

RETORNOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES: EL CASO DE EUROPA CENTRAL Y DEL ESTE

DARIUSZ STAŃKO ¹

1 Dariusz Stańko posee el título de Master of Arts (M.A.) en Finanzas y Banca y Philosophy Doctor (Ph.D.) en Economía de la Escuela de Economía de Varsovia en Polonia, así como un Ph.D. en Economía de la Universidad de Osaka en Japón. Dariusz fue Consultor para el Presidente de la Cámara Polaca de Fondos de Pensiones entre julio de 2004 y febrero de 2008 y posteriormente pasó a ser Director del Departamento de Análisis y Pronósticos Económicos del Ministerio Polaco del Trabajo y Políticas Sociales hasta 2009. Dariusz también ha trabajado como Profesor Asistente en la Escuela de Economía de Varsovia desde 1996.

INTRODUCCIÓN

Este estudio analiza el tema de los retornos de los fondos de pensiones en el caso de Europa Central y del Este. El propósito de este análisis es discutir cómo ha sido el desempeño de las inversiones de los fondos de pensiones de nuestra región, es decir, de Europa Central y del Este, y además encontrar las posibles explicaciones para dichos resultados. La pregunta más importante en este contexto hoy es si se han cumplido las expectativas para los sistemas de pensiones de capitalización individual.

Los datos presentados se obtuvieron por intermedio de los miembros del Grupo Sofía, así como de algunos otros países y varias instituciones, a quienes aprovecho de agradecer su colaboración. El análisis incluye algunos sistemas seleccionados de pensiones obligatorios de Europa Central y del Este, pero puesto que también se cuenta con información sobre los fondos de pensiones voluntarios en Rumania y República Checa, también se ha intentado dar una idea de los resultados de sus inversiones. Nos concentramos en las tasas de retorno promedio y en los resultados “semi brutos” de la inversión. Esto significa que, al calcularlos, se tomó en cuenta las comisiones de administración pero no el efecto de las comisiones iniciales (“upfront fees”). El horizonte de los cálculos cubre el comienzo de actividades de un sistema de pensiones en particular hasta fines de febrero de 2009. También se analizarán los resultados del año 2008 como un caso especial, en el contexto de la crisis financiera actual.

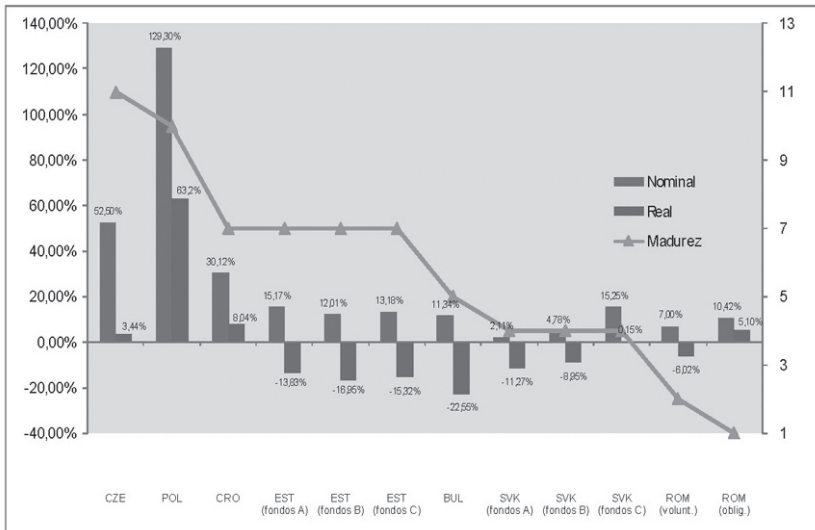
I. Los retornos a fines de febrero de 2009

La información a fines de febrero de 2009 muestra que todos los países tienen tasas nominales de retorno positivas. Sin embargo, si miramos las tasas de retorno reales (ver Figura 1), hay valores positivos solamente para un pequeño

grupo de países, específicamente Polonia, Croacia y República Checa. La Figura 1 presenta las tasas de retorno nominales y reales así como la madurez de cada sistema. Los dos países con los mayores vencimientos, como Polonia (que ha estado operando por 10 años) y República Checa (11 años), tienen tasas de retorno reales y nominales positivas. Las tasas de retorno reales de los otros países (cuando se descuenta la inflación) son desafortunadamente negativas – a pesar de que estos países presentan retornos nominales positivos.

Podemos especular que esta situación es la consecuencia de la crisis financiera actual, el desastre o la “tormenta perfecta”, como algunos dicen. Sin embargo, parece haber otro factor que se debería considerar. En estos países simplemente no hubo suficiente tiempo para acumular reservas para un impacto financiero como éste, de manera que otra explicación de sus resultados de inversión podría ser la corta madurez de dichos sistemas. Un examen más acucioso de la asignación de activos en los países seleccionados muestra que en países como Estonia y Rumania los activos fueron asignados a fondos de pensiones bastante conservadores.

FIGURA 1
RETORNOS REALES ACUMULADOS A FEB. 2009 VS. MADUREZ DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES



NOTAS:
 [1] CZE=REPÚBLICA CHECA; POL=POLONIA; EST=ESTONIA; BUL=BULGARIA; SVK=ESLOVAQUIA; ROM= RUMANIA.
 [2] LAS LETRAS A, B Y C REPRESENTAN LOS MULTIFONDOS DE PORTAFOLIOS AGRESIVOS, BALANCEADOS Y CONSERVADORES, RESPECTIVAMENTE.
 [3] LOS DATOS DE POLONIA FUERON TOMADOS DE LA AUTORIDAD POLACA DE SUPERVISIÓN FINANCIERA (KNF, WWW.KNF.GOV.PL).
 FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

El Cuadro 1 muestra la volatilidad de los retornos para el período antes “de la tormenta” y para todo el horizonte de cálculos. El año 2008 fue un momento notable. La volatilidad, medida en términos de desviación estándar, así como la relación entre la desviación estándar y las tasas de retorno promedio, se duplicaron o triplicaron en comparación con el horizonte de cálculo anterior.

CUADRO 1
VOLATILIDAD DE LOS RETORNOS DE FONDOS DE PENSIONES

País	Período desde	Volatilidad mensual de los retornos			
		Desviación estándar (en pp)		Coeficiente anualizado de variación	
		Hasta 2007	Hasta Feb. 09	Hasta 2007	Hasta Feb. 09
Bulgaria	Julio 2004	1,33	2,15	0,434	1,230
Croacia	Enero 2003	2,78	2,67	1,796	3,104
Rep. Checa (anual)	Enero 1998	1,57	1,83	0,630	0,470
Eslovaquia - Fondos A	Abril 2005	0,42	0,11	0,348	0,546
Eslovaquia - Fondos B	Abril 2005	0,34	0,18	0,291	0,439
Eslovaquia - Fondos C	Abril 2005	0,38	0,11	0,071	0,467
Rumania (oblig.)	Junio 2008	-	0,77	-	0,243
Rumania (volunt.)	Diciembre 2006	-	1,14	-	0,983
Polonia – Datos KNF	Mayo 2002	2,04	2,38	0,597	1,226
Polonia – Todos los fondos	Junio 1999	2,16	2,36	0,613	0,941
Polonia – Fondos subsistentes	Junio 1999	2,21	2,57	0,623	1,019

NOTA: LAS LETRAS A, B Y C REPRESENTAN LOS MULTIFONDOS DE PORTAFOLIOS AGRESIVOS, BALANCEADOS Y CONSERVADORES, RESPECTIVAMENTE.
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

También es interesante notar que Polonia y Croacia han tendido a tener una exposición bastante importante a las acciones, al menos en comparación con otros países de la región². Por otra parte, la inversión en acciones de la industria checa de pensiones – que registró una tasa de retorno real muy pequeña – fue muy baja. Esto dice relación con la naturaleza de los fondos de pensiones checos. Ellos se asemejan mucho más a las mutuales de seguros de vida que a los mecanismos típicos de ahorro. Su asignación de activos es, por definición,

- 2 Respecto de Polonia, la exposición a acciones de los fondos de pensiones abiertos (OFEs) durante el período 2000-2008 osciló en aproximadamente el 30% de la cartera y desde mayo de 2005 comenzó a aumentar hasta mayo de 2007, cuando las tenencias accionarias llegaron a un máximo de 38,6% de la cartera. Posteriormente, la composición accionaria de la cartera disminuyó a 21% en diciembre de 2008.

bastante conservadora y el procedimiento de reparto de utilidades reduce también los posibles resultados que pueden obtener los pensionados.

El Cuadro 2 muestra el excedente mensual: la diferencia mensual promedio entre lo que obtuvieron los fondos de pensiones y lo que podría resultar de la ingenua estrategia de acumulación de los títulos al invertir dinero en un índice. Los excedentes mensuales son positivos. No obstante, lo que realmente sucedió en 2008 fue un momento de desastre total en que los índices de algunas bolsas de comercio cayeron entre 50% y 70% en términos nominales (ver Figura 2). Esta situación no tuvo que ver con las peculiaridades de la región de Europa Central y del Este, sino que fue un fenómeno común y mundial, lo que puede servir simplemente como un tipo de consuelo.

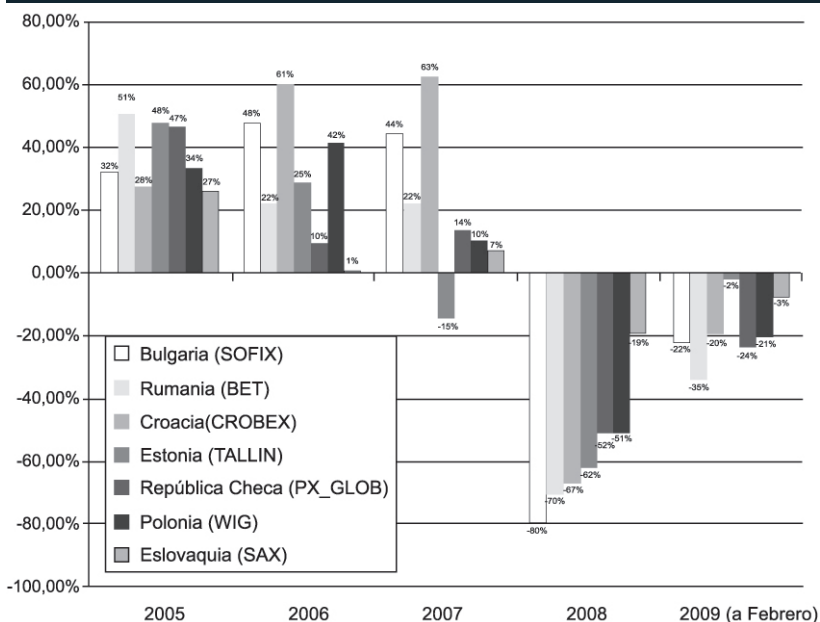
CUADRO 2
COMPARACIÓN CON LOS MERCADOS BURSÁTILES

País	Período desde	Índice	Excedente mensual
Bulgaria	Julio 2004	SOFIX	0,727
Croacia	Enero 2003	CROBEX	0,429
República Checa (anual)	Enero 1998	PX-GLOB	0,543
Eslovaquia Fondos A	Abril 2005	SAX	0,588
Eslovaquia Fondos B	Abril 2005	SAX	0,642
Eslovaquia Fondos C	Abril 2005	SAX	0,842
Rumania obligatorio	Junio 2008	BET	11,027
Rumania voluntario	Diciembre 2006	BET	7,943
Polonia – Datos KNF	Mayo 2002	WIG	0,543
Polonia – Todos los fondos	Junio 1999	WIG	0,718
Polonia – Fondos subsistentes	Junio 1999	WIG	0,724

NOTA: LAS LETRAS A, B Y C REPRESENTAN LOS MULTIFONDOS DE PORTAFOLIOS AGRESIVOS, BALANCEADOS Y CONSERVADORES, RESPECTIVAMENTE.

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 2
ÍNDICES DEL MERCADO BURSÁTIL EN PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y DEL ESTE



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

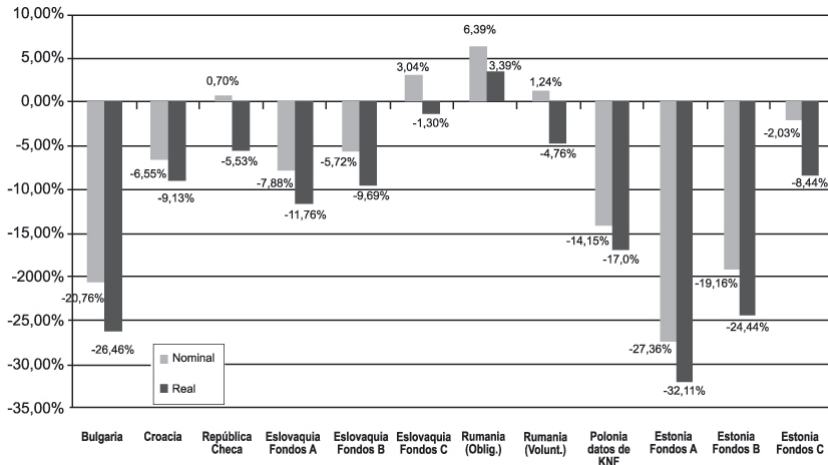
II. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LA INDUSTRIA DE FONDOS DE PENSIONES

i) Retornos de la inversión

La Figura 3 muestra lo que sucedió con las industrias de pensiones en el 2008 en términos nominales y reales³. Como se puede apreciar, los países de Europa Central y del Este experimentaron pérdidas enormes. Las únicas excepciones a este caso fueron los fondos de pensiones de Rumania y Eslovaquia.

3 El Fondo A representa el fondo más agresivo, el Fondo B es el balanceado y el Fondo C el más conservador.

FIGURA 3
DESEMPEÑO DE FONDOS DE PENSIONES SELECCIONADOS DE EUROPA CENTRAL Y DEL ESTE EN EL 2008



NOTA: LAS LETRAS A, B Y C REPRESENTAN LOS LLAMADOS MULTIFONDOS DE PORTAFOLIOS AGRESIVOS, BALANCEADOS Y CONSERVADORES, RESPECTIVAMENTE.
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

El Cuadro 3 muestra que antes de la crisis financiera, la mayoría de los fondos de pensiones seguían estrategias de inversión bastante conservadoras, si se medían en una forma muy simple pero informativa, es decir, en base a su exposición a las acciones. La tenencia de acciones en la mayoría de estos países muy rara vez superó el 20%.

Como ya se mencionó, los sistemas de Polonia, Bulgaria y Croacia representan un grupo con políticas de inversión algo más agresivas. El riesgo asumido por las administradoras de fondos de pensiones en diversos países con respecto a la volatilidad de los mercados accionarios, es decir, sus valores Beta⁴, no es de tanta magnitud. Nuevamente, Polonia se caracteriza por betas relativamente altos, mientras que otros países siguieron una estrategia muy conservadora con bajas inversiones en acciones.

4 El coeficiente Beta en términos de finanzas e inversiones es una medida del riesgo sistemático de una acción o cartera. Cuantifica la volatilidad relativa en relación con el mercado total, que se define como con un beta de 1,0.

CUADRO 3
POLÍTICA Y LÍMITES DE INVERSIÓN: IMPACTO EN LOS RESULTADOS DE LAS PENSIONES

País	Índice	Período desde	Beta	Tenencias accionarias aproximadas en 2007	Límites legales para la inversión en acciones en 2007
Bulgaria	SOFIX	Julio 2004	0,150	30%	20% +5%
Croacia	CROB	Mayo 2002	0,131	> 15%	30%
Eslovaquia - Fondos A	SAX	Abril 2005	0,078	14-20%	80%
Eslovaquia - Fondos B	SAX	Abril 2005	0,064	11-16%	50%
Eslovaquia - Fondos C	SAX	Abril 2005	0,004	0%	0%
Rumania (Oblig.)	BET	Junio 2008	0,001	10%	50% +5%
Rumania (Volunt.)	BET	Diciembre 2007	0,001	-	50% +5%
Polonia – Datos de KNF	WIG	Mayo 2002	0,316	35-40%	40% +20%
Polonia – Todos los fondos	WIG	Junio 1999	0,302		
Polonia – Fondos subsistentes	WIG	Junio 1999	0,302		

Nota: El límite de Bulgaria para las acciones representa 3 categorías de acciones: acciones de empresas que invierten en bienes raíces (limitadas a 5%), acciones de esquemas colectivos de inversión – fondos mutuos o sociedades de inversión (15%) y otras acciones (20%). Estos 3 tipos de acciones tuvieron su punto más alto el 30 de septiembre de 2007 cuando llegaron a 31,49% de la cartera. Debido a la rápida alza de los índices de la bolsa de comercio búlgara durante los años anteriores a esta fecha, unos pocos fondos de pensiones se encontraron transgrediendo el límite de 20% y tuvieron 3 meses para volver a acatarlo.

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

ii) Índices de Sharpe

Naturalmente, calcular los retornos de la inversión no es la única forma de analizar el desempeño de los sistemas de pensiones. Siguiendo el planteamiento de los profesores Eduardo Walker y Augusto Iglesias a continuación se calcula la versión modificada de los índices de Sharpe⁵. El índice de Sharpe es una medida que toma en cuenta el riesgo asumido por determinadas instituciones de inversión. Por ende, básicamente es la medida de la evaluación del desempeño ajustado por riesgo. Los índices de Sharpe calculados hasta fines

5 El índice de Sharpe es una medida del exceso de retorno (o premio por riesgo) por unidad de riesgo en un activo de inversión o una estrategia de transacción. Se define como: $s = \frac{R - R_f}{\sigma}$ donde R es el retorno del activo, R_f es el retorno de un activo de referencia (benchmark), tal como una tasa de retorno libre de riesgo y σ es la desviación estándar del exceso de retorno del activo.

de febrero de 2009 (ver Cuadro 4) arrojaron valores negativos en la mayoría de los países analizados al compararlos con las tasas locales de corto plazo, como por ejemplo WIBOR, ZIBOR o TALIBOR⁶. Por otra parte, los valores de Sharpe fueron negativos al usar las tasas de retorno de la inversión en bonos locales, o en bonos estadounidenses de largo plazo como referencia. Un valor negativo de los índices de Sharpe no es realmente una información que se pueda interpretar. Simplemente indica que algo anda mal con la eficiencia de la inversión o que el ambiente de las tasas de interés no es típico. En este contexto particular, los valores calculados no confirman que la estrategia de inversión fue inadecuada, puesto que se debe tomar en cuenta el caso extraordinario de la crisis financiera del 2008.

Si reducimos el horizonte de cálculo hasta fines de 2007 (ver Cuadro 5), que es más o menos el momento en que la situación en el mercado bursátil todavía era estable, podemos observar que los índices de Sharpe cambian muy drásticamente. En general, las estrategias de inversión de los fondos de pensiones en términos ajustados por riesgo tendieron a ser mucho más eficientes que la inversión en bonos domésticos estatales o bonos estadounidenses de largo plazo no cubiertos. El último escenario hipotético (“bonos estadounidenses no cubiertos”) asume que el ahorro de pensiones es invertido en dólares de EE.UU. y es mantenido. El valor de la cartera, por lo tanto, depende del tipo de cambio vigente de la moneda local.

Los índices de Sharpe fueron positivos en casi todos los casos cuando las carteras de pensiones tomaron como benchmark las tasas locales de corto plazo, con la excepción de Croacia y República Checa. Al comparar éstas con los bonos estadounidenses de largo plazo que tienen el riesgo de moneda cubierto, los índices de Sharpe fueron muy positivos en todos los países analizados, salvo en Eslovaquia y Croacia.

6 *WIBOR es la tasa interbancaria ofrecida en Varsovia, ZIBOR la tasa interbancaria ofrecida en Zagreb, y TALIBOR la tasa interbancaria ofrecida en Tallin.*

CUADRO 4
INDICES DE SHARPE ANUALIZADOS HASTA FINES DE FEBRERO DE 2009

País	Fecha de inicio sistema	Tasas locales de corto plazo	Tasas de retorno de los Bonos locales	Bonos estadounidenses de largo plazo (cubiertos)	Bonos estadounidenses de largo plazo (no cubiertos)
Bulgaria	Julio 2004	-0,212	No hay	-0,468	-0,326
Croacia	Enero 2003	-0,304	0,539	-0,292	0,047
República Checa (anual)	Enero 1998	-0,265	No hay	No hay	No hay
Eslovaquia Fondos A	Abril 2005	-0,989	-0,577	-0,625	-0,098
Eslovaquia Fondos B	Abril 2005	-0,956	-0,494	-0,580	-0,065
Eslovaquia Fondos C	Abril 2005	-0,169	-0,001	-0,386	0,077
Rumania obligatorio	Junio 2008	-0,766	0,034	-0,361	-3,445
Rumania voluntario	Dic. 2006	-1,718	-0,873	-0,380	0,588
Polonia – KNF	Mayo 2002	0,122	-0,087	-0,117	-0,058
Polonia – todos los fondos	Junio 1999	-0,010	-0,054	0,049	0,034
Polonia – fondos subsistentes	Junio 1999	-0,002	-0,041	0,052	0,843

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

CUADRO 5
INDICES DE SHARPE ANUALIZADOS HASTA FINES DE DICIEMBRE DE 2007

País	Fecha de inicio sistema	Tasas locales de corto plazo	Tasas de retorno de los Bonos locales	Bonos estadounidenses de largo plazo (cubiertos)	Bonos estadounidenses de largo plazo (no cubiertos)
Bulgaria	Julio 2004	1,618	No hay	0,391	0,729
Croacia	Enero 2003	-0,021	0,617	-0,081	0,543
República Checa (anual)	Enero 1998	-0,154	No hay	No hay	No hay
Eslovaquia Fondos A	Abril 2005	0,450	0,436	-0,292	0,672
Eslovaquia Fondos B	Abril 2005	0,473	0,424	-0,311	0,667
Eslovaquia Fondos C	Abril 2005	0,518	0,334	-0,387	0,642
Rumania obligatorio	Junio 2008	No hay	No hay	No hay	No hay
Rumania voluntario	Dic. 2008	No hay	No hay	No hay	No hay
Polonia – KNF	Mayo 2002	0,881	0,679	0,340	0,719
Polonia – todos los fondos	Junio 1999	0,405	0,401	0,398	0,577
Polonia – fondos subsistentes	Junio 1999	0,404	0,401	0,400	1,604

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

La comparación de ambos cuadros muestra que cuando el análisis cubre hasta febrero de 2009 (ver Cuadro 4), las estrategias de los fondos de pensiones parecen mucho peores que las llamadas estrategias libres de riesgo, pero al excluir el efecto de la crisis financiera (ver Cuadro 5), en la mayoría de los casos los fondos de pensiones generaron un valor agregado.

iii) Retornos reales acumulados para diversos cohortes

Otro tipo de análisis se puede realizar calculando la tasa de retorno real para un afiliado en particular (ver Figuras 4 - 15). Supongamos que un individuo ingresó a un fondo de pensiones en enero de 2003. El retorno acumulado para este individuo será el cambio en las unidades de inversión entre enero de 2003 y el momento actual.

Los cálculos muestran que las tasas de retorno reales para cada grupo han sido mayormente negativas en todos los países, salvo en Polonia. En este caso, dichas tasas son positivas para todos los individuos que se afiliaron al sistema obligatorio de pensiones en el 2005 o antes (ver Figura 12).

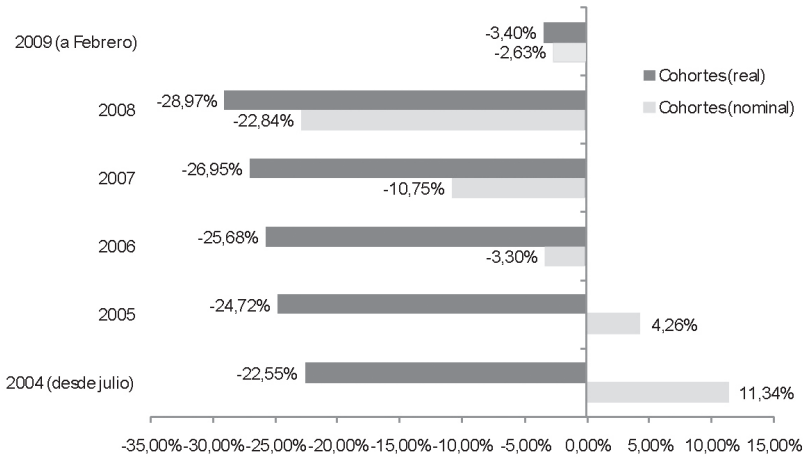
Los mismos resultados se obtienen en el sistema obligatorio de pensiones de Rumania (ver Figura 10) y en el sistema voluntario de pensiones de República Checa (ver Figura 6), siempre que los ahorrantes hayan ingresado al sistema en el 2003 o antes. Sin embargo, al mirar las cohortes más recientes, la situación naturalmente se vuelve más sombría ya que las mayores pérdidas fueron experimentadas por la cohorte que se incorporó en el 2009. Estos afiliados ingresaron a los sistemas de capitalización individual en un muy mal momento. Respecto de la cohorte del 2008, se pueden ver resultados que fluctúan entre -30% y -25%. Esto se presenta en los fondos agresivos y balanceados de Estonia (ver Figuras 13 y 14), en los fondos de pensiones de Bulgaria (ver Figura 4) y también de Polonia (ver Figura 12).

Este documento también pone énfasis en el llamado “grupo promedio”, para el cual los resultados no fueron tan malos. Este grupo incluye a Croacia y a los fondos agresivos de Eslovaquia (ver Figuras 5 - 7). Lo interesante es la situación de las personas que ingresaron al sistema en el 2008 y ahorraron en fondos conservadores, pues ellas también experimentaron pérdidas en términos reales, por lo que podríamos decir que estar en los fondos conservadores por un corto plazo en el 2008 no fue de gran ayuda.

Ahora, miremos las cohortes iniciales de 1998 y 1997. Ellas se las arreglaron para acumular suficientes activos de manera que aún después de haber sido golpeadas por el desastre de 2008, sus resultados son positivos. Para las cohortes de características similares que ingresaron un poco después en el 2002 y hasta el 2004, la situación se deteriora. Básicamente, esta cohorte particular muestra los peores resultados. Nuevamente, hemos tratado de señalar algunos de los grupos con el promedio más negativo. Sin embargo, también hay casos positivos en los grupos intermedios, como es el de Croacia y Polonia (ver Figuras 5 y 12), y de las cohortes que se incorporaron desde 2005 en adelante. Su situación es relativamente diferente. Por cierto, se debe tener en cuenta que una persona que se incorporó al sistema de pensiones en el 2005 generalmente tendrá una perspectiva de ahorro de al menos 30 ó 40 años, de manera que los resultados actuales no se aplican en realidad a la situación de dichos individuos.

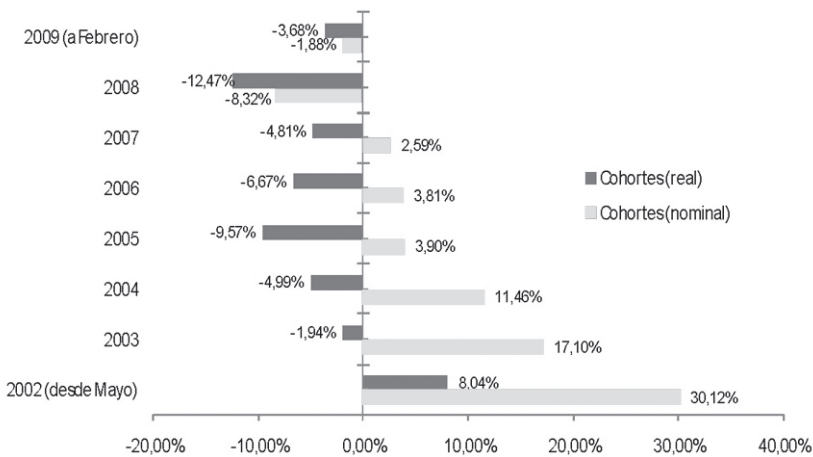
Como ejercicio ilustrativo, podemos referirnos al caso especial de Polonia (ver Figura 12). Para las cohortes que ingresaron desde el 2006 en adelante, los resultados ya son negativos, pero esto también implica que cuando se ahorra durante un largo período de tiempo, en cierta medida, se puede mejorar una situación de crisis como ésta. Los resultados de los fondos de pensiones hasta finales de febrero de 2009 no fueron satisfactorios en términos reales. Sin embargo, dado el impacto de la crisis financiera, el análisis no se puede efectuar en base al típico estudio de evaluación del desempeño realizado en una etapa más o menos estable. Paradójicamente, la baja exposición de las acciones en los años previos a la crisis del 2009 es un factor adicional para los resultados relativamente pobres.

FIGURA 4
BULGARIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



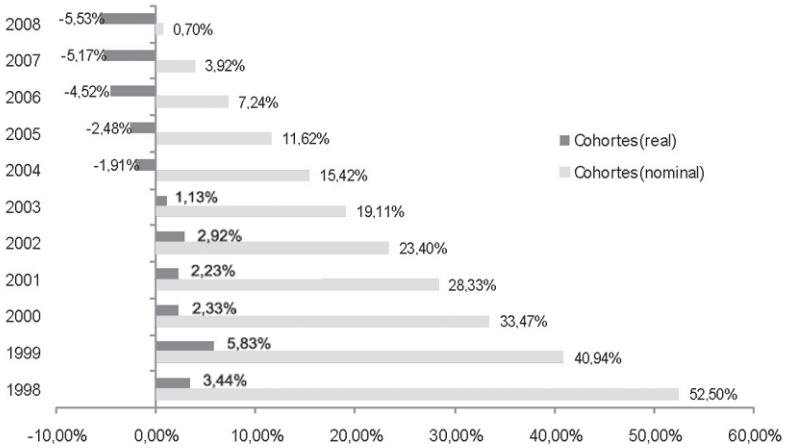
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 5
CROACIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



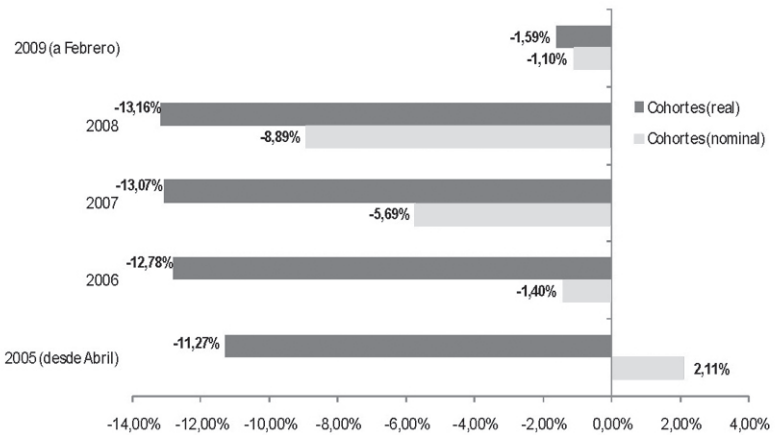
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 6
REPÚBLICA CHECA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE DICIEMBRE DE 2008 PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



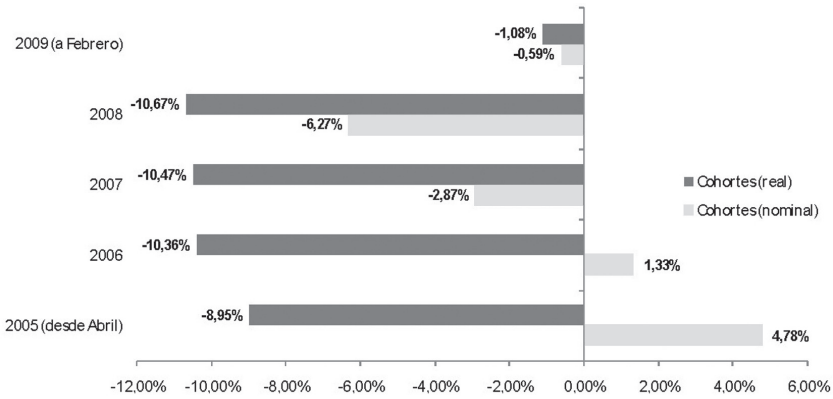
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 7
ESLOVAQUIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS A) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



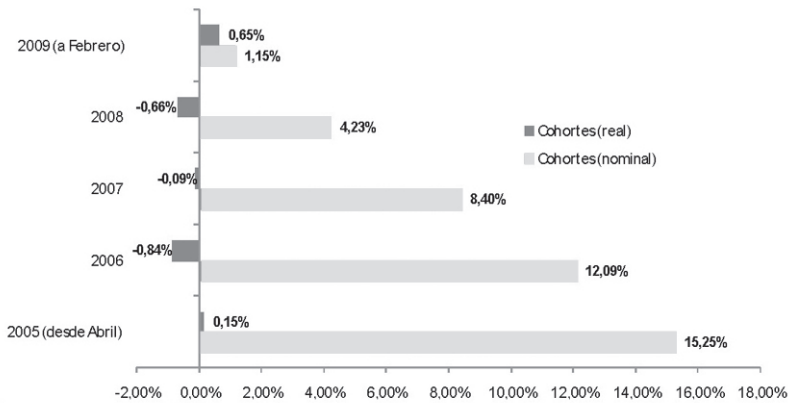
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 8
ESLOVAQUIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS B) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



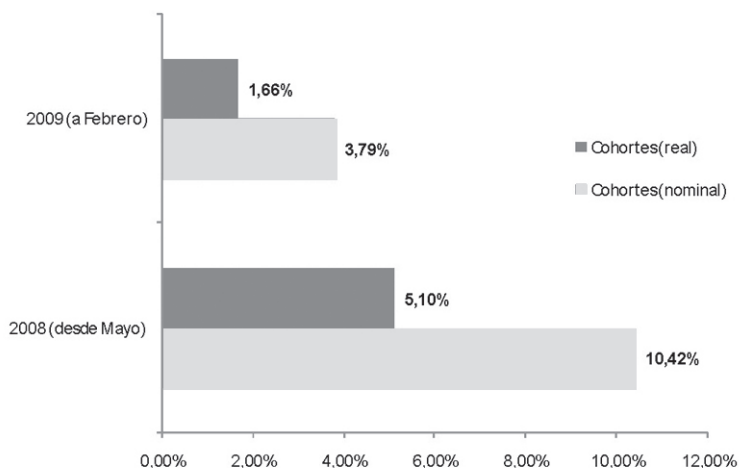
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 9
ESLOVAQUIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS C) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



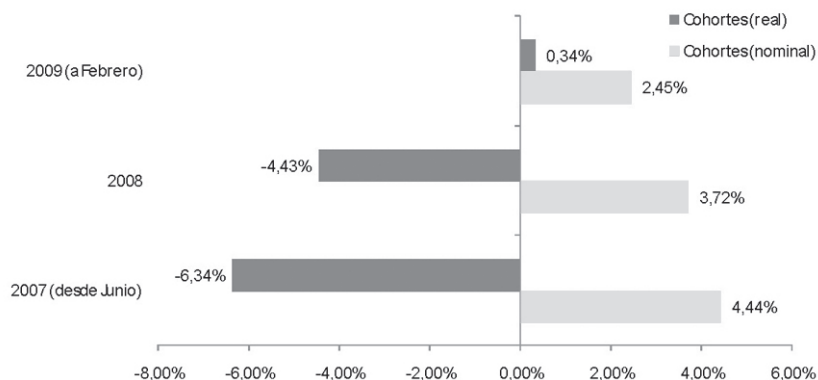
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 10
RUMANIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009
(FONDOS OBLIGATORIOS) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL
MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



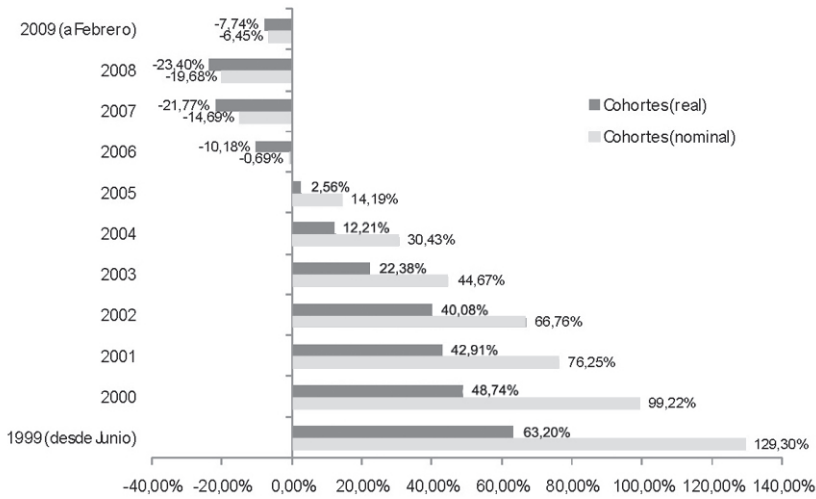
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 11
RUMANIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009
(FONDOS VOLUNTARIOS) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL
MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



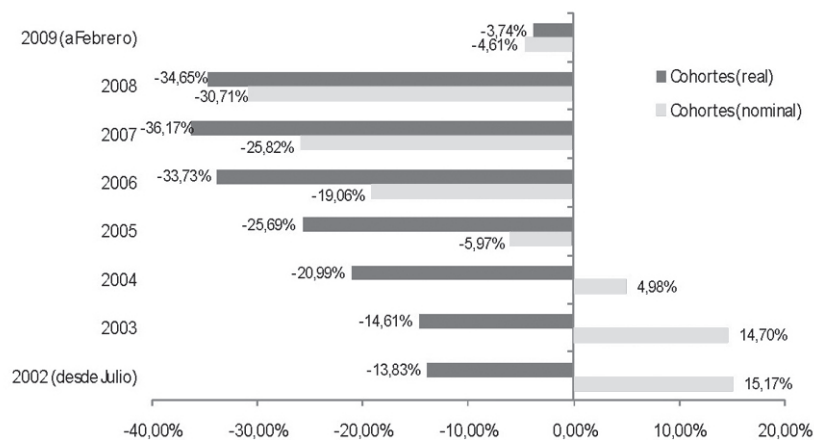
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 12
POLONIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

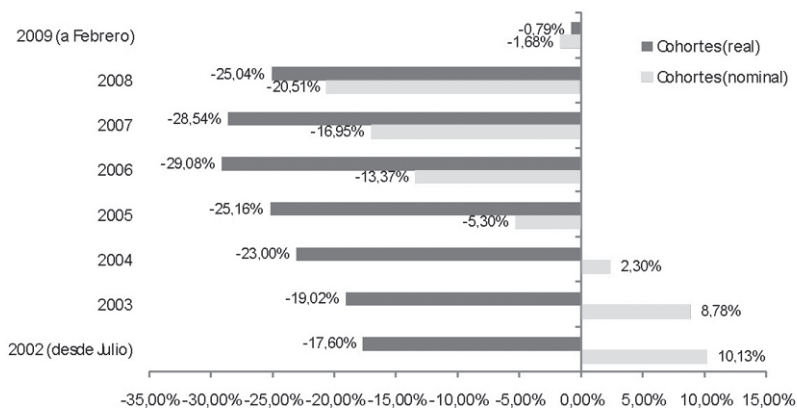
FIGURA 13
ESTONIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS A) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 14

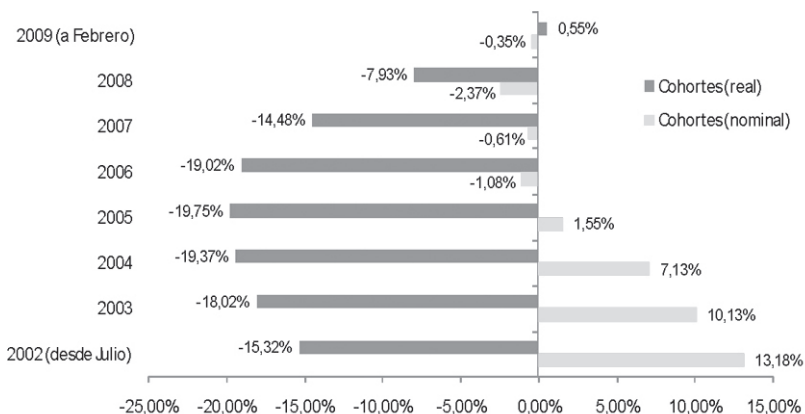
ESTONIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS B) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 15

ESTONIA: TASAS DE RETORNO ACUMULADAS A FINES DE FEBRERO DE 2009 (FONDOS C) PARA LAS COHORTES QUE SE INCORPORARON AL MERCADO LABORAL EN ENERO DE CADA AÑO



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

III. EVALUACIÓN GENERAL Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

A fines de 2008, los fondos de pensiones fueron, en promedio, capaces de producir valor agregado al compararse con estrategias libres de riesgo. Algunos teóricos financieros sobre estudios empíricos generalmente toman como benchmark libre de riesgo algunas tasas de retorno de corto plazo libres del riesgo de insolvencia. Puesto que analizamos sistemas previsionales que representan procesos de inversión de muy largo plazo, deberíamos intentar buscar algunas alternativas de largo plazo y libres de riesgo. Éstas pueden ser los bonos de largo plazo. El Profesor Viceira sugiere introducir bonos de largo plazo indexados por inflación. Sería interesante comparar el desempeño de los fondos de pensiones con ese vehículo de inversión.

El mercado necesita tiempo para recuperarse y lo que hemos notado en los últimos meses sugiere que ha habido ya una leve recuperación de los mercados financieros. Sería interesante ver cuál será el cambio de las tasas de retorno acumuladas si extendemos nuestros cálculos más allá del análisis informado en este documento.

Los resultados de este estudio sugieren que los principales impulsores de la rentabilidad de los fondos de pensiones están relacionados con los límites de inversión que definen la decisión de los administradores de inversiones. Sin embargo, también se puede observar que en muchos casos los límites de inversión fueron efectivamente mucho más altos que su uso real. La capacidad de usar la característica de la diversificación en el tiempo de los fondos de pensiones es muy importante, y los límites de inversión y los sistemas de evaluación del desempeño deberían incentivar a las administradoras de fondos a implementarla.

Una de las variables que explica los resultados de los sistemas de pensiones de Europa Central y del Este es su madurez. Desde el punto de vista de un afiliado en particular, fue el momento del sistema. Ya se mencionó que los fondos conservadores no parecieron ser la solución, incluso si el dinero se mantenía por todo el período analizado. Es obvio que dicha estrategia no proporcione mucha garantía en el caso de la tormenta financiera que todavía estamos experimentando. Tal vez es más prudente para un pensionado futuro invertir los ahorros previsionales más agresivamente en el largo plazo y luego cambiarse a fondos conservadores antes de la edad de jubilación.

Aunque los fondos de ciclo de vida son el tema clave en este momento, es posible que los fondos conservadores no sean una solución mágica para todos los problemas. La solución es mucho más complicada.

Las tareas que debemos enfrentar se refieren a cómo construir un fondo por defecto; cómo debería ser la asignación de activos para cada sociedad, teniendo presente las diferencias en los patrones conductuales y, cómo debería ser la extensión del horizonte de seguridad previo a la jubilación. Existe un riesgo de que establezcamos fondos conservadores y hagamos que las personas se cambien a carteras de bonos, por ejemplo, 10 años antes de su jubilación. Sin embargo, la situación en el mercado de capitales en un período de 10 años puede volverse muy conveniente y entonces podríamos tener un problema político real con las personas que reclaman que no se les dio la oportunidad de aprovechar las tendencias positivas del mercado. La pregunta respecto de los fondos de ciclo de vida y carteras conservadoras queda reducida al problema de cómo asegurar la disponibilidad de adecuados mecanismos de traspaso para los afiliados a los fondos de pensiones.

Una de las cosas que no deberíamos descuidar en lo que se refiere a los fondos obligatorios de pensiones – estamos hablando de los resultados de su inversión – es la necesidad de educar constantemente al público y a los medios de comunicación acerca de la naturaleza de la inversión en pensiones. Necesitamos informar sobre aspectos tales como los premios por riesgo y los riesgos de la inversión de largo plazo. Este conocimiento es indispensable al tomar decisiones de inversión. Los multifondos implican que los afiliados tienen que tomar más decisiones acerca de sus fondos. También representan uno de los temas más importantes al hablar con los políticos y explicar la naturaleza del sistema de pensiones. La tarea actual es hacer comprender a las personas las características de la inversión de largo plazo. Necesitamos ayudarlas a entender que a pesar de que los sistemas de pensiones sufrieron resultados negativos en el año 2008 no significa que los sistemas de pensiones de capitalización no funcionan.

Finalmente, se deberían introducir límites más elásticos para la inversión. Aunque aquí nos referimos especialmente al caso de Polonia, ello también se aplica a otros países de la región. Tales límites deberían introducirse en algún tipo de paquete, por ejemplo, junto con la reforma a la evaluación reglamentaria del desempeño de los fondos de pensiones en Europa Central y del Este.

REFERENCIAS

Antolín P. (2008). Pension Fund Performance, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 20, OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/49/41218144.pdf>

Sharpe, W. (1994). 'Sharpe Ratio', *Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49-58, disponible también en: <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm>.

Tapia, W. (2008). Comparing aggregate investment returns in privately managed pension funds, OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 22, <http://www.oecd.org/dataoecd/39/5/41408063.pdf>

Walker E., Iglesias A. (2007). Financial Performance of Pension Fund Systems around the World: An Exploratory Study. Mimeo. Estudio preparado para OCDE-Banco Mundial.

ANEXO: DATOS Y METODOLOGÍA

DATOS:

1. **Consulta a los miembros del Grupo Sofía, correspondencia con instituciones, literatura y búsqueda en Internet sobre:**
 - a) Cuotas o retornos de fondos de pensiones.
 - b) Rentabilidades de letras y bonos del tesoro.
 - c) Índices locales de acciones y bonos, índices de bonos estadounidenses.
 - d) IPC, comisiones de pensiones, capitalización del mercado bursátil, etc.
2. **Retornos de los fondos de pensiones: promedios de la industria (generalmente promedio ponderado de la participación de mercado)**

METODOLOGÍA:

1. **Cálculo de los retornos de pensiones**
 - a) Promedios ponderados de participación de mercado; ponderaciones totales no rezagadas (Walker, Iglesias, 2007: 10) – la diferencia no debería ser importante todavía (horizonte de corto plazo).
 - b) Efecto del sesgo de supervivencia es aceptable (fondos de pensiones polacos: 0,54 pbs 1999-febrero de 2009 para promedios simples).
 - c) Discreto, compuesto.
2. **Rentabilidades de bonos y letras del tesoro**
 - a) Índice de riqueza analizado en Walker, Iglesias (2007: 7).
 - b) Bonos estadounidenses de largo plazo – versiones cubiertas y no cubiertas.
3. **Retornos de acciones**
 - a) Índice de precios ponderados (Rumania, República Checa) versus valores ponderados (Bulgaria, Eslovaquia, Polonia, Estonia) incluido el efecto de los dividendos.

4. Benchmarks de tasas libres de riesgo

- a) Tasas clásicas de corto plazo (Ej: WIBOR3M)
- b) Tasas de largo plazo (Walker, Iglesias, 2007)
- c) Bonos locales de largo plazo cuando están disponibles
- d) Bonos estadounidenses de largo plazo – versiones cubiertas y no cubiertas

5. Índices de Sharpe (Sharpe, 1994) – volatilidad de retornos en exceso

6. Medidas del riesgo

- a) Desviación estándar de los retornos
- b) Valores Beta contra índices accionarios

7. Benchmarks para fondos de pensiones

- a) Índices accionarios cayeron en 50-80% en 2008
 - Índice de precio ponderado (Rumania, Croacia) versus valor ponderado (Bulgaria, Eslovaquia, Polonia, Estonia) incluido el efecto de los dividendos
- b) Benchmarks de tasas libres de riesgo
 - Tasas clásicas de corto plazo (Ej: WIBOR3M)
 - Tasas de largo plazo (Walker, Iglesias, 2007)
- i. Bonos locales de largo plazo, de haberlos
- ii. Bonos estadounidenses de largo plazo – versiones cubiertas y no cubiertas