
EL RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE PENSIONES: LA EVIDENCIA

PABLO ANTOLÍN¹

¹ Economista de la División de Asuntos Financieros, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Este es un trabajo de colaboración entre la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Banco Mundial sobre pensiones privadas; en particular, es parte de un estudio cuyo objetivo es comparar el rendimiento financiero de los fondos de pensiones privados en varios países de América Latina, de Europa Central y del Este, y de la OCDE. Este proyecto se realiza gracias a la colaboración de instituciones como el BBVA, ING y la Asociación de Fondos de Pensiones de Holanda (VB).

En la primera etapa de este proyecto se hizo una descripción de los distintos sistemas de pensiones de los países estudiados, y se analizaron los datos disponibles; en una segunda etapa se intentó comparar los rendimientos usando medidas estándares de análisis; y en la tercera etapa, en la que estamos trabajando en estos momentos, se hace un análisis comparativo del rendimiento con la ayuda de nuevos portafolios de referencia. Estamos intentando calcular nuevos portafolios de referencia que incorporen las relaciones potenciales entre las características de los sistemas de pensiones de cada país y el marco regulatorio en el cual se desenvuelven.

Sobre la base de esa estructura, se muestran los resultados preliminares que se han obtenido en dichos estudios. Esta presentación recoge los resultados preliminares de las dos primeras etapas.

Con respecto a la descripción del sistema, la primera parte se centró en la realización de un estudio descriptivo de los fondos de pensiones privados en los distintos países y su marco regulatorio, se compararon los activos totales y la colocación de dichos activos entre distintos instrumentos; también se describe cómo se valoran los retornos de estas inversiones en cada país. En segundo lugar, se realizó un análisis de los problemas potenciales con los datos de retornos que proporcionan tanto los fondos de pensiones como los organismos reguladores; luego, un análisis preliminar de cuál ha sido el rendimiento de estos fondos a un nivel comparado, para lo cual se tuvo en cuenta un portafolio de referencia y se hizo primero esta evaluación con respecto a medidas estándares de rendimiento financiero, como el ratio de Sharpe y el análisis de atribución de Sharpe; este estudio fue realizado por Eduardo Walker.

El cuarto estudio fue una comparación *ex post* de los rendimientos de inversión de los fondos de pensiones privados ajustados por riesgo; luego se compara esto con un portafolio hipotético *ex post*, que sería el portafolio *ex post* que habría obtenido el mayor retorno dado el mismo nivel de riesgo. Y, por último, se está terminando un análisis de los diferentes costos de inversión en los países estudiados.

En los ámbitos global y general de los países que se engloba en este estudio, destacan algunas características. Con respecto a los tipos de fondos de pensiones, lo importante es que hay fondos obligatorios y voluntarios, ocupacionales y personales, de prestación definida y de contribución indefinida.

La variabilidad en los países que se ha estudiado es bastante amplia; sin embargo, se puede ver que en los países de América Latina y de Europa Central y del Este, la mayoría de los fondos de pensiones son obligatorios, del tipo personal y de contribución definida, excepto en el caso de Brasil, donde son de prestación definida, voluntarios y ocupacionales. En los países de la OCDE hay una mezcla de sistemas obligatorios y voluntarios; la mayoría son ocupacionales y, en términos de porcentaje de activos, de prestación definida, aunque es importante destacar que están inmersos en un proceso de transición hacia sistemas de contribución definida.

Respecto del marco regulatorio, en los países de la OCDE hay pocas restricciones a la inversión. Son sistemas regulatorios basados en la “regla del hombre prudente”. Mientras que en los países de América Latina, de Europa Central y del Este, el sistema regulatorio se basa en restricciones tanto del tipo de instrumentos que se autoriza como de los límites de inversión en ciertos instrumentos; por ejemplo, límites cuantitativos sobre la inversión en activos extranjeros.

Con respecto a los activos totales y su colocación, se puede observar que en la mayoría de países hay un gran porcentaje de inversión en bonos, excepto en países como Chile (donde es menor de 50%), Estados Unidos, Reino Unido y Canadá. En particular, en los países de la OCDE es menor la inversión en bonos, excepto en el caso de Suecia, donde los bonos alcanzan un 62%.

En cuanto a los activos totales, el peso del sistema de pensiones de capitalización privada depende bastante de cuál es la historia de los países. Así, los seis países en los cuales el porcentaje de activos con respecto al producto interno bruto (PIB) es mayor a 20% son países que tienen una larga historia de fondos de pensiones y son todos países de la OCDE, excepto el caso de Chile, que también tiene una historia de fondos de pensiones más larga que la de los otros países.

Asimismo, en cuanto a las estadísticas básicas sobre los rendimientos, se calculó –sobre la base de los datos disponibles– cuál es la rentabilidad geométrica y arit-

métrica de todos los países y la desviación estándar durante esta década, a partir del año 2000 y hasta finales del 2005. Se puede observar que en los países de la OCDE la rentabilidad ha sido relativamente baja mientras que la variabilidad ha sido alta; y que en los países de América Latina ha sido al revés: retornos relativamente altos pero variabilidad relativamente baja, excepto en los casos de Argentina y Uruguay. Los resultados en los países de Europa Central y del Este están al medio: ni tan rentables ni tan volátiles.

Por supuesto, lo anterior no se puede generalizar porque es para un período solo de cinco años y depende de las circunstancias particulares, como lo demuestra claramente el caso de Argentina.

El segundo punto en el que nos centramos fue en señalar cuáles son los problemas potenciales con los datos que se proporcionan sobre rendimientos de los fondos de pensiones, sobre los resultados comparativos. Hay problemas de diferencias de metodologías de evaluación, diferencias en cómo se calculan y cómo se cargan los gastos, y en cómo se toma en cuenta los gastos de inversión, y también hay diferencias en los marcos legales. Pero, aparte de eso, hay problemas potenciales de sesgos en los datos disponibles. Por ejemplo, un problema bastante grave es el relacionado con el sesgo de rendimiento, porque se utilizan ponderaciones en el cálculo de los retornos agregados utilizando el peso relativo de cada fondo al final del período, con lo cual se da un mayor peso a aquellos fondos que en cierto sentido han tenido éxito con respecto a los fondos que han tenido un menor éxito. Esto se podría solucionar utilizando ponderaciones retardadas, que sean variables y que se utilicen simplemente para períodos cortos como un mes o, como mucho, un trimestre.

Relacionado con lo anterior, existe también el problema de que para calcular los rendimientos medios, los rendimientos de un grupo de fondos o los rendimientos de un país, se usan valores medios fijos para ponderar y obtener el rendimiento medio; sin embargo, lo que sería aconsejable es utilizar precios variables en el tiempo.

Otro problema con los datos es el relacionado con el uso de retornos con períodos solapados. No hay una distinción, una referencia clara a la separación de los distintos activos en los que se invierte, lo que crea problemas para poder comparar con garantía. Y, por último, existe el riesgo de supervivencia, que está relacionado con el primero descrito anteriormente. Este riesgo surge cuando al ponderar solamente se tiene en cuenta los fondos de pensiones que existen al final del período, los que han sobrevivido.

Todos estos problemas con los datos son problemas relacionados con el hecho de querer comparar a escala internacional. Esos problemas no existen cuando el análisis se hace dentro de un país concreto porque son datos homogéneos, pero al hacer comparaciones internacionales del rendimiento de los fondos de pensiones todos estos problemas son muy importantes porque hacen difícil comparar con un cierto nivel de garantía.

La segunda parte del estudio se centró en dar una respuesta a la pregunta más importante del mismo: ¿Cómo han rendido los fondos de pensiones en los distintos países y cómo se puede realizar esta comparación?

Para realizar esta comparación, como se ha señalado antes, se necesita un portafolio de referencia. Entonces, se calcula el diferencial de los rendimientos obtenidos con respecto a este portafolio de referencia y ese diferencial es el que se compara a escala internacional para decidir cómo han rendido los diversos fondos de pensiones en los distintos países.

El estudio, por ahora, se ha centrado en medidas estándar como el ratio de Sharpe y también el análisis de atribución de Sharpe, y el principal resultado de este estudio es que los fondos de pensiones obtuvieron una prima de riesgo que se puede considerar positiva, es decir, han añadido valor. Para estos cálculos se utilizó como portafolio de referencia retornos de activos sin riesgo, tanto a corto como a largo plazo, tanto domésticos como extranjeros, y el resultado es que los fondos de pensiones tuvieron una prima de riesgo positiva, es decir, han añadido valor para la mayoría de los países con respecto a los instrumentos a corto plazo tanto domésticos como extranjeros, aunque en algunos países, como por ejemplo Hungría y otros de Europa del Este, también añadieron valor o tuvieron una prima de riesgo positiva con respecto a instrumentos sin riesgo a largo plazo, tanto domésticos como extranjeros.

El otro estudio realizado hasta ahora compara los retornos de los países con respecto a un portafolio hipotético de referencia que se calcula a posteriori. En otras palabras, no es un portafolio que se pueda replicar, sino un análisis completamente a posteriori. El estudio calcula el portafolio hipotético a posteriori teniendo en cuenta cuál hubiera sido el portafolio a posteriori con el mayor rendimiento, teniendo en cuenta que debe tener la misma desviación estándar que los rendimientos de los fondos de pensiones han obtenido en realidad, y esto se hizo tanto en el caso hipotético de que no hubiera restricciones como en el caso en que se incluyen las restricciones de inversión vigentes en cada país. Y el resultado es, obviamente, que los fondos de pensiones han rendido menos que el mejor portafolio a posteriori, pero la diferencia no ha resultado ser tan grande como hubiéramos esperado a priori.

Actualmente se está intentando extender el estudio y, en vez de compararlo con el portafolio hipotético que hubiera tenido el rendimiento más alto, hacer la comparación con aquel portafolio hipotético *ex post* también, pero que hubiera tenido una alta correlación con la tasa de crecimiento de salarios en el país en cuestión, o con la tasa de crecimiento del PIB del país en cuestión.

Por último, este estudio sugiere que las restricciones de inversión han afectado el rendimiento de los fondos cuando comparamos los resultados en los casos con res-

tricciones y sin restricciones; sin embargo, hay varios países en los que las restricciones de inversión no parecen ser vinculantes, es decir, que el portafolio con mayor rendimiento tiene un alto porcentaje de los activos permitidos. Por ejemplo, el portafolio con mayor rendimiento en ciertos países (Hungría) tiene un alto porcentaje de bonos domésticos, lo que en muchos países se explica por dos factores: primero, porque existen restricciones de inversión que lo que han hecho es crear un sesgo para invertir en bonos domésticos. Además, por razones macroeconómicas, los bonos domésticos han tenido una prima mayor que los otros activos domésticos, sobre todo otros activos internacionales, lo que ha llevado a estos resultados.

¿Cuáles son las conclusiones de lo que hemos hecho hasta ahora, teniendo en cuenta que son resultados preliminares? Lo primero y más importante es que hay un problema de disponibilidad de datos adecuados. Así, una de las recomendaciones es que se necesita desarrollar estándares internacionales para el cálculo y presentación de los datos de rendimientos financieros de los fondos de pensiones, que permitan realizar estudios comparativos. El problema con los datos que se proporcionan es el contexto de estudios comparativos en profundidad y con detalle institucional. Adicionalmente, hay un problema estructural de difícil solución con los datos. Los sistemas privados en la mayoría de los países latinoamericanos, y sobre todo de Europa del Este, no tienen más de diez años de vida, lo cual restringe el poder realizar un estudio de los rendimientos a largo plazo, que es el objetivo principal de los fondos de pensiones.

Para terminar, resumimos los principales resultados obtenidos hasta ahora. Tanto el estudio del ratio de Sharpe como el análisis de atribuciones indican que para países en los cuales hay suficiente información para ajustar los datos de retornos y poder realizar comparaciones, los fondos de privados han obtenido una prima con respecto a las alternativas de inversión a corto plazo. De igual manera, el otro estudio sugiere que los fondos de pensiones han logrado rendimientos menores con respecto al portafolio que *ex post* hubiera alcanzado el mayor rendimiento. Pero lo importante es que el análisis sugiere que en la mayoría de los países las restricciones sobre la inversión han tenido un efecto negativo sobre los resultados. El hecho de que hayan tenido un efecto negativo no quiere decir que los países las necesitaran por razones de desarrollo del mercado de capitales. Eso es un tema aparte; simplemente se trata de que cuando uno toma una decisión de política económica, debe tener en cuenta las implicaciones adicionales.

El proyecto se encuentra ahora centrado en extender este estudio de comparación de los rendimientos de los fondos de pensiones privados desarrollando portafolios de referencia específicos para cada país, teniendo en cuenta las especificidades del país, el diseño y las características del sistema de pensiones de cada país y los diferentes marcos regulatorios en que los fondos de pensiones tienen que actuar en cada país.