

Debo comenzar expresando que no puedo estar más de acuerdo con los panelistas que me precedieron en cuanto a la importancia de los procedimientos y métodos empleados en las inversiones de los fondos de pensiones. Me gustaría decir algunas palabras sobre estas materias desde otro punto de vista, o sea, la perspectiva del regulador y supervisor, para que así podamos obtener ciertas conclusiones.

La presentación de don Augusto Iglesias ha sido muy interesante. Me parece que hay una convergencia de dos filosofías, el enfoque de la persona prudente (conservador) y las limitaciones cuantitativas. Esto es lo que vemos en la mayoría de los países de la Unión Europea, Europa Central, del Este y en América Latina. Encuentro interesante el ejemplo italiano, especialmente los conceptos sobre cómo se regulan las actividades de inversión y los fondos. Es posible que mi presentación ilustre un poco más estos principios.

Sin embargo, no estoy aquí solo para traerles buenas noticias; a veces el punto de vista del supervisor o regulador hace necesario dar malas noticias a los actores del mercado. Se parecerá a la

¹ Graduado en diseño de software y matemáticas.

En la actualidad es Coordinador Regional de la Red Internacional de Reguladores y Supervisores de Pensiones (INPRS), miembro de la Sociedad Húngara de Actuarios y Consultor Gubernamental sobre la regulación y supervisión del Sistema Privado de Pensiones, especialmente en Europa Central y Oriental. Es uno de los impulsores de los fondos privados de pensiones en Hungría.

Se ha desempeñado como Experto Senior para Human Risk Management Ltd. y Consejero del Ministerio de Hacienda. En la Superintendencia de Administradoras de Fondos Privados de Pensiones de Hungría se ha desempeñado como Vicepresidente General y Consejero en Jefe. También trabajó para la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en el puesto de Presidente del Grupo de Trabajo sobre los Sistemas Privados de Pensiones y como uno de los fundadores de la Red Internacional de Reguladores y Supervisores de Pensiones (INPRS), que hoy coordina.

situación donde el reportero le pregunta a la víctima de un accidente carretero “¿Cómo está usted?” y la respuesta es “Muy bien”. Pero los periodistas no gustan de los monosílabos como respuesta e insiste “¿Pero podría usted decirnos algo más?” y la pobre víctima responde “Bueno, en realidad, no estoy bien en absoluto”. A veces debemos examinar las cifras más detenidamente para tener una idea de lo que estas experiencias podrían significar.

Los sistemas de pensiones en los países del Este y Centro de Europa y de América Latina están basados en un enfoque diferente, comparado con los sistemas tradicionales de pensiones privadas. Esto llega a afectar la función de inversión inclusive. La principal función de las administradoras de fondos de pensión es la administración y el manejo de activos, de modo que ellas no consideran externalizar estas actividades. Desde nuestro punto de vista, este es un hecho que yo resaltaría como, probablemente, una de las experiencias más importantes en nuestros países. Como también se señaló en las presentaciones anteriores, las reglas de la inversión prudente (conservadora), se expresan como límites cuantitativos, con algunas referencias a la regulación cuantitativa (o enfoque prudencial)

Si queremos evaluar los éxitos de las actividades de inversión, debemos revisar las dos facetas de la actividad: por una parte, los retornos de las inversiones, lo que es obvio, pero también debemos tomar en cuenta el costo de estas actividades. Veremos algunos ejemplos que nos ayudarán a ilustrar el tema.

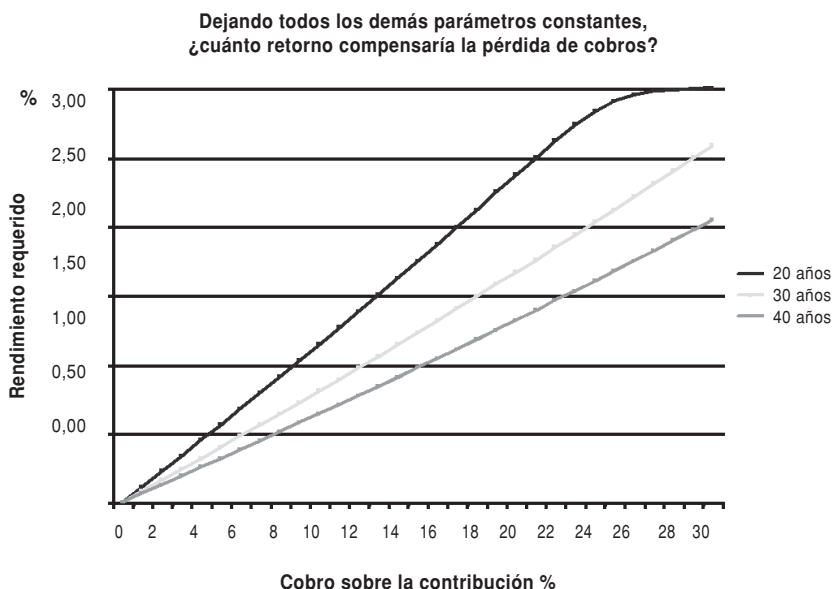
Los administradores normalmente deducen comisiones y costos operacionales y otros elementos de las contribuciones y estos cargos, los montos deducidos, no se invierten. ¿Qué tasa de retorno debe obtenerse para compensar la deducción, esto es, la diferencia entre el monto total de la contribución y lo que efectivamente se invirtió? Por supuesto, ello dependerá del tiempo que la persona permanezca en el sistema, ver Gráfico N° 1.

Imaginemos, por ejemplo, que una persona tiene 40 años de edad cuando comienza a contribuir y que permanece en el sistema por solo 20 años. Por ejemplo, una reducción del 10% de las contribuciones, en el curso de 20 años, representa más del 1,0% del monto total². Debe haber una compensación para ello. Por lo tanto, si ha-

² Parámetros del escenario base:
Tasa de retorno = 5%
Crecimiento de las remuneraciones = 3%
Duración del período = 20, 30 y 40 años.

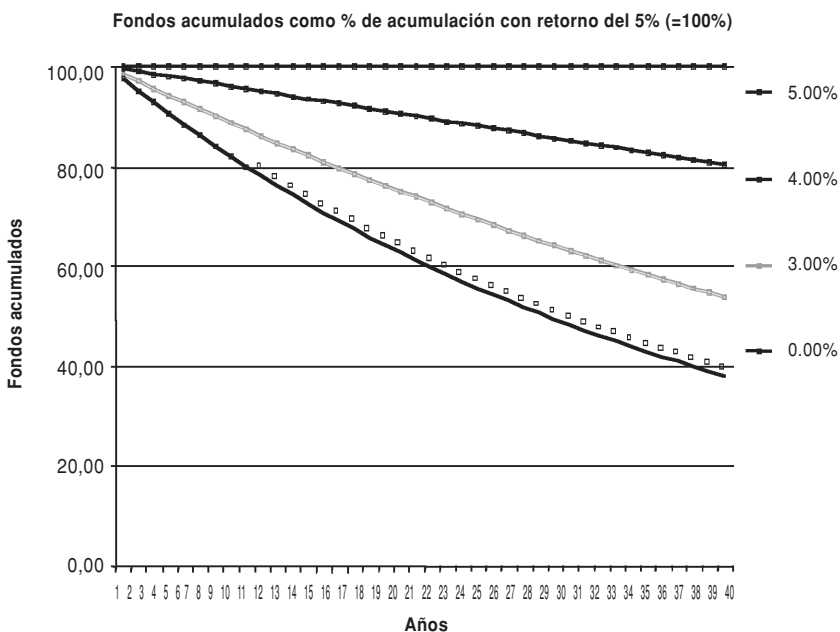
blamos de contribuciones netas y de retornos netos, debemos tener en cuenta el hecho que el primer 1,0% debe ser considerado como una compensación por los cargos iniciales. Como podemos apreciar, estas cifras son mayores para una permanencia breve, Gráfico N° 2.

GRÁFICO N° 1
Cobros y retornos



Ahora podemos hacer cálculos similares para las tarifas de administración que se deducen de los activos totales o para la situación de retornos menores que los esperados. Como escenario base, imaginemos un retorno promedio de largo plazo del 5% y hagamos que el monto total de los ahorros con este retorno sea igual al 100% al momento de la jubilación. Otra persona, representada por la otra línea, obtiene un retorno 1% menor durante los mismos 40 años. Su monto total, que se convertirá en una renta vitalicia, es 20 puntos porcentuales menor. De ahí la importancia de la inversión. Desde el punto de vista de costo, esto significa que una reducción del 1% del monto dedicado a inversión se traducirá en un 20% de reducción en los ahorros. Esto resalta, una vez más, la importancia de las inversiones de bajo costo y alto rendimiento.

GRÁFICO N° 2
Retornos y fondos acumulados



CUADRO N° 1
Estructura de mercado de los fondos privados de pensiones en Hungría

Tipo de fundador	Cantidad de fondos establecidos		Cantidad de fondos en 2002		Probabilidad de supervivencia %		Tamaño promedio Afiliado/Fondo en 2002	
	Obliga-torio	Volun-tario	Obliga-torio	Volun-tario	Obliga-torio	Volun-tario	Obliga-torio	Volun-tario
Institución financiera	17	21	11	11	64,7	52,4	164.045	76.204
Empleador	24	161	5	51	20,8	31,7	9.117	5.289
Otro	19	96	2	20	10,5	20,8	6.806	1.941
Total o promedio	60	278	18	82	30,0	29,0	96.981	13.985

He tomado una serie de ejemplos de Hungría³. El período cubre desde 1998 a 2002, que no han sido los mejores años para las inversiones. Hubo una crisis global en las inversiones que por cierto afectó los mercados húngaros. Lo que quiero resaltar aquí es la diferencia originada en la administración de los fondos. En nuestro mercado de fondos de pensiones identificamos algunos grupos de fondos de pensiones. Ellos están relacionados con instituciones financieras o fondos de pensiones de los empleadores (Cuadro N° 1) y desde otro punto de vista podríamos considerarlos pequeños o grandes de acuerdo al número de partícipes o los activos administrados (Cuadro N° 2); al organizar sus actividades de inversión ellos emplean un administrador interno o bien un único administrador de activos externo (no competitivo), o bien administradores de activos externos competitivos (Cuadro N° 3) Esto nos permite comprender en una cierta medida la estructura del sistema.

CUADRO N° 2
Fondos voluntarios, 2002

Nombre	Tamaño	Fondos		Miembros		Activos	
		Nº	%	Nº	%	Billones HUF	%
Micro	-500	26	32	6.027	1	5,58	2
Pequeño	500-5.000	30	37	52.770	5	26,65	8
Mediano	5.000-50.000	19	23	365.695	32	134,33	38
Grande	50.000+	7	9	722.305	63	184,62	53
Total		82	100	1.146.797	100	351,193	100

El Cuadro N° 3 muestra los diferentes resultados de las actividades de los fondos de pensiones pequeños, medianos y grandes. Al final ustedes ven los costos operacionales y de administración de activos y, por último, los costos totales de los fondos por categoría. En la parte inferior se encuentran los fondos pequeños y su tamaño aumenta a medida que ascendemos en la tabla. Podemos apreciar que los muy pequeños no alcanzan niveles de eficiencia y,

³ Basado en cálculos de MATITS A. y en el estudio de AUGUSZTINOVICS, M., GAL, R.I., MATITS, A., MATE, L., SIMONOVITS, A., and STAHL, J. 'The Hungarian Pension System Before and After the 1998 Reform' en: Elaine Fultz (ed), Pension Reform in Central and Eastern Europe, Volume 1, Restructuring with Privatization: Case Studies of Hungary and Poland. Budapest, International Labour Office, 2002.

por consiguiente, tienen costos levemente más altos. Hay algunos fondos de tamaño mediano que podrían constituir, por así decirlo, el punto de referencia para Hungría. Pero sorprendentemente, los administradores grandes no consiguen los posibles ahorros por economía de escala.

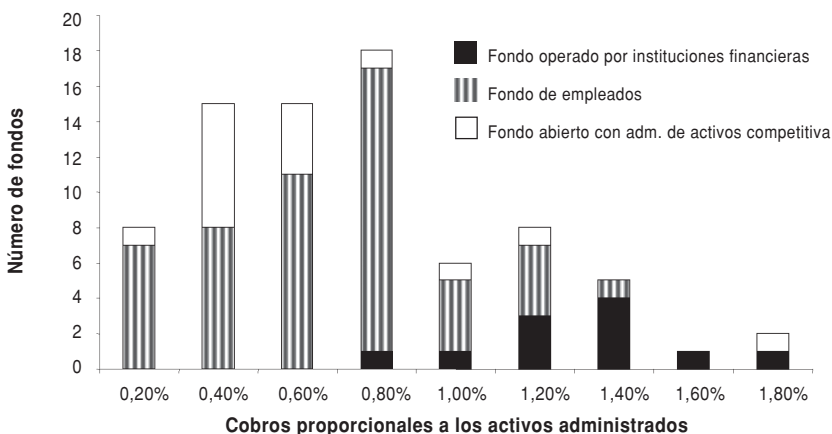
CUADRO N° 3
Fondos voluntarios, 2003

Miembros	Número de fondos	Promedios grupales							
		Miembros*	Activos millones HUF	Costo operación		Costo admin. de activos		Costo total	
				HUF ¹	%	HUF ¹	%	HUF ¹	%
+100.000	2	148.612	32.105	2.995	1,3	2.198	1,0	5.194	2,3
50.000-100.000	4	83.447	17.398	3.001	1,4	2.522	1,3	5.523	2,8
10.000-50.000	14	26.813	8.105	3.643	1,2	2.070	0,8	5.713	2,0
1.000-10.000	24	3.444	1.534	4.479	1,1	2.447	0,6	6.926	1,7
-1.000	34	393	221	12.480	1,4	4.485	0,6	16.965	2,0
Total o promedio	78	262.708	59.363	3.324	1,3	2.494	0,9	5.818	2,2

* A principios de año.

(1) Por afiliado, por año.

GRÁFICO N° 3
Cargos en proporción de los activos en los Fondos Voluntarios de Hungría



El Gráfico N° 3 y el Cuadro N° 4 muestran información similar desde otro ángulo. Aquí contrastamos la administración de activos interna con la administración tercerizada. Podemos ver los resultados de la tercerización: en la última columna tenemos los retornos promedio según la estructura de administración. Y vemos que los fondos que se hacen cargo de su propia administración obtienen mejores resultados. El Cuadro N° 5, muestra las mismas variables para los fondos de pensiones obligatorios:

CUADRO N° 4
Fondos voluntarios, 2002

Modalidad de administración de activos	Cantidad de fondos	Activos administrados		Cantidad de miembros		Tasa de retorno promedio
		HUF bill	%	Nº	%	%
Interna	15	76	22	209	18	3,4
Externalización competitiva	56	97	28	262	23	2,2
Externalización no competitiva	11	178	51	676	59	1,2
Total	82	351	100	1.147	100	2,3

CUADRO N° 5
Fondos de pensiones obligatorios

	Cantidad de fondos	Cuota de activos	Tasa de retorno		Costos como porcentaje de	
			Bruta	Neta	Activos	Retorno bruto
		%	%	%	%	%
Administración interna de activos	13	96	9,2	7,8	1,4	15,2
Administración de activos competitiva	8	5	9,0	8,6	0,4	4,2
Total o promedio	21	100	9,1	8,1	1,0	10,9

Finalmente hemos incluido el Cuadro N° 6, que muestra valores reales. Al analizar inversiones, también debemos considerar la inflación. Una inversión debe a lo menos mantener el valor adquisitivo de las contribuciones, tomando también en cuenta los descuentos efectuados a las cuentas.

CUADRO N° 6
Tasas de retorno promedio

	2001	2000-2001	1999-2001	1998-2001
	%	%	%	%
Inflación	6,8	8,3	8,9	10,2
Tasa neta de retorno	8,1	8,0	10,8	12,0
Tasa real de retorno	1,3	-0,3	1,9	1,8

Los Cuadros N° 7 y N° 8 resumen el enfoque para la regulación de inversiones de los organismos internacionales, la OCDE/IOPS y la Unión Europea. Estas directrices y reglas deben ser observadas por los países miembros. El principio de la prudencia se encuentra en el corazón mismo de estas regulaciones. Sin embargo, también es efectivo que ellas contemplan algunas limitaciones cuantitativas cuando la prudencia las justifica. Así, en un contexto amplio, estos organismos reguladores consideran los principios básicos de la inversión prudente (objetivo de la inversión, diversificación, dispersión, coherencia, estructura y procedimientos de administración, obligación de rendir cuentas y conveniencia, conflictos de interés, administración del riesgo). Ellos aceptan la aplicación de límites cuantitativos en ciertos casos justificados por la prudencia, pero no para la inversión extranjera. La reglamentación también se ocupa de temas tales como la divulgación de la información y la supervisión.

CUADRO N° 7
Estándares de inversión - Unión Europea

La regla de la persona prudente.

Esta regla está definida en la Directiva de Pensiones, la que señala:

- Los estados miembros aplican restricciones sobre la base de la prudencia, pero aun en este caso el límite del 70% podría aplicarse a las acciones y otros valores transados en mercados regulados; 30% en monedas diferentes; para capital de riesgo, concepto de la persona prudente; dispersión del 5% en el mismo emisor y 10% en el ámbito de grupo.
- En el caso de actividades a través de las fronteras podrían aplicarse reglas más restrictivas con relación a los mercados regulados o no regulados y a las inversiones garantizadas.

Declaración de principios de inversión

Divulgación de información

Supervisión adecuada

CUADRO N° 8
Estándares de inversión - OCDE e INPRS

<p>La regulación de las inversiones debe basarse en los objetivos prudentes de la función de inversiones de los fondos de pensiones, tomando en cuenta la seguridad y la rentabilidad, e implementándose tomando en cuenta los conceptos de diversificación, madurez, y equilibrio de monedas, y la administración del riesgo. Las inversiones y la dirección de los fondos de pensiones se rigen por el mismo concepto:</p>	
<p>En un fondo de pensiones, la administración de las inversiones es responsabilidad de su cuerpo directivo.</p>	<ul style="list-style-type: none"> – <i>El cuerpo directivo puede delegar esta responsabilidad a consejeros y otros profesionales.</i> – <i>El deber de aceptar y aprobar la política de inversiones de los fondos de pensiones corresponde al cuerpo directivo.</i>
<p>Las definiciones radican en el cuerpo directivo.</p>	<ul style="list-style-type: none"> – <i>El proceso de las actividades de inversión, incluyendo la definición de la política de inversiones.</i> – <i>Los controles y procedimientos internos apropiados para implementar y monitorear el proceso de inversiones.</i>
<p>Se establece la obligación de rendir cuentas y reglas de idoneidad para las personas responsables de las inversiones</p>	
<p>Sería posible derivar límites cuantitativos de inversión (máximos) a partir de los principios de la prudencia.</p>	<p><i>Para ello se recomienda:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Utilizar listas de activos aceptados o recomendados, diversificación, dispersión, madurez y administración del riesgo, así como productos regulados y estandarizados y las inversiones en el extranjero.</i> – <i>Evaluar los límites cuantitativos periódicamente y modificarlos si procede.</i>
<p>Los activos de los fondos de pensiones deben ser valorizados con reglas coherentes para fines contables, informativos y actuariales.</p>	

De lo anterior podemos concluir que el tipo de dirección y la estructura de mercado son elementos importantes. Las organizaciones internacionales resaltan la importancia de la divulgación de la información. Sin embargo, debemos equilibrar: mostrar el desempeño de las inversiones y toda su información anexa, esto es, costos, riesgos y perspectivas del monto de las pensiones.

Así, pienso que estas son las lecciones que debemos tomar en cuenta cuando preparamos las regulaciones.