



EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIOS EN LATINOAMÉRICA

DANIEL ARTANA ¹

1 Daniel Artana obtuvo su Doctorado (Ph.D.) en Economía en la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA). Desde 1987 ha sido el Economista Jefe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) en Buenos Aires, Argentina. Ha sido consultor para el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), las Naciones Unidas y gobiernos y empresas privadas en materias relacionadas con política fiscal, reforma de pensiones, macroeconomía, regulación de los servicios públicos y ley anti-monopolio de los siguientes países: Argentina, Brasil, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Guatemala, Jamaica, Lesotho, Perú, Nicaragua, República Dominicana, Eslovaquia, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay, Venezuela y Zimbabwe.

I. INTRODUCCIÓN

El propósito de este documento es compartir algunas opiniones sobre la forma en que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) se han desempeñado como administradoras de activos en los países latinoamericanos.

A continuación se presenta un análisis de diversos trabajos que no toman en cuenta la reciente caída de los retornos de los fondos de pensiones. Todos sabemos que no es adecuado mirar el desempeño de los fondos de pensiones en el corto plazo, toda vez que las AFP administran dichos fondos para pagar pensiones futuras.

El mal desempeño de un año o de un año y medio no es relevante para proyectar la pensión que un trabajador recibirá al momento de jubilarse.

Abordaremos los problemas de evaluar los resultados de las AFP como administradoras de activos y analizaremos su desempeño en los países latinoamericanos desde sus inicios. También discutiremos algunos de los problemas que creemos se encuentran en la literatura sobre este tema, así como la evidencia sobre las comisiones e inversiones en activos no financieros. Finalmente, concluiremos con algunas recomendaciones o sugerencias de política sobre estas materias.

II. LOS DESAFÍOS PARA EVALUAR EL DESEMPEÑO DE LAS AFP

i) Restricciones a las decisiones de inversión

Es difícil medir el desempeño de los fondos de pensiones porque tienen restricciones a las decisiones que se toman en materia de inversión. Básicamente, las AFP tienen regulaciones draconianas que limitan su libertad para invertir tanto en diferentes clases de activos como en clases específicas de activos. Tales restricciones existen en la mayoría de los países de la región, donde se imponen límites a los montos que se pueden invertir en algunas acciones determinadas. En muchos países no es posible exceder – por ejemplo – el 5% de los activos totales de la empresa. Es por ello que cuando miramos el desem-

peño de las AFP, estamos observando a ejecutivos que toman decisiones basadas en la mejor alternativa posible para sus afiliados tomando en cuenta que tienen que cumplir con estas restricciones.

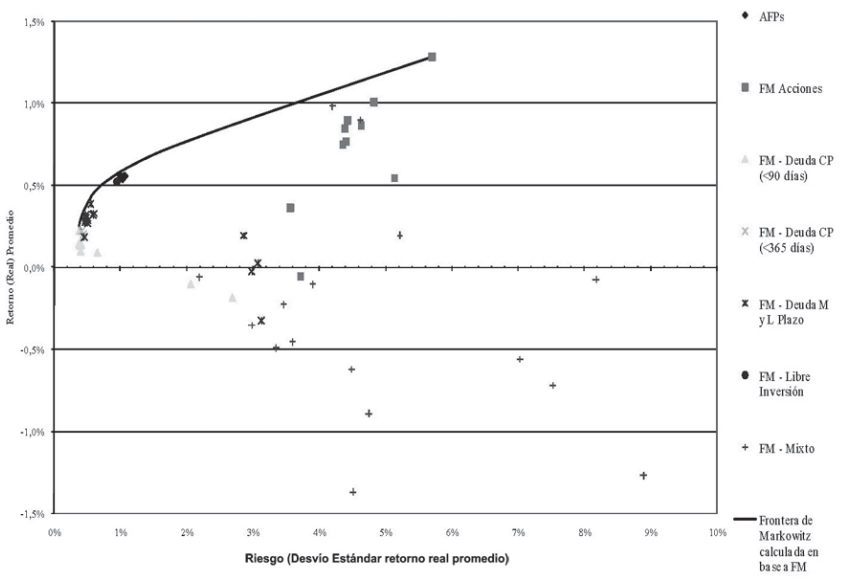
Sabemos que hay un trabajo anterior de Srinivas & Yermo (1999), cuya conclusión es que los costos de la regulación en el caso de Argentina, Chile y Perú no han sido tan relevantes. Sin embargo, Bernstein & Chumacero (2003), y otros estudios de otros países latinoamericanos, consideran que la regulación es costosa. En el caso de Chile, Bernstein & Chumacero encuentran que la regulación es equivalente a un impuesto de 5% sobre la riqueza teórica final del trabajador, lo que es muy alto.

Aunque existe evidencia de que la regulación en la práctica podría ser costosa – al menos en el caso de Argentina (Chisari & Dal Bó, 1996) – en teoría, los fondos de pensiones pueden aprovechar las correlaciones de los activos individuales dentro de cada clase de activos para paliar el costo de los límites regulatorios que se les imponen. En consecuencia, ello es posible en teoría – y en el caso de Argentina hay evidencia al respecto –, pero como los mercados locales no son muy profundos, y en general son pequeños, las AFP enfrentan limitaciones para superar el costo de la regulación.

Tapia (2008) básicamente intenta evaluar esta misma teoría, desarrollando una frontera teórica eficiente de Markowitz. Las fronteras de Markowitz son aquellas que se crean en base al retorno y la volatilidad del mismo (la desviación estándar del retorno). Obviamente, si uno se encuentra en la frontera, uno está haciendo lo mejor que puede, dado el desempeño del mercado. El problema con este tipo de estudios es que se basan en fronteras eficientes de Markowitz que son ideales.

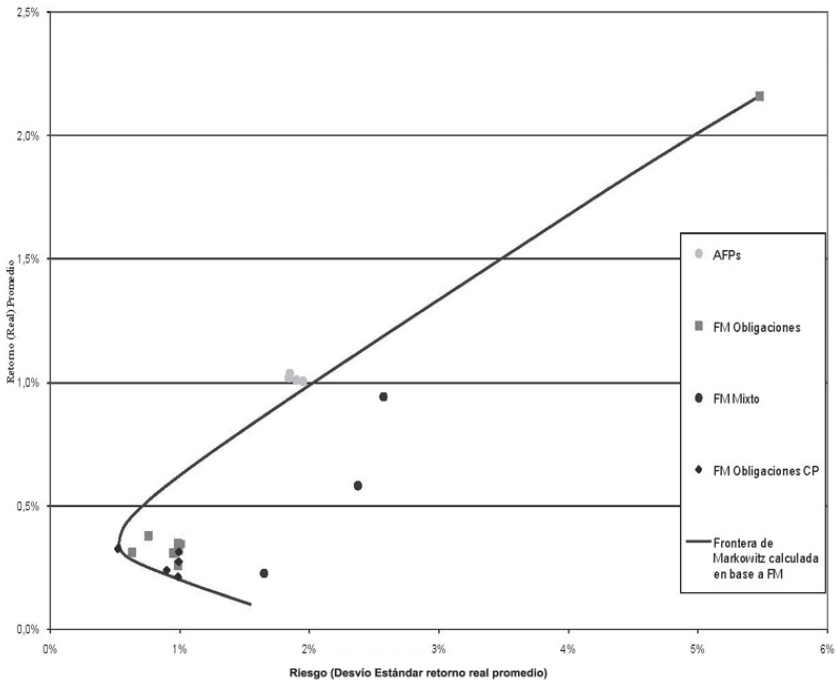
Auguste & Artana (2006) intentan eliminar el problema observando el desempeño y comparándolo con el del portafolio “ideal” disponible. Básicamente, hay una gran cantidad de fondos mutuos que se especializan en acciones, bonos o fondos abiertos y podemos crear una frontera eficiente de Markowitz observando qué es lo que se puede hacer realmente en la práctica. Hay un sesgo no muy frecuente para algunos activos así como costos operacionales a considerar, porque en los mercados latinoamericanos hay restricciones de liquidez. En esencia, estamos analizando lo que se puede hacer en concreto, y no las posibilidades ideales. Encontramos que en Chile y Perú, las AFP se desempeñaron bien, lo que difiere de la conclusión de Tapia cuando hace referencia a decisiones ideales.

FIGURA 1
CHILE: RELACIÓN RIESGO-RETORNO PARA LAS AFP Y LOS FONDOS MUTUOS LOCALES
RETORNOS REALES EN PESOS CHILENOS
DATOS MENSUALES PARA EL PERÍODO DIC. 2000 – DIC. 2005



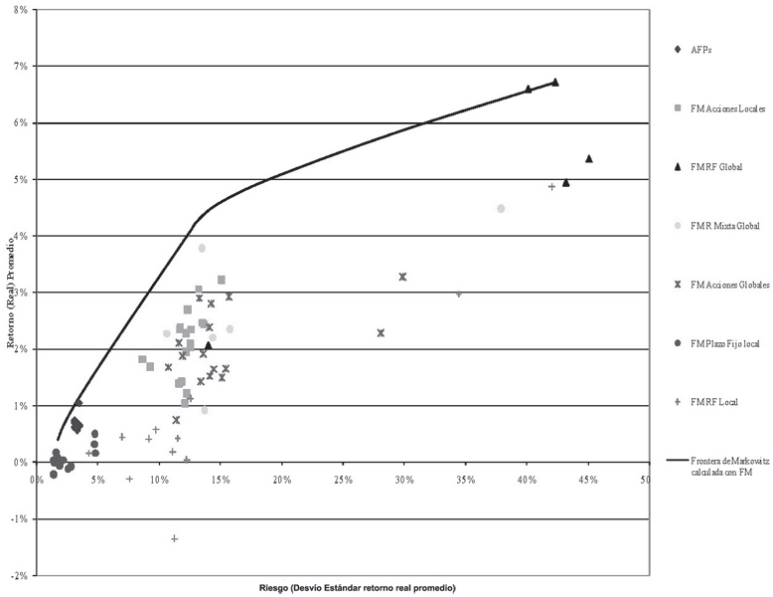
FUENTE: AUGUSTE & ARTANA (2006).

FIGURA 2
PERÚ: RELACIÓN RIESGO-RETORNO PARA LAS AFP Y LOS FONDOS MUTUOS LOCALES
RETORNOS REALES EN NUEVOS SOLES
DATOS MENSUALES PARA EL PERÍODO DIC. 2000 – DIC. 2005



FUENTE: AUGUSTE & ARTANA (2006).

FIGURA 3
ARGENTINA: RELACIÓN RIESGO-RETORNO PARA AFP Y FONDOS MUTUOS LOCALES
RETORNOS REALES EN PESOS ARGENTINOS,
DATOS MENSUALES PARA EL PERÍODO DIC.2000 - DIC.2005



FUENTE: AUGUSTE & ARTANA (2006).

Las Figuras 1, 2 y 3 muestran la frontera eficiente de Markowitz para Chile, Perú y Argentina, respectivamente. Como se puede apreciar, en el caso de Chile, Perú y Argentina, las AFP están en la frontera construida sobre la base del desempeño de los fondos locales.

ii) Problemas con la información

En todos estos estudios hay problemas con la información. Además, en algunos casos podemos tener restricciones a la información porque los mercados no son muy profundos y no tenemos ningún fondo mutuo como en las economías desarrolladas. En primer lugar, no en todos los países latinoamericanos las AFP valoran a precio de mercado todos los activos. Cuando esto sucede, se produce una distorsión en lo que se está valorizando, sobre la base de la comparación que se está haciendo, especialmente cuando se

compara con los fondos mutuos que, en todos los casos que conozco, están obligados a valorizar sus carteras a precio de mercado.

El segundo problema es que se debe ser cauto con lo que se está comparando. Los retornos de los fondos de pensiones se calculan en forma neta de las comisiones que se cobran al trabajador y, dependiendo del país, se calculan en forma neta de los gastos que se tienen para operar en el mercado. En el caso de los fondos mutuos, los retornos que se muestran son netos de comisiones y gastos operacionales. Los índices pasivos que replican el índice de mercado, son netos tanto de comisiones como de gastos operacionales. Entonces en algunos casos se tienen que hacer cálculos para comparar cosas similares.

iii) Problemas con la evaluación del desempeño

También hay un debate sobre cómo evaluar el desempeño de los fondos de pensiones. La mayoría están usando índices Sharpe para hacerlo, o índices de retorno ajustados por riesgo, pero la literatura también indica la necesidad de observar otros momentos en la distribución de los retornos, aunque no hay muchos estudios que hayan intentado hacerlo.

Walker & Iglesias (2007) miran el exceso de retorno por unidad de riesgo en relación con los activos libres de riesgo. También mencionan que al hacer un análisis conjunto del desempeño de los fondos de pensiones y la regulación, no pudieron discernir si los desempeños observados se debieron a que las AFP administraron con éxito los fondos de los trabajadores o a que la regulación los ayudó a lograr ese resultado. Básicamente, lo que encontraron en su estudio fue que en los países latinoamericanos, las AFP se desempeñaron bien en comparación con los activos libres de riesgo de corto plazo, pero no así en comparación con los activos libres de riesgo de largo plazo. Para Argentina, Chile, México y Perú, estos autores presentan alguna evidencia de que las AFP pudieron producir Alfas positivos (comparando un portafolio construido con índices con las participaciones reales del portafolio de las AFP). Sin embargo, no pueden distinguir si ello se debió a una mejor eficiencia o porque la regulación ayudó a las AFP a lograr estos Alfas.

En relativo contraste con este hallazgo, Tapia (2008) encontró que si se observa una cartera eficiente ideal (sin restricciones) en Argentina, Chile y México, se observa un desempeño peor de las AFP. Una opción para eliminar parte de este problema es algo que denominamos los “estudios basados en características”. Básicamente, lo que se hace es intentar reemplazar parte del retorno de la sub-clase de activos con el retorno de los fondos mutuos en el mismo país especializado en esa clase de activos. Por ejemplo, se sustituye el retorno que las AFP obtienen en acciones, con el retorno de los fondos mutuos especializados en acciones en el mismo mercado que se está analizando.

Este estudio fue realizado en Estados Unidos para analizar el desempeño de los fondos en ese país, pero se puede replicar para las AFP latinoamericanas. La ventaja es que se están comparando administradoras que toman decisiones en el mismo mercado. Por lo tanto, no es una decisión teórica; no se está creando una cartera ideal que posiblemente no se pueda lograr. La limitación es que las AFP tienen un objetivo diferente. Sus resultados futuros son diferentes de lo que se espera de los fondos mutuos que se centran en entregar retornos de corto plazo a las personas que deciden invertir dinero en ellos. En algunos casos, los fondos mutuos están obligados a mantener algo de liquidez y quizás enfrentan restricciones adicionales en comparación con las AFP.

Srinivas & Yermo (1999) sustituyeron partes de las subcarteras de las AFP con fondos mutuos o índices pasivos, encontrando que las administradoras tuvieron un mejor desempeño ajustado por riesgo en algunos países latinoamericanos. Encontraron además que hay evidencia de un efecto manada. Sin embargo, hay algunas dificultades con la forma en que realizan su estudio. Primero, no abordan los problemas de valorización de Argentina; y segundo, no toman en cuenta que los índices no siempre se pueden replicar. Auguste & Artana (2006) trataron de perfeccionar dicho estudio y encontraron que tanto en Perú como en Chile las AFP se desempeñan relativamente bien si se las compara con una cartera teórica; pero no tan bien cuando se comparan con administradoras profesionales de activos, tal como los fondos mutuos de los mismos países.

iv) Límites a las inversiones en el extranjero

Otro debate surge con el tema de si los límites a las inversiones en el extranjero dañan o ayudan a la situación de los trabajadores en términos de sus futuras pensiones. Nuevamente existe un documento (Yermo (2004)) que muestra que tales restricciones presentan un inconveniente: son costosas para el trabajador. Sin embargo, aunque concuerdo con las conclusiones del documento, la forma en que Yermo calcula los retornos se puede mejorar. En el caso de Argentina, por ejemplo, no aborda adecuadamente el problema de aquella parte de la cartera de las AFP que no está valorizada a precios de mercado y, en algunos casos, compara solamente retornos que no están ajustados por riesgo.

v) Evidencia de persistencia

Otra cosa que está clara en la literatura de la región es que hay persistencia. Lo que es persistente es que algunas AFP están logrando altos retornos regularmente, es decir, algunas están desempeñándose mejor que el resto. En el caso de Chile, existe cierta evidencia de que las AFP de mediano tamaño tienden a desempeñarse mejor que las demás. Auguste & Artana (2006) llegaron a la misma conclusión de que en general hay persistencia en Argentina, Perú y Chile, aunque no en el caso de Colombia.

vi) Ignorancia de otras clases de activos

El dinero que los trabajadores tienen en las AFP es sólo uno de los varios activos disponibles. El Profesor Viceira se refirió al capital humano como un tipo importante de activos. Otro activo importante, especialmente en los países latinoamericanos, es el activo que constituyen los bienes raíces. El asunto es que la decisión óptima de inversión seguramente es diferente cuando se considera solamente la riqueza financiera de las pensiones que cuando se toma en consideración el capital humano u otros activos, y, por ende, no hay un tamaño que se ajuste a todos. Este es un argumento teórico que apoya el hecho de que los multifondos son una buena idea.

III. EVIDENCIA SOBRE COMISIONES E INVERSIÓN EN ACTIVOS NO FINANCIEROS

Auguste & Artana (2006) encontraron evidencia de que las comisiones que las AFP cobran no se explican por las diferencias en el desempeño de las mismas. Básicamente las AFP “más costosas” no son necesariamente las mejores administradoras de activos.

Además, los autores encontraron (en el caso de países con buena información sobre los precios de bienes raíces) que hay una correlación negativa entre los cambios en los valores de los bienes raíces y los retornos de los fondos de pensiones. Mirando el desempeño desde la óptica de los trabajadores, se puede constatar que la clasificación de las AFP en Argentina cambia cuando los trabajadores tienen algunos activos como bienes raíces.

IV. CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS DE POLÍTICA

En mi opinión, las AFP de la región latinoamericana se desempeñaron relativamente bien como administradoras de activos. Es posible comprobar que las AFP explotan las posibilidades dentro de cada subcartera para reducir el costo de la regulación draconiana que los reguladores decidieron imponer a su capacidad de seleccionar activos. Podemos decir que hay algunas normas que pueden ser costosas (en términos de menores retornos ajustados por riesgo) y algunas otras que incluso pueden ser beneficiosas. Claramente necesitamos realizar más estudios para verificar si dichas restricciones son costosas o no, aunque creemos que en promedio las administradoras de activos se desempeñaron relativamente bien.

Obviamente lo que nos importa es el retorno acumulado al momento del retiro y todos estos estudios se refieren fundamentalmente a retornos históricos. De manera que, en esencia, tal vez no estamos respondiendo las preguntas adecuadas para el trabajador, pero lamentablemente mientras no tengamos más trabajadores recibiendo pensiones de las AFP, será difícil llegar a conclusiones más definitivas.

Además, en mi opinión, es importante estudiar más a fondo la correlación con otros activos de la persona y la evolución del retorno neto de comisiones.

Finalmente, me gustaría enfatizar que tanto la teoría como la práctica sugieren que los multifondos, en la manera en que son usados en Chile, México y Perú, son una buena idea no sólo en tiempos normales, sino especialmente en tiempos turbulentos, porque protegen a los trabajadores frente a una reducción enorme en la pensión que recibirán por el resto de su vida.

REFERENCIAS

Auguste, S. y Artana D. (2006). Desempeño de las Inversiones de los fondos de Pensiones Privados. El caso de Argentina, Colombia, Chile y Perú. Documento presentado en el Seminario Internacional "Perspectivas en la Inversión de los Fondos de Pensiones", organizado por FIAP en mayo de 2006.

Berstein S. y Chumacero R. (2003). Cuantificando los Costos de los Límites de Inversión a los Fondos de Pensiones Chilenos. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo 248.

Chisari, O. O. y Dal Bó P., (1996) "Las regulaciones a la composición de cartera y las inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones: un ejercicio de simulación para el caso argentino", Revista de Análisis Económico, ILADES-Georgetown University, Santiago de Chile.

Srinivas P. S. and Yermo J. (1999). Do Investment regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America., Estudios del Banco Mundial sobre Latinoamérica y el Caribe. Viewpoints.

Tapia, W. (2008). Comparing aggregate investment returns in privately managed pension funds. Documento de Trabajo No. 22 de OCDE sobre Seguros y Pensiones Privadas.

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

Yermo, J. (2004). The Performance of the Funded Pension System in Latin America. Documento base para el estudio regional sobre la reforma de la seguridad social. Banco Mundial.