

REGULACIÓN Y MONITOREO DEL RIESGO DE INVERSIÓN

JUAN YERMO¹

El riesgo de inversión puede significar cosas distintas para personas distintas. No se puede definir sin hacer referencia a un horizonte de tiempo y a un resultado esperado determinado por las preferencias del inversionista. Para los miembros de planes de pensión de contribución definida (CD), la volatilidad de corto plazo de los retornos no captura el riesgo de la inversión que les interesa, que es la posibilidad de que el valor de su fondo al momento del retiro sea menos de lo que necesitan para comprar una renta vitalicia pagando un ingreso igual a su tasa de reemplazo. El costo de comprar una renta vitalicia varía también a lo largo del tiempo con las tasas de interés, por lo tanto, la medición del riesgo de inversión debería tomar en cuenta el riesgo de las tasas de conversión de la renta vitalicia. Más aún, un miembro de un fondo de pensiones puede estar interesado también en más que el segundo momento de la frecuencia de la distribución de los retornos, ya que los retornos de la inversión raras veces se ajustan a los supuestos de normalidad que requiere el marco de media-varianza estándar de la optimización de cartera. Un inversionista de largo plazo se puede beneficiar de los retornos de media revertida y, por lo tanto, se afecta menos por la volatilidad de mercado de corto plazo que un inversionista miope².

¹ Director de la Unidad de Pensión Privada, División de Asuntos Financieros, organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

² Véase por ejemplo, Campbell J. Y., Viceira L. M. "Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long Term Investors" ("Asignación de Activos Estratégica: Elección de Cartera para Inversionistas de Largo Plazo"), Cambridge University Press, 2000.

Desde la perspectiva de los legisladores, la regulación y el monitoreo del riesgo de la inversión en un sistema obligatorio de CD es un ejercicio no trivial. Cada miembro del fondo tiene preferencias y horizontes de inversión distintos. Entonces, teóricamente, el riesgo de la inversión debería monitorearse a un nivel de miembro. Este alcance claramente no es viable y, por lo tanto, los reguladores deben idear *proxis* que les permitan monitorear el riesgo de la inversión de una manera estandarizada. Lo que es cierto es que en tales sistemas, la medición de riesgo de los legisladores no corresponde necesariamente a la noción de volatilidad como riesgo, que muchos actores de mercado han mantenido fuertemente en la industria de las inversiones de los fondos de pensión.

Mediciones de riesgo para fondos de pensiones CD

Las medidas de riesgo que parecen ser más apropiadas para que los reguladores monitoreen son llamadas medidas de riesgo de pérdida (*downside risk*), tales como la pérdida esperada de cola (*expected tail loss*) o el déficit esperado (*expected shortfall*), valores en riesgo y test de estrés, medidos a los largo de un horizonte de inversión suficientemente largo. ¿Por qué son tan relevantes para los legisladores esas medidas de riesgo? Muy simple, porque en un sistema de CD obligatorio, la mayor preocupación de un miembro del fondo de pensiones es no ser capaz de mantener su estándar de vida después de que jubile, esta preocupación se mide como un riesgo de pérdida.

¿Significa esto que un miembro de un fondo de pensiones no se preocupa por la volatilidad en la fase de acumulación o de trabajo? Claramente, la principal preocupación de un inversionista es el valor de su riqueza en la fase de término y su transformación en renta vitalicia. Sin embargo, la riqueza intermedia y la volatilidad de corto plazo de los retornos de la inversión también son relevantes. Primero, porque entregan señales sobre las propiedades estadísticas de las distintas clases de activos, permitiendo al inversionista reequilibrar su cartera de largo plazo de acuerdo a eso. Segundo, pueden entregar señales sobre el valor agregado neto de los administradores de fondos activos. Además, porque no es de ninguna manera obvio que el miembro de un fondo de pensión promedio sea capaz de distinguir un exceso de retornos de ruido cuando escoge a un administrador de fondos de pensiones.

Todas las medidas cuantitativas de riesgo que he mencionado, con la excepción del déficit o caída de cola esperados (llamada también algunas veces valor en riesgo condicional) son probablemente las más relevantes para los miembros de planes de CD. El déficit esperado es una medida que se utiliza comúnmente en la industria de los seguros, pero al contrario del valor en riesgo, no se ha expandido mucho a la industria de administración de la inversión. Mientras que el valor en riesgo se focaliza en la pérdida máxima con una probabilidad dada sobre un horizonte específico, la caída de cola esperada o déficit esperado mide la expectativa condicional de pérdida debido a pérdida más allá del nivel de VAR. Para un miembro de un fondo de pensiones de CD cuya principal preocupación es que su ingreso de retiro esté bajo cierto nivel, el déficit esperado es una medida de riesgo más significativa que el VAR. El VAR no considera cualquier pérdida que esté más allá del nivel del VAR (el “riesgo de cola”), sin embargo, esas pérdidas son las que van a afectar más la riqueza de un miembro de CD. El déficit esperado también tiene más propiedades estadísticas adecuadas. Es un subaditivo, que significa que una cartera de dos instrumentos tiene un nivel de riesgo menor o igual a la suma de los riesgos individuales de esos instrumentos. Esto asegura su coherencia como medida de riesgo, lo que no ocurre con el VAR³.

Con respecto al déficit esperado, para que el VAR y otras medidas de riesgo de pérdida sean útiles para los legisladores, necesitan calcularse de una manera que sea consistente con el horizonte de inversión y los objetivos de beneficios de retiro del miembro del plan. Las medidas de riesgo calculadas sobre un horizonte pueden no sólo ser irrelevantes, sino que además pueden causar una confusión en la estrategia de inversión. Igualmente, el objetivo de renta vitalicia debe incorporarse a la medida de riesgo. Esto va a afectar el riesgo relativo de distintas clases de activos ya que sus propiedades estadísticas serán evaluadas contra las del beneficio de pensión objetivo.

³ Véase, por ejemplo, Artzner, P., Delbaen, F., Eber, J. y Heath, D. (1999). “Coherent measures of risk” (“Medidas de Riesgo Coherentes”). *Mathematical Finance*, 9 (3):203-228 or Danielsson, J., Jørgensen, B. N., Sarma, M., de Vries, C. G. y Zigrand, J., “Consistent Measures of Risk” (“Medidas Consistentes de Riesgo”), London School of Economics, mayo 24, 2006.

La regulación del riesgo de inversión en planes de CD

La CONSAR de México es el único regulador de un sistema de pensiones CD obligatorio que ha introducido medidas cuantitativas de riesgo en la regulación del riesgo de inversión. La medida que escogieron es el VAR, medido a lo largo de un año, que tiene todas las desventajas recién mencionadas. Afortunadamente, estas desventajas pueden tratarse utilizando la medida de riesgo de déficit esperado y calculándolas de una forma que sea consistente con los objetivos de beneficios de retiro de los miembros de un fondo CD.

Por necesidad, tal medida cuantitativa de riesgo no podrá tomar en cuenta las necesidades y preferencias especiales de cada inversionista. Un regulador, sin embargo, puede hacer un supuesto sin problemas sobre la tasa de reemplazo mínima que espera un miembro, dado un cierto esquema de contribución. Luego, puede establecer una medida de riesgo consistente con ese objetivo.

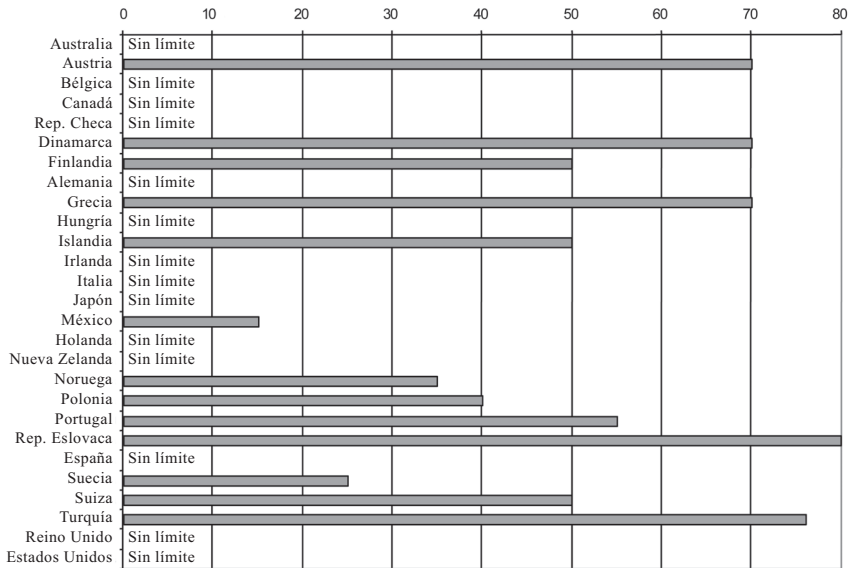
Otra pregunta que necesita ser tomada en cuenta es si el regulador debería limitar el déficit esperado máximo de un fondo de pensiones, lo que requiere una acción correctiva una vez que se ha llegado al tope. Esta pregunta se relaciona con la amplia discusión sobre regulaciones cuantitativas versus cualitativas. Los países con una fuerte tradición autorreguladora tienden más a optar por el alcance cualitativo, promoviendo la utilización de medidas de riesgo cuantitativas para los actores de mercado, pero sin establecer realmente límites de riesgo regulatorios.

La regulación del riesgo cuantitativa también es mayor a los topes de cartera tradicionales que han establecido los reguladores en algunos países. Este alcance indirecto de la regulación del riesgo de la inversión se utiliza ampliamente en países de América Latina y Europa del Este que han introducido sistemas CD obligatorios. Las reglas cuantitativas de cartera, sin embargo, no aseguran una diversificación del riesgo adecuada o aun un bajo riesgo agregado. Un buen ejemplo de esto son las limitaciones a la inversión extranjera que han impuesto algunos países que tienen sistemas financieros domésticos débiles. Más aún, estos pueden ser difíciles de cambiar, ya que a menudo están establecidos en la ley de pensiones. Finalmente, los topes de cartera se basan habitualmente,

en base a percepciones de riesgo, más que en medidas reales de riesgo que son relevantes para los inversionistas de largo plazo. Por lo tanto, un regulador puede limitar la inversión en acciones por su alta volatilidad de corto plazo sin considerar su valor real para un miembro de un fondo de pensiones.

El enfoque de cartera cuantitativa de la regulación de la inversión se ha abandonado gradualmente en muchos países de la OCDE. Algunos ejemplos de la relajación de las inversiones en acciones incluyen el levantamiento de un 65% del tope en Bélgica en 2002, de 25% en la República Checa en 2004, el alza del tope desde 50% a 70% en Dinamarca en 2002 y en México de 0 a 15% en 2005. Mientras que todavía alrededor de la mitad de los países de la OCDE imponen topes sobre las inversiones en acciones, los niveles, en la mayoría de los casos, son no restrictivos, ya que se han establecido relativamente altos (véase Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1
LÍMITES A LAS INVERSIONES EN ACCIONES
(% de los activos totales, 2005)

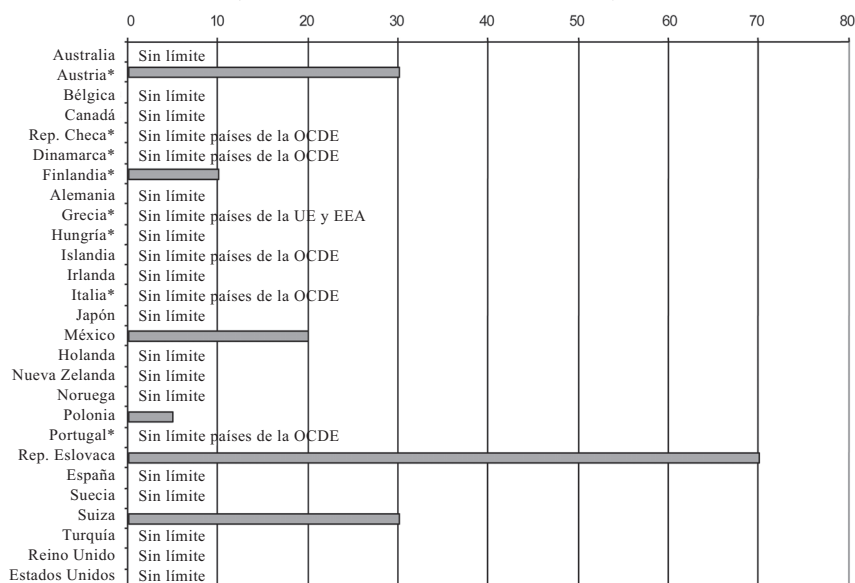


Fuente: Elaboración del autor.

También se ha levantado el límite a la inversión en el extranjero (por ejemplo, Japón en 1999, Canadá en 2005, en ambos casos se estableció el tope en 30%) o alzado (por ejemplo, de 20% a 30% en Corea en 2003, de 0% a 20% en México en 2005, de 5% a 10% en Dinamarca en 2005). Algunos países de la OCDE todavía imponen límites a la inversión en otros países de la OCDE (véase Gráfico N° 2).

Gráfico N° 2

LÍMITE A LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DE LOS FONDOS DE PENSIÓN
(% de los activos totales, 2005)



Fuente: Elaboración del autor.

Mientras muchos países están quitando el establecimiento de límites por clase de activo, todavía son populares otros tipos de reglas de diversificación, como los límites en la proporción de la cartera que se puede invertir en valores individuales, límites sobre la concentración de propiedad y límites sobre la inversión en instrumentos no transparentes o no líquidos. Estas regulaciones se apoyan en posiciones de prudencia, aunque también se pueden dejar a cargo de la autorregulación a través de una regla de persona prudente.

Comentarios finales

Existen tres formas principales de regulación a la inversión de los fondos de pensiones: Directamente, estableciendo medidas de riesgo, indirectamente, estableciendo topes en la asignación de las carteras y a través de la autorregulación, también conocida como la regla de la persona prudente. El uso de medidas cuantitativas de riesgo para regular el riesgo de la inversión en planes obligatorios CD es atractivo pero desafiante. Requiere de la construcción de medidas de riesgo que se puedan aplicar a distintos fondos de pensión de manera consistente sin necesitar conocimiento de las preferencias específicas de cada inversionista individual. La medida del VAR tiene algunas desventajas que la hacen menos apropiada para propósitos regulatorios que la medida del déficit esperado, también conocida como la pérdida de cola esperada o VAR condicional.

Los legisladores también deben decidir si esas medidas de riesgo deberían simplemente promoverse y monitorearse o se debería establecer un tope cuantitativo de riesgo. En países con una tradición de imponer topes a las carteras en fondos de pensiones, el resultado natural puede ser un tope cuantitativo de riesgo, como pasó en México, cuando recientemente se introdujo el VAR por la CONSAR.

El movimiento hacia el monitoreo y regulación del riesgo de la inversión directo es también mejor que la práctica de topes de cartera que ha sido popular hasta hoy en países de América Latina y Europa del Este que han introducido sistemas de pensión con CD obligatorios. Como se establece en los estándares regulatorios internacionales para los fondos de pensiones que promueve la OCDE, los reguladores deberían confiar más en la forma de gobernar efectiva y los requerimientos de control de riesgo, sin establecer necesariamente límites de cartera en las inversiones de los fondos de pensión.