a un salario mínimo indizado a la inflación, el rendimiento requerido variaría de acuerdo al nivel salarial; por lo tanto no existe una política óptima en el mismo fondo, donde hay trabajadores con distintos salarios. Consecuentemente el régimen de inversión debe ser el resultado de una mezcla óptima dependiendo de las características de los afiliados del fondo.

Esto no significa que dejemos de establecer una tasa de reemplazo objetivo. Esta tasa es una función de las contribuciones, las comisiones y los rendimientos. Con el afán de mejorar las pensiones debemos trabajar en estos tres elementos.

La simple distinción entre beneficio definido y contribución definida implica un modelo filosófico de regulación muy diferente. Nosotros conceptualizamos al régimen de inversión como una “cancha” donde se mueven los administradores y toman las decisiones en favor de los mejores intereses de sus afiliados.

En el caso de México, tenemos administradoras con afiliados con salarios promedio de 2,5 veces el salario mínimo y administradoras con un promedio de 5 veces el salario mínimo. Entonces, creemos que cada administrador debe tomar decisiones con respecto a su política de inversión específica de acuerdo con las características de sus afiliados. Esto es lo que se conoce como responsabilidad fiduciaria y las administradoras deben estar muy conscientes de esto.

Por lo tanto, desde un punto de vista regulatorio, el régimen de inversión debe ser prudentemente amplio para dejar que los administradores hagan su trabajo, tomen las mejores decisiones en favor de los afiliados y escojan la mezcla de activos que les permita cumplir con sus objetivos.

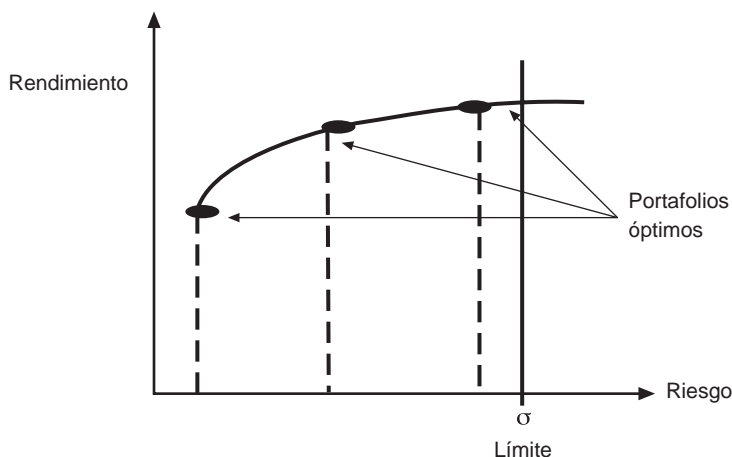
Algunos conceptos que se aplican en el esquema de beneficio definido aplican también al esquema de contribuciones definidas, por lo que muchos son partidarios de establecer un *benchmark* regulatorio. Nosotros no compartimos esa idea, porque creemos que es altamente inconveniente, ya que limita la acción de los administradores al considerar que todos los afiliados en todas las administradoras son iguales. Además, disminuye la intensidad de la competencia en materia de rendimientos.

Otra mala práctica, a nuestro juicio, son los rendimientos garantizados. Afortunadamente esto no se aplica para México, pero sí para muchos de los países donde existen sistemas de contribución definida. El punto principal es que los rendimientos garantizados tienen el efecto de disminuir la intensidad de la competencia entre los administradores. Además, las garantías que se ofrecen en términos de rendimientos las terminan pagando los trabajadores de una u otra forma, ya sea a través de mayores comisiones, cuando no se deja establecer un fondo que restablezca el rendimiento al interior de las administradoras, o bien menores rendimientos por la necesidad de comprar algún instrumento derivado o algún seguro que garantice el piso del rendimiento que le exige la regulación.

Es por ello que consideramos que la combinación de la responsabilidad fiduciaria de cada administrador, la competencia entre administradoras y un régimen de inversión amplio con límites generales de riesgo de mercado y crediticio, y no por tipo emisor o plazo, es la mejor fórmula para mejorar los rendimientos esperados en nuestros sistemas.

Por otro lado, quienes sí deben establecer un *benchmark* son las propias administradoras. El *benchmark* de cada administradora debe ser un punto en la frontera eficiente de las inversiones (ver Gráfico N° 1). Es necesario considerar las responsabilidades fiduciarias, y se debe tomar en cuenta cuál es el rendimiento que están buscando para sus afiliados, dadas las características de esos trabajadores y, por lo tanto, el riesgo que consideran adecuado.

Gráfico N° 1
PORTAFOLIOS ÓPTIMOS DE LAS ADMINISTRADORAS



3. CAMBIOS RECIENTES AL RÉGIMEN DE INVERSIÓN

En los últimos dos años la Consar ha tratado de ampliar el campo de acción de las administradoras a través de la eliminación de restricciones que no contribuyen a la diversificación (ver Cuadro N° 1). Algunos límites tenían sentido al inicio del sistema por las circunstancias económicas y políticas del momento. Pero conforme ha avanzado el sistema, y este se ha consolidado, dichos límites tienden a volverse obsoletos e impiden la diversificación adecuada de las carteras de los fondos de pensiones.

La primera restricción que hemos eliminado es la que tiene que ver con el tipo de emisor. La regulación comenzó con un mínimo de papel gubernamental del 65%, y esto implicaba un límite máximo para invertir en papel privado de 35%. Además, no se permitía más que papel privado y papel gubernamental. Ahora, las Afores pueden adquirir papel gubernamental, privado, de estados, municipios y paraestatales; y cada uno de estos, con límites en función de calidad crediticia.

En términos de la calidad crediticia, teníamos un régimen de inversión donde solo se permitían títulos con calificación crediticia de AAA y AA en escala local. Ahora hemos relajado la regulación

permitiendo inversiones en títulos A. Esto es importante porque permite una mayor diversidad en términos de los emisores no gubernamentales que pueden ser susceptibles de inversión por parte de las Afores.

Las monedas son un elemento muy importante de diversificación. De acuerdo con algunos estudios, los tipos de moneda son la última frontera de la diversificación dada la baja correlación que se ha observado entre las monedas y las diferentes variables que determinan el precio de los instrumentos que hoy conforman las carteras de los fondos de pensiones. Antes teníamos permitido solo invertir en papel gubernamental denominado en dólares y ahora el régimen de inversión prevé que sea en papel gubernamental y privado, en dólares, yenes y euros.

Por tipo de operaciones, antes se permitían únicamente operaciones de contado, mientras que ahora ya permitimos también en nuestro régimen de inversión, aunque no ha operado todavía en las Afores, la operación con derivados. Consideramos que, independientemente de la clase de activos de las que estamos hablando y para todas las clases de activos permitidas en un régimen de inversión, las Afores deben operar en mercados completos. Esto significa que las Afores puedan concertar operaciones de todos los tipos posibles, ya sea al contado o a través de derivados.

La operación con derivados por parte de las Afores les va a agregar una flexibilidad en el manejo de los portafolios muy importante, que les va a permitir hacer un mejor trabajo de diversificación.

Por lo que toca al riesgo de mercado, el régimen de inversión ha pasado por tres etapas. Una primera etapa donde se requería que el 65% de la cartera tuviera títulos de deuda que vencieran o cambiaran su tasa de cupón en un máximo de 182 días. Consideramos que esto era una forma ineficiente de regular a la luz de los cambios que ha habido en el mercado financiero mexicano. Hacía quizás mucho sentido hace cinco o seis años, cuando el bono más largo que teníamos a tasa fija era el de un año (el CETE de un año). Estas condiciones han cambiado y hoy en día existen bonos de hasta diez años en tasa fija y hasta treinta años en tasa real fija. Consecuentemente cambiamos de manera transitoria el régimen de inversión por una medida de duración simplificada que se llamaba Plazo Promedio Ponderado, misma que a finales del año pasado fue sustituida por una evaluación de Valor en Riesgo (VaR) y que

ha dado muy buenos resultados. Creemos que esta medida genera los incentivos adecuados entre las administradoras para manejar la volatilidad.

Cuadro N° 1
RESTRICCIONES AMPLIADAS O ELIMINADAS

Restricción	Antes	Ahora
Tipo de emisor	Gubernamental Mínimo 65%	Límites en función de la calidad crediticia
Calidad crediticia	AAA y AA	AAA, AA y A
Monedas	Dólares solo Gubernamental	Dólares, Yenes y Euros en Gubernamental y Privado
Tipo de operaciones	Contado	Contado y derivados sobre subyacentes permitidos
Riesgo de mercado	Plazo Promedio Ponderado	VaR

Una vez agotadas las oportunidades de mejorar los rendimientos esperados vía la eliminación de estas restricciones cuantitativas –a las que hay quienes les dicen draconianas–, se pueden considerar otras clases de activos siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones. Estas condiciones giran alrededor de tres aspectos:

- Las habilidades y experiencia de los manejadores de fondos en materia de inversión de los recursos.
- La infraestructura institucional en materia de inversiones y riesgos al interior de las administradoras.
- El desarrollo de los mercados financieros domésticos.

3.1. Habilidades y experiencia de los manejadores

Cuando se permite la inversión en instrumentos más volátiles, ello también tiene que venir acompañado de una mayor capacidad de las administradoras para manejar esta mayor volatilidad.

3.2. Infraestructura institucional

La infraestructura institucional se refiere a la cultura organizacional y al cumplimiento de mejores prácticas en materia de administración integral de riesgos. Nuestros lineamientos implican contar con lo siguiente:

- Un Comité de Inversiones, responsable de establecer la estrategia en materia de inversiones.
- Un Comité de Riesgos independiente que establezca límites internos y políticas. Con esto se pretende generar un contrapeso al interior de la propia organización entre las decisiones de inversión, con el objetivo de obtener mejor rendimiento y ponderarlas por la volatilidad implícita en esas decisiones de acuerdo a las clases de activo y los plazos que se permitan.
- Una Unidad de Administración Integral de Riesgos con peso en la organización, que es la unidad que hace el trabajo del día a día en materia de riesgos y que alimenta al Comité de Riesgos para que pueda tomar decisiones.
- Cumplimiento estricto de los procesos, políticas y procedimientos que se establecen en los comités de inversiones y de riesgos de las administradoras y que quedan documentados en los manuales.
- Cumplimiento de estándares mínimos en materia de inversiones y riesgo operativo. Las Afores cumplen satisfactoriamente todos los lineamientos con los que hemos trabajado en los últimos dos años y que en algunos casos están a la altura de las mejores prácticas internacionales. La finalidad es aprovechar el régimen de inversión y realizar una buena diversificación.

3.3. Desarrollo de los mercados financieros domésticos

Nosotros, como reguladores, estamos conscientes que tenemos que liberar el régimen de inversión, pero lo tenemos que hacer en paralelo al desarrollo de los mercados. Liberar el régimen de inversión mucho más allá de la capacidad de los mercados domésticos, no genera mayor valor porque simplemente no existen los instrumentos para hacer el trabajo en términos de diversificación.

Hoy en día cuando las Afores, en teoría, ya pueden tener el 100% de su cartera invertido en papeles privados, si adquirieran todos y cada uno de los papeles no gubernamentales, lo que incluye los títulos privados y las emisiones de los estados, municipios y las empresas paraestatales en el mercado doméstico, toda esta masa de

bonos alcanzaría solo para el 40% de la cartera de las Afores. Esto ilustra cómo tiene que ir la regulación en tándem con el desarrollo de los mercados financieros.

Debe existir una gama mínima de instrumentos y clases de activos. Esto con la finalidad de poder realizar una buena diversificación de las carteras. Por más que el régimen de inversión sea amplio, si no existen los instrumentos, los esfuerzos serán inútiles.

Estos instrumentos no solo deben existir sino, además, deben tener un mínimo de liquidez para que en caso que las administradoras decidan recomponer los portafolios, lo puedan hacer.

Finalmente, creemos que es necesario que existan suficientes participantes –inversionistas e intermediarios– para una adecuada formación de precios.

Si no existen estas condiciones es difícil avanzar. Sin embargo, creemos que tanto la parte de la estructura organizacional para el manejo de inversiones y riesgos, como el desarrollo de los mercados, están convergiendo hacia un nivel deseado que va en beneficio de los trabajadores porque incrementa el rendimiento.

4. AGENDA DEL RÉGIMEN DE INVERSIÓN

A mediano plazo, tenemos la intención de crear una familia de Siefores, normalmente conocida en la región como multifondos, que permita a los trabajadores escoger entre diferentes opciones de inversión de acuerdo con sus propias características y sus objetivos en términos de rendimiento.

El año anterior, el Congreso mexicano aprobó que se pueda invertir eventualmente hasta el 20% de las carteras de los fondos de pensiones en valores del extranjero. Esto con el objeto de lograr una mejor diversificación y de poder adquirir títulos que tengan una baja correlación con los instrumentos emitidos en el país.

Esto se vuelve factible a partir del 2004, por la redacción de la ley y el dictamen de las comisiones unidas que establece que la Consar se tome al menos doce meses para estudiar el tema. Creemos que, en el mejor de los casos, este tema se habrá de explorar y se someterá a consideración de los órganos de gobierno en la Consar

hasta el próximo año. El hecho de que el tema se vuelva factible el 2004 no garantiza que se tome una decisión en ese sentido precisamente el 2004, puede ser tiempo después. Nosotros consideramos que estos cambios son muy positivos, por lo que puede traer en materia de diversificación.

Otros objetivos de la Consar son eliminar los límites sectoriales, permitir a las Siefores un rendimiento adicional por prestar sus títulos (préstamo de valores) y permitir en forma gradual que puedan operar derivados de crédito para cubrir riesgos actuales o tomar posiciones.