

POLÍTICAS DE INVERSIÓN EN FONDOS DE PENSIONES

JUAN DE DIOS SÁNCHEZ-ROSELLY¹

Introducción

Esta presentación tiene por objeto entender cuáles son las políticas de inversión en fondos de pensiones que deben aplicarse para cumplir con el objetivo de los inversionistas en dichos fondos.

Antes de entrar en profundidad al tema que convoca, es necesario dejar en claro tres aspectos, los cuales muchas veces se pasan por alto.

Un primer alcance que hay que subrayar es que el mandato de inversión establece, en primer término, que el gerente de inversiones, en su calidad de asesor, tenga un conocimiento profundo del mercado de capitales. En segundo término, el gerente de inversiones debe cumplir con su deber fiduciario, esto es, cumplir con al menos seis requisitos: (i) actuar siempre de un modo profesional y ético; (ii) actuar en beneficio de los clientes; (iii) actuar con independencia y objetividad; (iv) actuar con habilidad, competencia y diligencia; (v) comunicarse con los clientes de un modo adecuado y oportuno, y (vi) apoyar las reglas que rigen los mercados de capital.

¹ Juan de Dios Sánchez-Roselly es actualmente el Director Global de Inversiones de Santander Asset Management, en España. En 1991 consiguió su B.A en Administración Europea de Negocios, en la Universidad Middlesex. Ha trabajado para el Banco Santander desde 1998, siempre en relación a las Finanzas Corporativas e Inversiones. Previamente se desempeñó en Arthur Andersen y en Ahorro Corporación.

Un segundo alcance dice relación con dejar en claro cuál es la necesidad del inversionista en fondos de pensiones. El objetivo del inversionista es que su poder adquisitivo se mantenga tras el retiro, es decir, que su capital sea preservado una vez que se jubile. Es este objetivo el que debe tenerse en cuenta cuando se trata de construir una cartera de inversión lo más eficiente posible. Y con ello recalcamos que el inversionista debe lograr retornos reales, no nominales, lo más elevados posible.

Y tercero, y muy importante, invertir en fondos de pensiones es hablar de largo plazo. Por tanto, todas las políticas de inversión deben tomar en cuenta este hecho.

Habiendo aclarado estos aspectos podemos pasar a detallar los requisitos del mandato de inversión en fondos de pensiones, que a saber son: una adecuada definición del horizonte temporal, la maximización del retorno y la diversificación del riesgo.

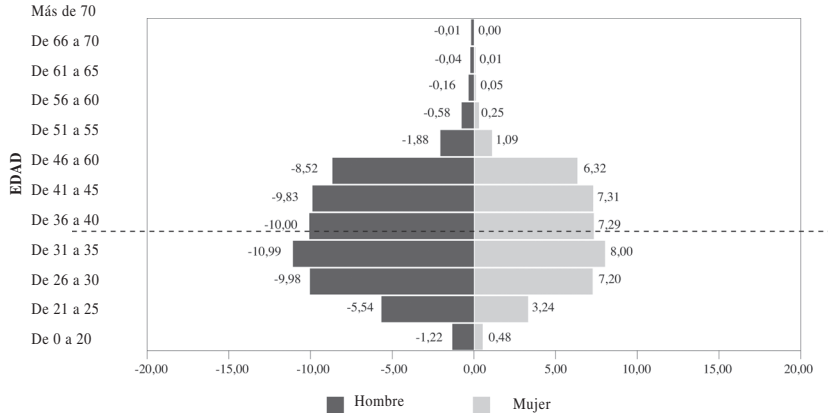
El horizonte temporal

El primer paso para construir una cartera de activos eficiente es definir adecuadamente el horizonte temporal de la inversión, es decir, el período de tiempo durante el cual el cotizante va a ahorrar antes de jubilar. Dejar bien establecido este horizonte permite, en parte, diseñar las estrategias de inversión más adecuadas para cada caso. Por ello, este tema resulta ser de gran importancia.

Generalmente el horizonte de inversión se subestima. Para el inversionista promedio en fondos de pensiones, el horizonte temporal es a mucho más largo plazo de lo que se piensa habitualmente (más de 20 años). Por ejemplo, como podemos ver en el Gráfico N° 1, para el cotizante promedio de Uruguay la edad de retiro está a más de 25 años plazo.

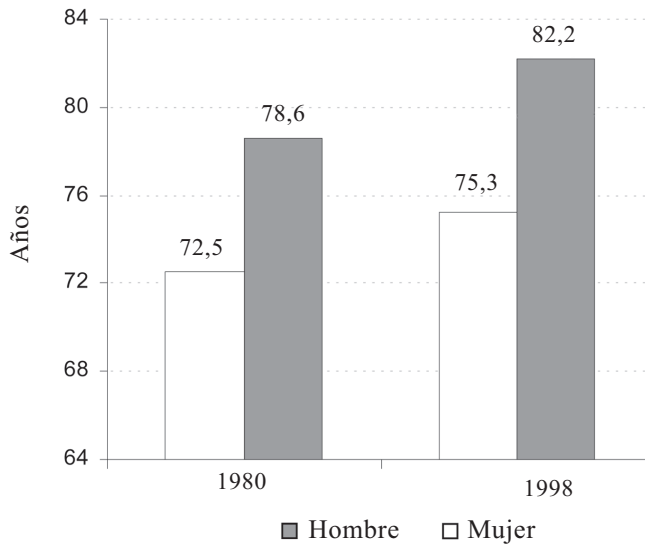
Incluso para el inversionista que se acerca a la edad de jubilación, el horizonte temporal continúa estando a bastante largo plazo a medida que continúan aumentando las expectativas de vida. Y esto no es menor. Tal como puede apreciarse en el Gráfico N° 2, en España entre los años 1980 y 1998 las expectativas de vida han aumentado tanto para la mujer como para el hombre, implicando 3,6 y 2,8 años más de pensión para cada uno de ellos, respectivamente.

Gráfico N° 1
DISTRIBUCIÓN DE COTIZANTES EN URUGUAY
Por edad y sexo



Fuente: FIAP.

Gráfico N° 2
ESPAÑA – EXPECTATIVA DE VIDA AL NACER

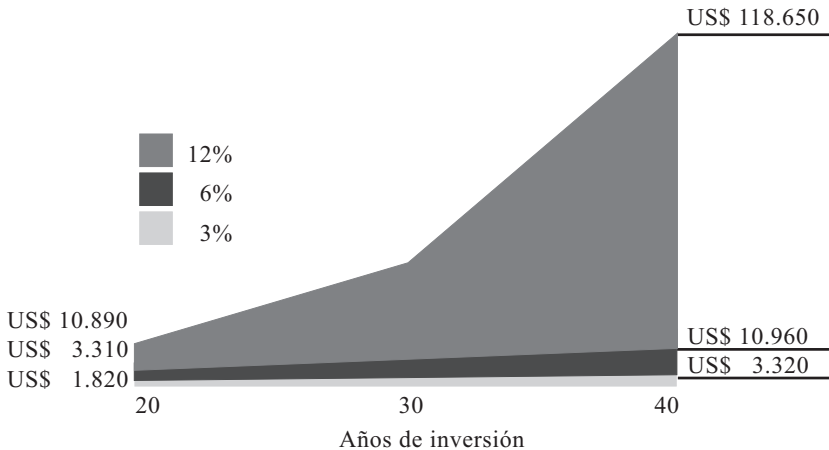


Fuente: INE.

Dos consideraciones son relevantes a la hora de hablar de un horizonte de largo plazo. Primero, a largo plazo, una diferencia de un 1% en el retorno implica un impacto significativo en el aumento de capital. Por ejemplo, como vemos en el Gráfico N° 3, si un inversionista tiene un capital inicial de US\$ 1.000, con una rentabilidad compuesta anual de 12% , al cabo de 40 años obtiene un saldo acumulado que supera en 36 veces al saldo que se tendría si la rentabilidad hubiera sido de 3% anual.

Gráfico N° 3

IMPACTO DE LA RENTABILIDAD EN EL SALDO ACUMULADO



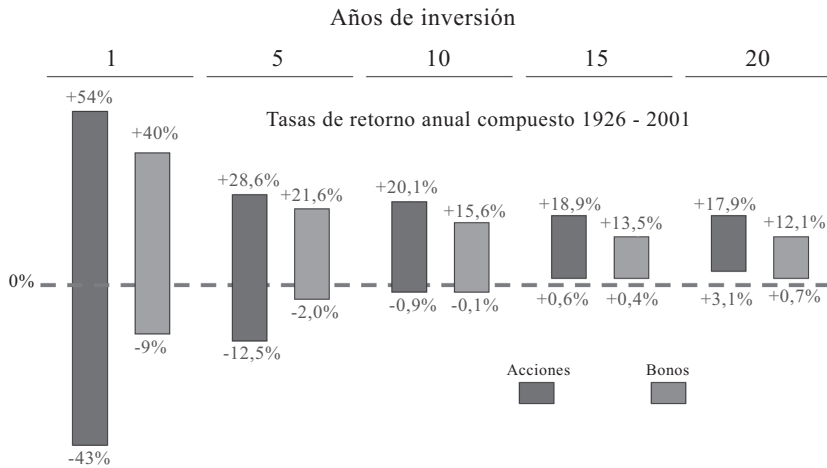
Fuente: Elaboración del autor.

Segundo, un aumento de la inflación de un 1% erosiona sustancialmente el poder adquisitivo con el tiempo, convirtiéndose así en un enemigo del inversionista. Como ilustración, con una tasa de inflación anual de 3%, después de 20 años el inversionista puede llegar a perder el 46% de su poder adquisitivo original en una inversión cuyo principal valor se presume como invariable.

Como recomendación se puede señalar que, dado que existe una multiplicidad de horizontes de inversión entre los cotizantes, entonces ellos deben tener diferentes políticas de inversión y asignación de activos, ya que la tolerancia al riesgo difiere

sustancialmente con el horizonte temporal que se tenga. Esto puede verse si comparamos los retornos y percepciones de riesgo de títulos accionarios y bonos considerando una referencia a un año *versus* la referencia a 5, 10, 15 y 20 años (ver Gráfico N° 4). En conclusión, los inversionistas con horizontes de mayor plazo deberían tener una política de asignación de activos distinta a la de los trabajadores que se acercan a la edad de jubilación.

Gráfico N° 4
RETORNO ANUAL COMPUESTO
Según horizonte de inversión, período 1926-2001



Fuente: Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 2002 Yearbook, Ibbotson Associates.

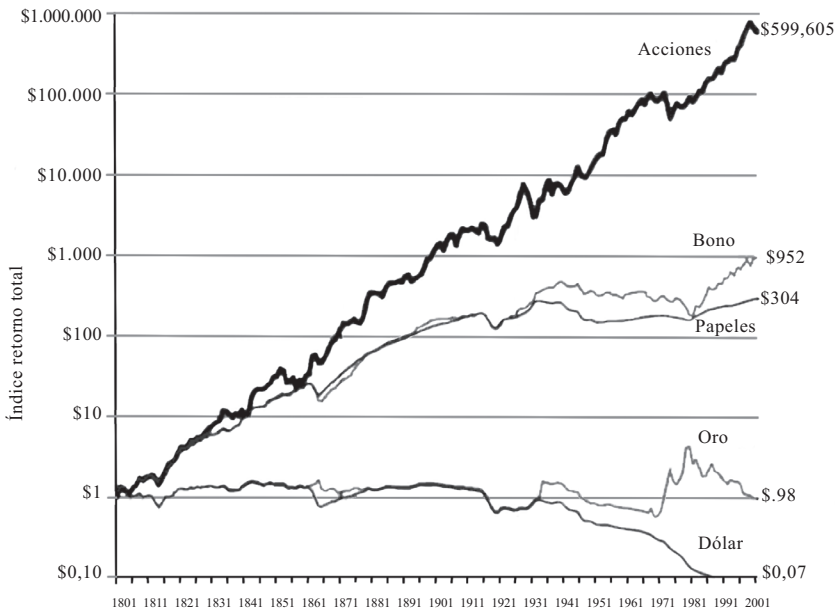
La maximización del retorno

El segundo requisito del mandato de inversión es que se obtenga el máximo retorno real posible. Lo primero que hay que decir es que lograr un mejor retorno real para los inversionistas requiere invertir en activos reales que tengan un mayor retorno. La primera gran pregunta que surge entonces es: ¿en qué activos debemos invertir para maximizar el retorno real?

Claramente no existe certeza de cuáles son los activos que obtendrán los más altos retornos reales en el futuro, razón por la cual solo nos queda mirar cómo se han comportado históricamente ciertos tipos de instrumentos. Al respecto, existen variados estudios sobre retornos reales históricos de acciones *versus* bonos, que ofrecen datos contundentes y concluyentes.

A modo de ilustración, en el Gráfico N° 5 se muestran los índices de retorno real de bonos y acciones de largo plazo en EE.UU. (entre los años 1801 y 2001). Se ve, al igual que en otros estudios, que las acciones han sido superiores a los bonos y letras en el largo plazo (por lo menos 30 años).

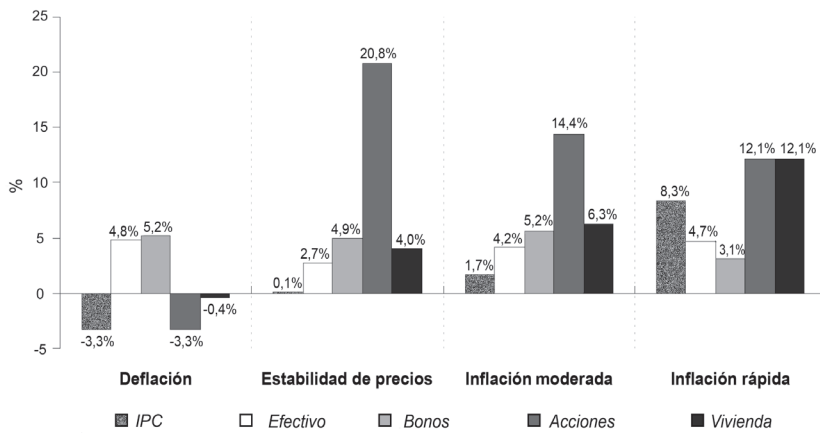
Gráfico N° 5
ÍNDICES DE RETORNO REAL
1801-2001



Fuente: Jeremy Siegel: Stocks for the Long Run (1802-2001).

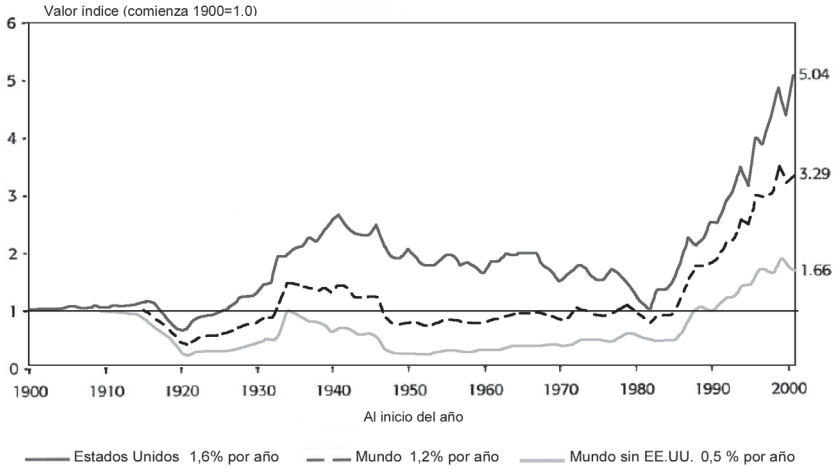
Ahora bien, si sabemos que la inflación es un factor clave al erosionar el poder adquisitivo del inversionista en pensiones, entonces cabe preguntarse qué clase de activo supera a la inflación. Pues bien, como puede apreciarse en el Gráfico N° 6, históricamente el sector inmobiliario y las acciones proporcionan retornos reales que se equiparan o superan a la inflación en cualquier clima económico, en tanto los bonos sufren significativamente en ambientes inflacionarios. Puede decirse que los bonos proporcionan certeza de retornos nominales, un alto grado de protección del capital, pero poca protección al poder adquisitivo. De hecho, como resultado de los efectos devastadores de la inflación, en muchos países los bonos no pudieron proporcionar retornos reales positivos durante el siglo pasado (ver Gráfico 7).

Gráfico N° 6
TASA ANUAL DE RETORNO DE ACTIVOS
Según ambiente económico



Fuente: Morgan Stanley Investment Management & David M. Darst, 1871-2000 (“The Art of Asset Allocation”).

Gráfico N° 7
RETORNO REAL ACUMULADO (EN US\$) DEL WORLD BOND INDEX
1900-2000



Fuente: Elroy Dimson, Paul Marsh & Mike Staunton : Triumph of The Optimists (“101 Years of Global Investment Returns”).

Como conclusión se puede señalar que en todos los estudios y países analizados las acciones siempre han sido superiores a los bonos, letras e inflación en el largo plazo. El análisis histórico determina un rango de retornos reales para las acciones entre un 2% y un 8%, *versus* un rango entre -2% y -3% para los bonos. Este resultado superior no es solo un patrón del pasado, sino que coincide con la teoría de que los valores más riesgosos deben tener un menor precio que valores más seguros. Las acciones riesgosas, por tanto, ofrecen mejores retornos reales, y, consecuentemente, para los inversionistas tolerantes al riesgo, eso las convierte en una atractiva inversión a largo plazo. En tanto, los bonos no ofrecen protección alguna en caso de escenarios inflacionarios: un aumento en las expectativas de inflación a largo plazo podría tener efectos muy negativos en carteras conservadoras que prefieren renta fija.

Diversificación del riesgo

El tercer requisito del mandato de inversión radica en minimizar el impacto de escenarios negativos. En un mandato que requiere protección del poder adquisitivo y aumento de capital, este objetivo puede cumplirse adoptando estrategias de diversificación del riesgo.

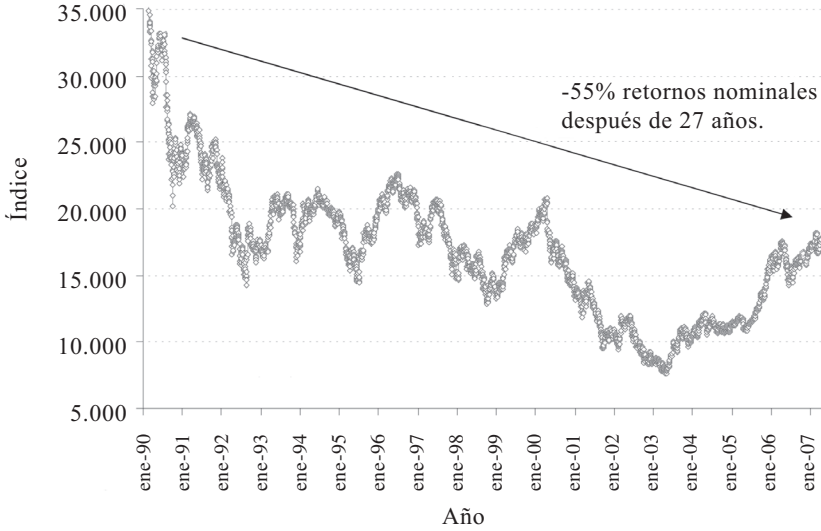
¿De qué tipo de riesgo estamos hablando? Pues bien, no nos referimos al riesgo de volatilidad, sino al riesgo de perder poder adquisitivo. Para el inversionista a largo plazo, la volatilidad del retorno no es el principal riesgo, el mayor riesgo es la disminución del poder adquisitivo debido a los efectos erosivos de la inflación en los precios del consumidor.

La diversificación del riesgo consiste en combinar activos que tienen respuestas variables frente a las fuerzas que impulsan los mercados. Esto genera una cartera más eficiente, ya que al tener más de un activo, el inversionista está protegido de la contingencia de que todo se pueda perder de una sola vez. Así, a cierto nivel de riesgo, carteras debidamente diversificadas proporcionan mayores retornos que carteras menos diversificadas, y al mismo tiempo, para un determinado nivel de retorno, las carteras bien diversificadas ofrecen un riesgo menor que las carteras menos diversificadas.

A modo de ejemplo, los inversionistas japoneses que decidieron no diversificarse han visto cómo sus inversiones se reducían en más de la mitad después de 27 años (ver Gráfico N° 8). En este contexto, los valores no diversificados no pueden ser considerados como seguros en términos reales, incluso si el inversionista tiene un horizonte de largo plazo (20 años o más). En cambio, con una cartera diversificada ese riesgo se reduce bastante.

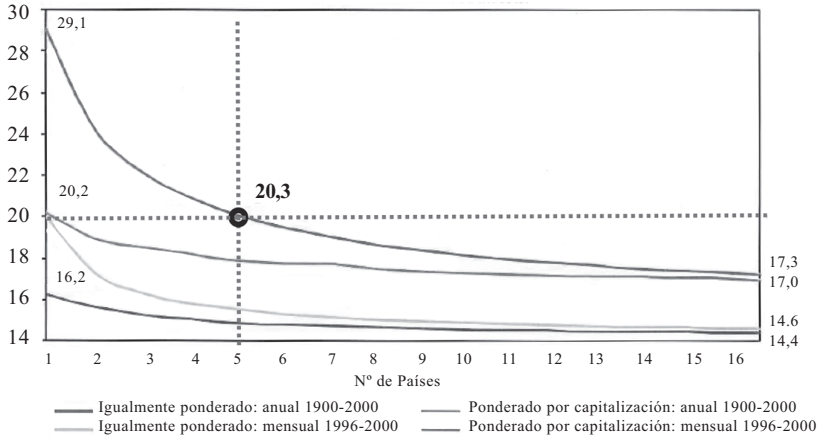
Al respecto, hay que señalar que se puede diversificar a través de dos mecanismos. Un primer mecanismo es la diversificación internacional. Como se puede ver en el Gráfico N° 9, la diversificación internacional de las carteras tiene un efecto positivo en la reducción del riesgo: al aumentar el número de países en la cartera de uno a cinco, se reduce sustancialmente el riesgo (medido como desviación estándar del retorno) entre un 15% y un 30%. Así, la diversificación internacional disminuye el

Gráfico N° 8
VALORES DE JAPÓN
NIKKE Index



Fuente: Bloomberg.

Gráfico N° 9
REDUCCIÓN HISTÓRICA DEL RIESGO PRODUCTO DE LA
DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL
Desviación estándar anualizada (%)



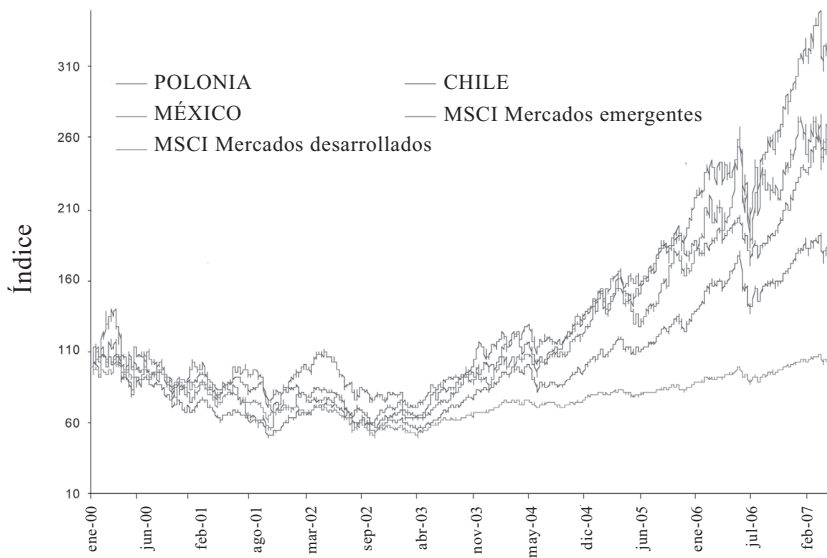
Fuente: Elroy Dimson, Paul Marsh & Mike Staunton: Triumph of The Optimists (“101 Years of Global Investment Returns”).

posible resultado negativo de la exposición para un país con retornos muy negativos.

El segundo mecanismo es la diversificación por clase de activo. Como es tan difícil de prever cuál clase de activo va a entregar los mejores/peores retornos en los próximos años, lo más sensato es diversificar el riesgo entre distintas clases de activos. Esto permite que el inversionista esté protegido contra la concentración en activos que tienen un muy bajo desempeño.

Una diversificación por clase de activo debería considerar invertir en pequeños capitales y mercados emergentes, pues históricamente estos han tenido retornos superiores en comparación con grandes capitales y mercados desarrollados. En este sentido, diversificar el riesgo no significa que todas las carteras estén sobrecargadas en economías desarrolladas. Invertir en economías emergentes, como muestra el Gráfico N° 10, proporciona un gran potencial para mayores retornos.

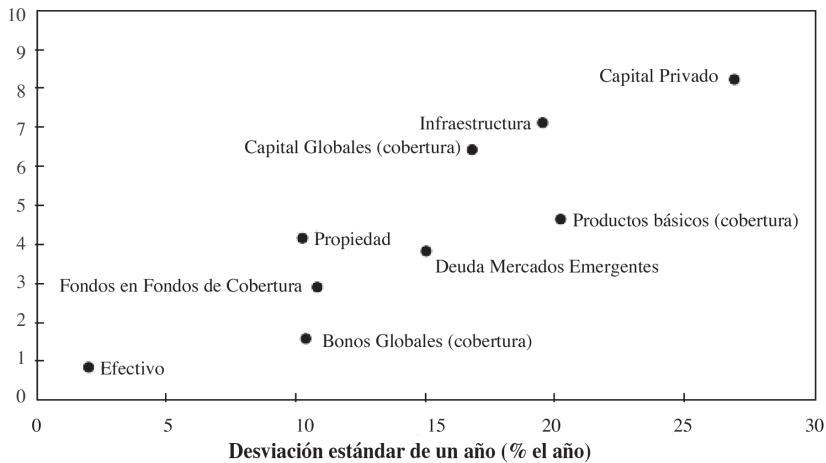
Gráfico N° 10
ÍNDICE DE RETORNOS REALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



Fuente: MSCI.

El mercado inmobiliario y de infraestructura son también inversiones que pueden agregar valor a largo plazo, ya que pueden diversificar el riesgo y también aumentar el retorno. Esto último puede apreciarse en el Gráfico N° 11, que muestra las expectativas de riesgo y retorno para un conjunto de instrumentos, entre los cuales se hallan el mercado inmobiliario y de infraestructura.

Gráfico N° 11
EXPECTATIVAS DE RIESGO Y RETORNO
(30 de septiembre de 2005)



Fuente: Roger Urwin, "Asset Allocation in a low-return environment". CFA Institute Conference Proceedings Quarterly.

Los bonos corporativos han tenido mejores resultados que los bonos gubernamentales, como era de esperarse, debido a la prima por riesgo de insolvencia de los emisores del sector privado. Otro instrumento es el Capital Privado (Private Equity), cuyos recientes retornos han sido muy fuertes, lo que proporciona un gran incentivo para recaudar fondos de esta clase de activos. Por último, no podemos dejar de mencionar la importancia de los Hedge Funds (Fondos de Cobertura), cuyo atractivo como clase de activo reside en su baja correlación con los mercados y sus elevados retornos históricos.

A modo de conclusión, el tercer requisito del mandato de inversión, al cual hemos estado haciendo referencia, implica que el

gerente de la cartera tiene el deber de diversificar en la mayor medida posible (internacionalmente y en diferentes clases de activos), para reducir el impacto de posibles escenarios de baja.

No es posible terminar esta presentación sin hacer alusión a las recomendaciones que hace el Banco Mundial, acerca de las carteras de inversión de los fondos de pensiones. Por un lado, los gobiernos tienen la responsabilidad de asegurarse de que los fondos de pensiones obtengan retornos decentes para sus miembros, sobre todo si las cotizaciones son obligatorias. Por otro lado, las garantías explícitas e implícitas de los valores de las pensiones significan que los gobiernos también tienen un interés financiero en promover un buen desempeño de los fondos de pensiones.

Ahora bien, se ha usado esta responsabilidad para justificar una regulación estricta de las carteras de fondos de pensiones, la estructura de la industria de la administración de los fondos y los retornos de la inversión. Y este es el problema, que estas regulaciones tienen un precio: los regímenes más liberales han tenido mejores retornos de fondos de pensiones, que aquellos con regulaciones más estrictas.

Claramente, al liberalizar el mercado de fondos de pensiones se debería obtener mejores retornos, una mayor competencia entre los fondos, y que los trabajadores pudieran elegir una cartera que se adaptara a sus necesidades individuales.