

Transición hacia los Fondos Generacionales

Implementación en el sistema de pensión
costarricense



¿Qué nos pedía la regulación?

Artículo 1:
Optimización de
Portafolios

Artículo 2:
Trayectoria de Inversión

Artículo 6:
Rebalanceo de
Portafolios

Objetivo de Fondos Generaciones

Consideraciones para la implementación de Fondos Generacionales

1

Multitud de supuestos y necesidad de estandarización.

2

Benchmarks a nivel de industria.

3

Existencia de un mercado con poca profundidad.

4

Restricciones normativas.

5

Uso de coberturas cambiarias.

6

Diseño de Glidepath y planteamiento teórico del Glidepath

7

Definición del plazo para la transición hacia Fondos Generacionales.

8

Estudios de impacto.

9

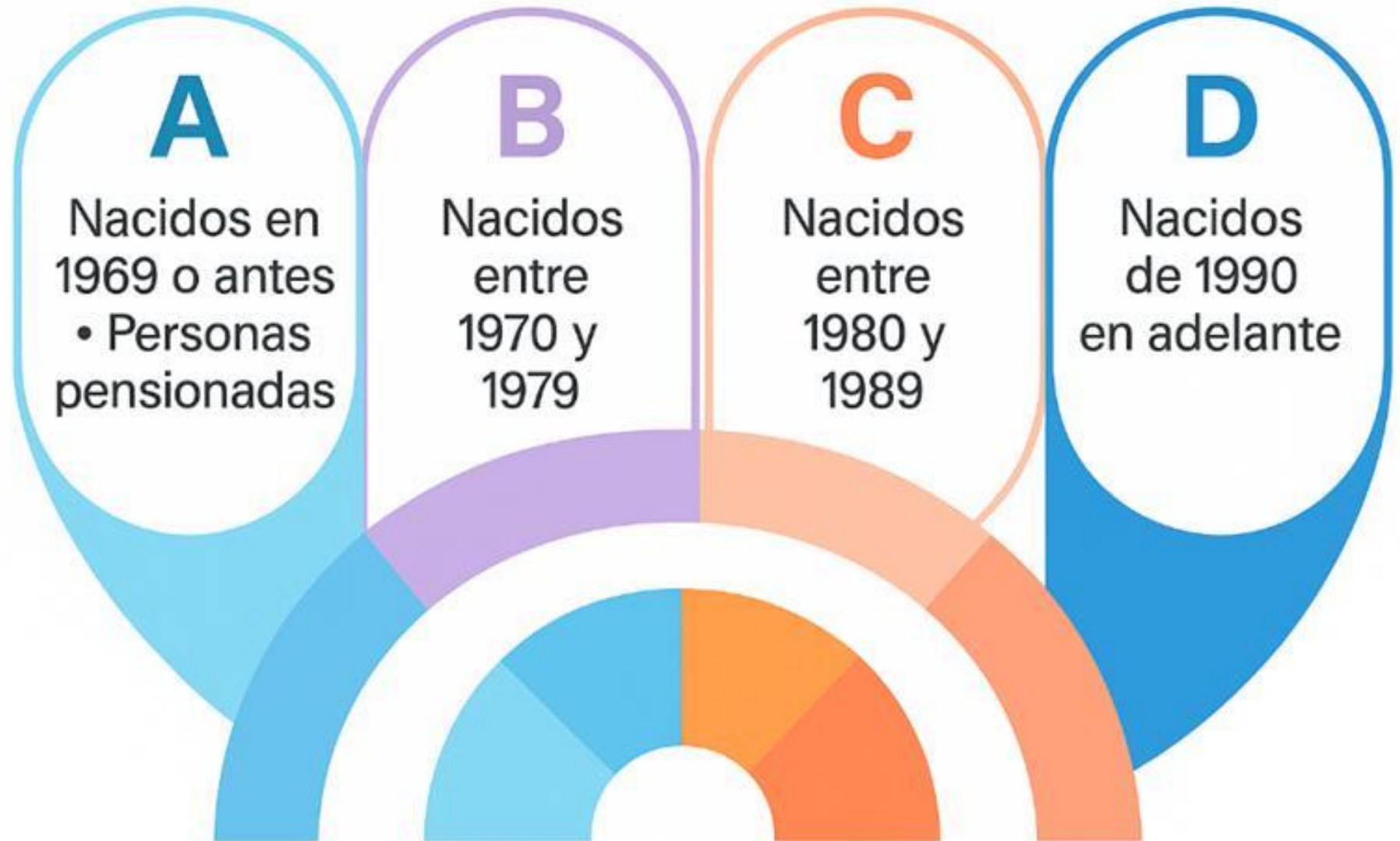
Ausencia de demostración contundente que los FG mejoraban la condición de la sociedad.

Transición hacia los Fondos Generacionales

Implementación en el sistema de pensión
costarricense



¿Qué son los Fondos Generacionales?



Algunos conceptos clave:

Clases de activos: Grupo de instrumentos financieros que comparten características similares en términos de riesgo, rendimiento y comportamiento en el mercado. Ej: Bonos UDES, Bonos Dólares, bonos variables, FIL, etc.

Cohortes etarias: Grupo de individuos que comparten una característica común, como el año de nacimiento.

Estrategias de inversión del ROP: Acciones planificadas de inversión de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias para que cada uno de ellos pueda cumplir el objetivo de tasa de reemplazo y rentabilidad declarados por cada operadora.

Glidepath: Trayectoria de inversión del fondo.

Límites de inversión: Restricciones de concentración establecidos en el Reglamento como regulación prudencial.

Optimización de portafolios: La optimización de portafolios consiste básicamente en lograr la mejor distribución de esos activos dentro del set de activos disponibles.

Tasa de reemplazo: Expresa el porcentaje del ingreso en colones que representa la pensión, respecto del ingreso en colones percibido como último salario por el trabajador activo.

Tipos de instrumentos: Títulos Representativos de Propiedad (TRP) y Títulos de Deuda (TD)

Supuestos del modelo:

Hipótesis demográficas

- Tasa de mortalidad dinámica (por edad, sexo y año)
- Tasa de invalidez (por edad y sexo)
- Tasas de densidad de cotización (por edad, sexo y fondo generacional)

Hipótesis financieras

- Inflación proyectada
- Tasas de crecimiento real de los salarios (por edad, sexo y fondo generacional)
- Tasas de rendimiento real (por año, fondo generacional y simulación)

Otras variables

- VANU proyectado (por edad, sexo y año).
- Tasa de cotización del ROP.
- Porcentaje de comisión (por edad y fondo generacional).



¿Qué nos pedía la regulación?

Artículo 1: Optimización de Portafolios

Cada operadora de pensiones complementarias deberá realizar un ejercicio técnico de optimización de los portafolios de inversiones para cada uno de los fondos generacionales con el objetivo de otorgar la mejor pensión posible para cada uno de sus afiliados, de forma que se obtengan las mejores relaciones de riesgo-rendimiento a lo largo del ciclo vital de la correspondiente cohorte etaria de cada fondo, hasta su extinción.

Artículo 2: Trayectoria de Inversión

Cada uno de los fondos generacionales del ROPC deberá contar con una trayectoria de inversión que muestre los porcentajes de inversión por clases de activos, desde una fecha inicial hasta la extinción del fondo.

La trayectoria de inversión deberá reducir los riesgos a que esté expuesto el portafolio de manera paulatina, a través de la combinación de TRP y títulos de deuda, hasta la extinción de la generación.

Junto con la trayectoria de inversión, la operadora de pensiones complementaria deberá declarar la **tasa de reemplazo** objetivo que el afiliado tipo del fondo podría recibir, de mantenerse como integrante de este.

Artículo 6: Rebalanceo de Portafolios

La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá seguirse en caso de que la operadora decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.

Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el error de seguimiento a la trayectoria de inversión sea superior a un 5%, las operadoras de pensiones deberán plantear una modificación a la trayectoria de inversión.

Esta última no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo.



**¿Qué problemas implicaba
la implementación de
Fondos Generacionales?**

1 Multitud de supuestos y falta de estandarización.

2 Ausencia de Benchmarks a nivel de industria.

3 Poca profundidad de los mercados.

4 Restricciones normativas.

5 Uso de coberturas cambiarias.

6 Diseño de Glidepath no consistente con las restricciones normativas.

7 Plazo insuficiente para la transición del fondo ROPC a los Fondos Generacionales.

8 Ausencia de estudios de impacto.

9 Planteamiento teórico del Glidepath.

10 Ausencia de demostración contundente que los FG mejoraban la condición de la sociedad.

Problema 1: Multitud de supuestos y falta de estandarización

La complejidad del modelo y la cantidad de variables requiere una multitud de supuestos, lo que hace casi imposible la comparabilidad entre modelos y resultados, condición que dificulta el control por parte del ente Regulador, así como el seguimiento y comparabilidad de las estadísticas de la Industria por parte de los afiliados.

Problema 2: Ausencia de Benchmark a nivel de industria

Los ejercicios de optimización se deben realizar a nivel de clases de activos. En Costa Rica no existen Benchmark estandarizados para todas las clases de activos que existen, lo que generó que cada operadora construyera sus propios Benchmark, lo que -nuevamente- complica la comparación de resultados.

Problema 3: Poca profundidad de los mercados

El diseño inicial por parte del Regulador tomaba como referencia resultados para economías con mercados más profundos y desarrollados que el nuestro. El mercado costarricense es un mercado con pocos emisores, escaso o nulo mercado de renta variable y un mercado de deuda corporativa prácticamente inexistente y esto limita el universo de inversión a dos clases de activos: deuda local de Gobierno y mercado internacional.

Problema 4: Restricciones normativas:

- **Transitorio VII:** El RGA limita la inversión en el sector público al trasladar la ponderación del 80% al 60% para el año 2043.
- **Exposición máxima en mercado internacional:** Ante la escasa oferta de papel en el mercado local, el crecimiento presentado y esperado de la industria de pensiones, los límites de la regulación y la menor demanda de financiamiento por parte del Ministerio de Hacienda hacen que la exposición en mercado internacional se convierta en una necesidad y no en una opción. La necesidad de instrumentos para invertir los recursos de los afiliados con opciones razonables de riesgo-rendimiento, con miras a generar una mayor diversificación y tener mayor liquidez, hace necesario el incremento de esta exposición en el mercado extranjero y puede convertir el límite de 50% en una restricción importante de cara a las necesidades del mercado.

Problema 5: Uso de coberturas cambiarias

De conformidad con el Artículo 15 de la RGA, la suma de las inversiones en moneda extranjera que excedan el 50% del valor del activo de los fondos de pensiones denominados en colones, deberán cubrirse del riesgo cambiario con coberturas de tipo de cambio.

El uso de coberturas se enfrenta a la incapacidad de este mercado de para hacerle frente a la demanda de coberturas por parte de las operadoras de forma simultánea.

Problema 6: Diseño de Glidepath no consistente con las restricciones normativas

La problemática base del modelo radica en que los límites existentes entre mercado internacional y coberturas no permiten el alcanzar los umbrales planteados entre la asignación de Títulos de deuda (TD) y Títulos Representativos de Propiedad (TRP) en las etapas tempranas del glidepath.

Este es el caso del fondo C y el D, cuyo glidepath permite hasta un 60%-70% de TRP pero la restricción internacional no permite superar el 50%. Lo anterior genera un choque de restricciones, imposibilitando la maximización de la tasa de remplazo.

En un mercado profundo y con múltiples emisores, ésto pudiera no ser un problema, pero en un mercado como el nuestro, la oferta de vehículos de TRP es muy limitada a nivel local, por lo que la restricción del 50% se convierte en una restricción global para los cuatro fondos.

Problema 7: Plazo insuficiente para la transición del fondo ROPC a los FG

Inicialmente, la propuesta del Regulador señalaba un período de transición hacia los FG de seis meses. Sin embargo, este período no contemplaba la poca profundidad del mercado y el impacto que tendría la recomposición o construcción de los portafolios de la industria de forma masiva y simultánea, razón por la cual este plazo fue ampliado a dieciocho meses.

Problema 8: Ausencia de estudios de impacto

La implementación de cualquier proyecto como éste, a nivel país, requiere de estudios de impacto dado que en Costa Rica los activos administrados por las operadoras se aproximan al 25%. Además, la transición de un modelo a otro, genera recomposiciones del portafolio que pueden impactar de forma importante las tasas de interés, el tipo de cambio y la liquidez del sistema financiero. En el caso nuestro, no existieron estudios previos que hicieran la valoración correcta sobre los riesgos inherentes de la implementación de este modelo de gestión de portafolios.

Problema 9: Planteamiento teórico del Glidepath

La problemática base del modelo radica en que los límites existentes entre mercado internacional y coberturas no permiten el alcanzar los umbrales planteados entre la asignación de TD y TRP en las etapas tempranas del Glidepath.

Es decir, con el Glidepath planteado estaríamos limitándonos a un planteamiento teórico que dista mucho de los resultados realmente alcanzables en la práctica de la gestión de un portafolio en el mercado financiero costarricense.

Generaciones	Vigencia	2030	2040	2050	2060
Nacidos en 1969 y con anterioridad	Deuda: 100% TRP: 30%	Deuda: 100% TRP: 30%	Deuda: 100% TRP: 20%		
Nacidos entre los años 1970 y 1979.	Deuda: 100% TRP: 50%	Deuda: 100% TRP: 40%	Deuda: 100% TRP: 30%	Deuda: 100% TRP: 20%	
Nacidos entre los años 1980 y 1989	Deuda: 90% TRP: 60%	Deuda: 100% TRP: 50%	Deuda: 100% TRP: 40%	Deuda: 100% TRP: 30%	Deuda: 100% TRP: 20%
Nacidos en 1990 y con posterioridad.	Deuda: 80% TRP: 70%	Deuda: 90% TRP: 60%	Deuda: 100% TRP: 50%	Deuda: 100% TRP: 40%	Deuda: 100% TRP: 30%

Problema 10: Ausencia de demostración contundente que los Fondos Generacionales mejoraban la condición de la sociedad

El Regulador no contaba con un modelo robusto que pudiera demostrar de forma contundente, que la implementación de FG podía llevar a la sociedad costarricense a un mejor óptimo. Los modelos realizados por la industria señalaban que, por el contrario, la tasa de remplazo se reducía en vez de incrementarse.



Aspectos relevantes de cara a la implementación de Fondos Generacionales

Para alcanzar la optimalidad, **es necesario que los afiliados puedan hacer uso de las dotaciones de riesgos en las etapas tempranas del Glidepath, de esta forma, la trayectoria recorrida por el saldo al final de la vida se maximiza**, teniendo un mayor crecimiento (y volatilidad) en las etapas tempranas del Glidepath y manteniendo un crecimiento más moderado y estable en las etapas más cercanas a la jubilación.

Por construcción, tanto las rentabilidades como la volatilidad tienen una trayectoria decreciente a lo largo del Glidepath, por lo que es necesario iniciar desde un punto elevado y superior al ROPC con miras a que, al final de la vida del afiliado, se logre obtener algo igual o superior a este fondo (es decir, al ROPC) en términos de tasa de remplazo.

Consideraciones para la futura implementación de Fondos Generacionales



- A) Desarrollar **límites regulatorios coherentes con la legislación vigente** de manera que el Glidepath y su transición sea proyectado acorde con las restricciones reales tanto nivel normativo como de mercado.
- B) Complementariamente y en conjunto con el punto anterior, **valorar la conveniencia de contar con 4 fondos generacionales en función de las restricciones reales del mercado, así como la capacidad de generar 4 perfiles que se diferencien entre ellos**, y que permitan segmentar las categorías de riesgo claras e independientes que no generen traslapes o similitudes entre sí, producto de la utilización de las mismas restricciones y dotaciones de riesgo.
- C) Verificar de forma definitiva que el nuevo modelo planteado a la sociedad permita el **alcance de los objetivos respecto al aumento en las tasas de reemplazo de los trabajadores cotizantes**, de forma tal que se garantice que no exista una reducción en cuanto a rentabilidad y tasa de reemplazo al generarse la transición del ROPC hacia este nuevo modelo.

D) Crear productos en la etapa de des acumulación que favorezcan la estabilidad de la renta periódica percibida por los afiliados, con lo cual el monto definido mensual sea actualizado exclusivamente para adaptarlos a los cambios en costo vida.

E) Establecer el impacto de la reforma y sus ramificaciones sobre el resto del sistema financiero y la economía en general, de forma tal que se cuantifiquen los efectos y encadenamientos que se pudieran generar hacia los diferentes sectores.

F) Lograr un diálogo abierto y transparente a los diferentes grupos de interés social de manera que exista claridad total de los beneficios de la reforma.

G) Crear algunas métricas estandarizadas con el fin de que sean comparables los resultados a nivel de la industria.

       | *Síguenos en nuestras redes sociales*

Popular
PENSIONES