

PORTAFOLIOS ÓPTIMOS EN PLANES DE PENSIONES OBLIGATORIOS

HAZEL MCNEILAGE¹

La organización que representamos (Principal Financial Group) opera en quince países alrededor del mundo. Manejamos activos de pensiones para clientes en Europa, Estados Unidos, Asia y América Latina. Vamos a describir brevemente algo de la experiencia que hemos adquirido en el mundo para entregar una visión interna sobre la cartera óptima para fondos de pensiones obligatorios.

En primer lugar, no creemos que exista solo una cartera óptima. Si lo hubiere, probablemente no serían necesarios análisis como el que ahora se presenta. Este estudio comprende cuatro áreas clave. La primera es la identificación de los factores que dirigen la decisión de cartera óptima, incluyendo factores relacionados al plan de pensiones específico como también los relacionados al mercado de capitales. El primero es identificar algunos factores que impulsan la decisión del portafolio óptimo, diferenciando los factores relacionados con el plan específico de inversiones de aquellos relacionados con el mercado de capitales. Segundo, una importante pregunta a responder: ¿Debe haber o no elección de cartera por los beneficiarios?. Tercero, presentamos algunas estrategias de carteras de pensión obligatorias actualmente en uso alrededor del mundo. Finalmente, hacemos algunos comentarios sobre la construcción de carteras óptimas y sacamos algunas conclusiones generales.

¹ Titulada en economía y en matemáticas de la Universidad de Lancaster, Inglaterra. Ejerce como directora ejecutiva de Inversiones en el extranjero de Principal Global Investors.

Este es tema muy desafiante, emocionante e importante. Para nosotros, desarrollar una cartera óptima es mucho más que seleccionar entre acciones y/o bonos, mucho más que solo elegir entre instrumentos financieros o hacer una llamada para comprar acciones de empresas grandes o pequeñas. Creemos que es importante tener acceso al más amplio rango de alternativas de inversión y combinarlas de manera que provean sólidos y consistentes resultados a largo plazo para quienes son parte del sistema de pensiones.

1. Factores que orientan la decisión de cartera óptima

Demos un vistazo a factores que impactan en la composición de carteras óptimas. Primero, la función del plan de pensiones en el sistema de retiro a nivel nacional. ¿Es el sistema de pensiones la mayor fuente de beneficios de retiro? ¿Cuán amplia es su cobertura? ¿Cuál es el impacto del desempeño del plan en otros beneficios gubernamentales?.

En segundo lugar, el diseño del plan también es muy importante: ¿hay beneficios o aportes definidos o alguna otra especie de híbrido?. La pregunta clave es ¿cuánto pueden retirar los beneficiarios del sistema previo a su retiro como, por ejemplo, lo permite el sistema de retiro en Singapur, donde los beneficiarios pueden usar sus fondos para fines de salud a través de su vida?. Esto tiene un impacto significativo en términos de horizonte de tiempo y necesidades de liquidez. Otro aspecto importante a considerar (aquí se han detectado diferencias significativas de un país a otro) es ¿qué pasa cuando un beneficiario se retira? ¿Existen anualidades obligatorias, retiros programados o, en países como Australia, es una práctica estándar que el beneficiario tome todo de una vez y luego decida la mejor forma de invertirlo? Revisemos algunos de los factores que van a influenciar el tipo de carteras óptimas.

La extensión y naturaleza de cualquier garantía bajo el plan son también relevantes, como lo son la demografía de sus miembros, incluyendo en particular su distribución por edad y si su plan es abierto o cerrado a nuevos miembros.

La naturaleza de los mercados de capitales disponibles también juegan un rol significativo en el diseño de una cartera óptima. El escenario del mercado de capitales es diferente en cada país, y más aún el marco regulatorio en el cual cada fondo de pensión opera. Las consideraciones del mercado local de bonos incluyen: i) el rango y calidad del crédito de los emisores, ii) tamaño y liquidez, iii) tipo de valores disponibles (incluyendo específicamente la disponibilidad de valores a tasa real), y iv) el rango disponible de vencimientos. Las consideraciones del mercado local de acciones incluyen tamaño y liquidez, transparencia y composición del sector. Creemos que es muy beneficioso que en cada país esté disponible el mayor rango de oportunidades de inversión para los fondos de pensiones, dentro de un esquema prudente.

Abogamos por permitir la inversión externa sin limitaciones. Nuestra marcada preferencia sería permitir inversiones no solo en acciones y bonos tradicionales, sino que también en instrumentos necesarios para llevar a cabo varios tipos de estrategias absolutas de rendimiento, en bienes raíces (públicos o privados), infraestructura, *private equity*, etc. Creemos que esto es particularmente importante en el largo plazo para brindar altos niveles de retorno a los beneficiarios sobre una base robusta y sostenida. Claramente, también es muy importante la cantidad de personas involucradas.

2. ¿Debe haber o no alternativas de cartera de inversión por parte de los beneficiarios?

En esencia, otorgar al beneficiario alternativas de inversión hace posible permitir diferencias entre los beneficiarios en términos de: i) apetito de riesgo, ii) horizontes de tiempo, iii) propensión a supervisar sus inversiones, y iv) posición financiera general.

Es importante notar que cuando el plan incluye algún tipo de garantía, la provisión de alternativa de cartera de inversión por los beneficiarios debe ser particularmente cuidadosa, ya que a través de ella puede proveer al beneficiario una opción gratis. Déjenme llevar esta pregunta de opciones al marco de un plan de

pensiones obligatorio. Claramente, cuando existe algún tipo de garantía en el plan, las elecciones deben considerarse con mucho cuidado o, potencialmente, deben entregar a sus miembros una elección libre.

Los beneficiarios de los planes pueden ser perfilados bajo tres categorías. La primera consiste en individuos que tienen el conocimiento, nivel de interés y tiempo disponible para enfocarse en manejar su programa de inversiones de retiro. En general este es un grupo minoritario, particularmente cuando el plan está recién comenzando. El segundo grupo, típicamente mucho mayor, se compone de individuos, quienes pueden tener algún grado de conocimiento en inversiones pero que no desean estar realmente involucrados; con la información correcta, ellos se sentirían probablemente muy cómodos, por ejemplo, tomando opciones amplias en términos de nivel de riesgo. Finalmente, el tercer grupo, aparentemente el más amplio en la mayoría de los países, se compone por individuos que no se sienten cómodos tomando decisiones de ningún tipo, ya que no tienen el conocimiento ni el deseo de hacerlo. ¿Qué podemos concluir, con esto, sobre las elecciones en un plan obligatorio? Creemos que esto nos dice tres cosas importantes. En breve, la opción permite construir diferencias entre participantes con respecto a i) apetitos de riesgo, ii) horizontes de tiempo, iii) tendencia a supervisión de la inversión, y iv) posición financiera general.

Primero, si las alternativas de inversión van a ser ofrecidas, debe haber una opción por defecto, cuidadosamente diseñada. Por ejemplo, debe haber una opción en la cual si alguien no desea tomar ninguna opción específica, exista una estrategia automática que se aplique. No creemos que esta opción por defecto deba ser necesariamente una opción muy conservadora, como es frecuentemente el caso. Estadísticas en Estados Unidos muestran que si un marido y su esposa tienen 60 años, existe al menos un 50% de probabilidades de que uno de ellos alcance la edad de 90 años. Si se utiliza la opción por defecto, entonces incluso para individuos que están más avanzados en sus carreras, la estrategia apropiada debe ser cuidadosamente analizada y no necesariamente debe ser demasiado conservadora.

En segundo lugar, dirigir las necesidades de quienes se sienten cómodos tomando amplias opciones en términos de niveles de riesgo. Creemos que es importante tener un limitado número de opciones esenciales cuidadosamente diseñadas, que se diferencien en la relación riesgo/retorno.

Finalmente, respecto al primer grupo, esos individuos que desean tomar un rol activo en el manejo de su cartera, se les debe ofrecer un amplio rango de opciones de inversión para darles la oportunidad de personalizar su cartera de acuerdo a sus necesidades específicas.

Volviendo a las principales alternativas u opciones que se desean entregar a los usuarios, algo que se ha vuelto muy popular, en países como Estados Unidos, son las carteras orientadas a una fecha objetivo, aproximando la fecha de retiro. Bajo estas carteras de fechas objetivo se emplea una estrategia diversificada, y la asignación de activos es manejada para volverse más conservadora a medida que se acerca el vencimiento. Principal Financial Group es el proveedor más grande de fondos corporativos de pensiones en Estados Unidos (401K), medido en términos de número de clientes, y creemos que es este tipo de opción (fecha objetivo) lo que muchos inversionistas están buscando. Creemos que este tipo de cartera puede ser de interés también en América Latina.

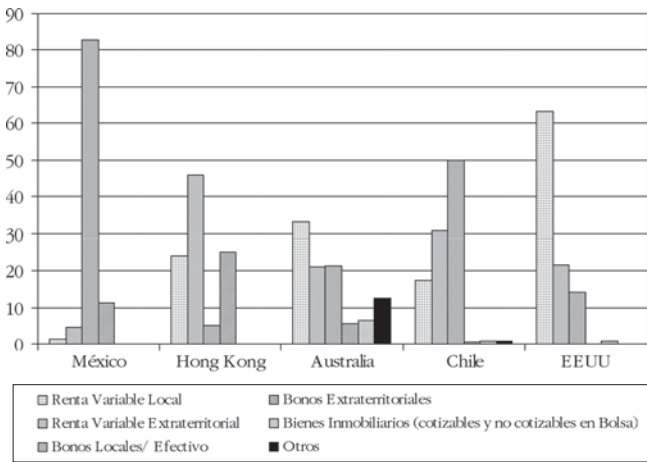
3. Carteras de pensiones típicas alrededor del mundo

Creemos que es útil destacar algunos puntos en términos de la asignación típica de los activos de planes de pensiones en varios países alrededor del mundo. El Gráfico N° 1 muestra la asignación típica de activos en ciertos países. Por favor nótese que lo que hemos expuesto sobre Estados Unidos corresponde al sistema 401K, el cual no es obligatorio. Sin embargo, los otros países expuestos muestran sus planes obligatorios. En el mismo gráfico se muestran divergencias muy significativas en las estrategias típicas entre países. Creo, también, que los ejemplos mexicano y chileno tienen, claramente, un foco muy amplio en bonos e inversiones más locales. Las posiciones de Chile y México tienen una alta concentración en bonos e inversiones locales. Creemos que la experiencia australiana es de

particular interés ya que existe un notable grado de diversificación; adicionalmente a acciones y bonos tradicionales, las asignaciones en Australia son típicamente en bienes raíces y en una variedad de otras estrategias que pueden incluir estrategias de retornos absolutos. Existe además un grado de exposición externa. Creemos que otros países pueden de igual forma seguir en esta dirección.

Gráfico N° 1

CARTERAS TÍPICAS DE PENSIONES ALREDEDOR DEL MUNDO



Fuente: Principal AFORE, MPF Schemes Statistical Digest, APRA Annual Statistics, Principal Chile.

4. Temas claves en la construcción de carteras de pensión obligatorias óptimas

Según nuestra mirada, la clave en la construcción de carteras óptimas para planes de pensión es la diversificación. Creemos que esto es fundamental para el éxito. La diversificación en variables como geográficas, por moneda, por tipo de activos, por sector y sub-sector, por estilo de manejo, y entre estrategias tradicionales de retorno y absolutas. La importancia de la diversificación ilustrada en el Cuadro N° 1 muestra el desempeño año a año de las clases de mayores activos en los cuales los fondos de pensiones de Estados Unidos tienden a invertir y sus *rankings*. Como se observa en este

Cuadro, el mejor desempeño por clase de activo en un año puede ser el peor desempeño del año siguiente.

La diversificación hacia clases de activos no tradicionales es particularmente efectiva para mejorar el perfil general de riesgo/retorno del fondo. Las clases de activos no tradicionales incluyen estrategias de retornos absolutos. Los grandes fondos de pensión en mercados desarrollados están viendo en forma creciente las estrategias de retornos absolutos como parte importante de sus estrategias generales.

El análisis ahora es comprender algunos puntos claves en la construcción de carteras óptimas. Creemos que la diversificación es fundamental, ya sea geográfica y en moneda, por clases de activos, sector y subsector, por estilo de gerencia, o por estrategias de retorno absoluto. Otros ejemplos de clases de activos no tradicionales que históricamente han otorgado una diversificación atractiva y características de retorno incluyen los valores preferentes y bienes raíces.

Cuadro N° 1
TASA DE RETORNO POR TIPO DE ACTIVOS 1991-2005

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Retorno Anualizado 1991-2005 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|------------------------------|
| Crecimiento Capital Grande | 6 | 10 | 11 | 4 | 2 | 2 | 4 | 1 | 4 | 10 | 11 | 11 | 9 | 11 | 8 | 8 |
| | 41.27% | 4.99% | 2.87% | 2.62% | 37.18% | 23.12% | 30.48% | 38.71% | 33.16% | -22.42% | -20.42% | -27.88% | 29.73% | 6.30% | 5.26% | 9.80% |
| Valor Capital Grande | 9 | 5 | 5 | 7 | 1 | 3 | 1 | 5 | 7 | 6 | 8 | 8 | 8 | 6 | 7 | 4 |
| | 24.55% | 13.58% | 18.07% | -1.97% | 38.33% | 21.64% | 33.18% | 15.63% | 7.34% | 7.01% | -5.99% | -15.52% | 30.03% | 16.49% | 7.02% | 13.16% |
| Crecimiento Capital Medio | 3 | 7 | 9 | 9 | 4 | 6 | 5 | 3 | 2 | 8 | 10 | 10 | 4 | 7 | 4 | 5 |
| | 47.03% | 8.71% | 11.19% | -2.16% | 33.98% | 17.48% | 23.34% | 17.86% | 51.29% | 11.23% | 20.18% | 27.41% | 42.72% | 13.48% | 13.42% | 12.33% |
| Valor Capital Medio | 7 | 2 | 7 | 8 | 3 | 5 | 2 | 7 | 9 | 3 | 6 | 6 | 6 | 3 | 6 | 2 |
| | 37.92% | 21.68% | 19.62% | -2.13% | 34.93% | 20.26% | 34.37% | -3.08% | -0.11% | 19.18% | 2.33% | -9.64% | 38.00% | 23.70% | 11.60% | 15.94% |
| Crecimiento Capital Pequeño | 2 | 8 | 8 | 10 | 5 | 8 | 8 | 9 | 3 | 11 | 9 | 12 | 2 | 9 | 10 | 9 |
| | 51.18% | 7.77% | 13.37% | -2.44% | 31.04% | 11.26% | 13.99% | 1.23% | 43.09% | -22.43% | -9.23% | -30.26% | 48.54% | 14.31% | 4.12% | 9.17% |
| Valor Capital Pequeño | 5 | 1 | 3 | 6 | 6 | 4 | 3 | 10 | 11 | 2 | 1 | 7 | 3 | 4 | 9 | 1 |
| | 41.70% | 29.15% | 23.77% | -1.99% | 25.79% | 21.37% | 31.78% | -6.45% | -1.49% | 22.43% | 14.02% | -11.43% | 46.03% | 22.25% | 4.71% | 18.23% |
| Internacional | 11 | 12 | 2 | 1 | 10 | 10 | 11 | 2 | 5 | 9 | 12 | 9 | 5 | 5 | 3 | 12 |
| | 12.13% | 12.18% | 32.57% | 7.78% | 11.21% | 6.02% | 1.78% | 20.80% | 28.96% | 14.17% | -21.61% | 43.94% | 18.99% | 20.23% | 13.54% | 6.99% |
| Mercados Emergentes | 1 | 6 | 1 | 12 | 11 | 12 | 12 | 1 | 12 | 7 | 5 | 1 | 2 | 1 | 6 | 6 |
| | 59.91% | 11.49% | 74.83% | -7.31% | -5.20% | 6.03% | 11.58% | 23.34% | 66.41% | -30.61% | -2.49% | -6.03% | 56.26% | 25.93% | 34.00% | 11.84% |
| Bonos Medulares | 10 | 9 | 10 | 11 | 8 | 12 | 10 | 6 | 10 | 5 | 3 | 1 | 12 | 12 | 12 | 11 |
| | 16.00% | 7.40% | 9.75% | -2.92% | 18.46% | 3.64% | 9.64% | 8.70% | -0.82% | 11.63% | 8.43% | 10.26% | 4.10% | 4.34% | 2.43% | 7.28% |
| Bonos de Alta Rentabilidad | 4 | 3 | 6 | 5 | 7 | 7 | 9 | 8 | 8 | 7 | 5 | 4 | 10 | 10 | 11 | 7 |
| | 46.18% | 15.73% | 17.12% | -1.03% | 19.17% | 11.39% | 12.70% | 1.87% | 2.39% | -5.86% | 5.28% | -1.36% | 28.97% | 11.13% | 2.74% | 10.39% |
| Títulos Hipotecarios | 8 | 4 | 4 | 3 | 9 | 1 | 6 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 7 | 1 | 5 | 3 |
| | 35.70% | 14.59% | 19.69% | 3.17% | 15.27% | 35.23% | 20.26% | -17.50% | -4.62% | 26.37% | 13.93% | 3.82% | 37.13% | 31.38% | 12.16% | 15.38% |
| Bienes Directos | 12 | 11 | 12 | 2 | 11 | 9 | 7 | 4 | 6 | 4 | 4 | 2 | 11 | 8 | 2 | 10 |
| | -3.96% | -4.26% | 1.38% | 6.39% | 7.54% | 10.31% | 13.91% | 16.24% | 11.36% | 12.24% | 7.28% | 6.74% | 8.99% | 14.32% | 20.06% | 8.23% |

Past performance is not a reliable indicator of future performance. The indexes are unmanaged and do not take transaction charges into consideration. It is not possible to invest directly in an index.
Fuente: Principal Global Investors

Otros temas claves en la construcción de carteras óptimas se pueden resumir a continuación

- Mucho se ha escrito sobre la importancia de ganar orientación de mercado *versus* el valor agregado del manejo de activos. La forma en que los inversionistas sofisticados han comenzado a tratar este tema es separar la orientación de mercado (beta) del valor agregado (alpha). Ellos buscan ganar orientación de mercado a precios muy reducidos y están dispuestos a pagar por un valor agregado sostenido.
- Creemos que es esencial estar enfocado en generar un desempeño fuerte y sostenido en el largo plazo. Un aspecto clave de esto es tener los controles de riesgo adecuados. No es claro si el VaR es realmente una buena herramienta de manejo de riesgo a largo plazo.
- La alternativa de administradores de activos de pensión es muy importante. Contrastando con la visión de algunos expositores previos, creemos que es muy posible elegir administradores que sean capaces de otorgar un desempeño consistente y competitivo. Los atributos que caracterizarán a estos administradores son: racionales, disciplinados, con base en los fundamentos financieros, con control de los riesgos, sin conflictos de interés, con fuerte cultura fiduciaria y con un proceso robusto y repetible de inversión apoyado por los recursos necesarios.

Conclusión

Para cerrar quiero decir que este es un tema fascinante y vitalmente importante; esta es una jornada no el fin del juego. La estrategia óptima para fondos de pensiones continuará evolucionando así como el mercado de capitales lo seguirá haciendo. Todos debemos jugar nuestro papel en la explotación de estas oportunidades; nunca olvidemos, por supuesto, que el objetivo final es hacer nuestro mejor esfuerzo para nuestros beneficiarios finales, los afiliados a los planes de pensiones.