



Resultados preliminares de examinar el funcionamiento de fondos de pensiones de manejo privado

Pablo Antolin, OECD, Financial Affairs Division

Seminario Internacional AIOS

La Romana, Rep.Dominicana, 22 Mayo 2009

Colaboración OECD – WB: Pensiones Privadas

- Estudio comparativo del “Rendimiento de los fondos de pensiones de manejo privado” en varios países de América Latina, Europa Central y del Este, y de la OCDE (instituciones colaboradoras: BBVA, ING and Asociación de Fondos de Pensiones de Holanda VB).

Estudio sobre el funcionamiento y rendimiento

- El estudio comprende dos partes diferenciadas:
- (1) Analisis preliminar en el que se describen los diferentes sistemas de pensiones, los datos disponibles sobre rendimiento de inversión y sus problemas, además de un analisis de los rendimientos de inversion utilizando técnicas tradicionales.
- (2) Desarrollo de portfolios de referencia de largo plazo teniendo en cuenta los distintos objetivos del sistema de pensiones, que permita comparar el rendimiento entre paises.

Analisis de los datos

- 1º, se describen los fondos de pensiones de manejo privado en el mundo y el marco regulatorio. Luego se comparan en base a los activos totales y la colocación de dichos activos. También describe los diferentes métodos utilizados para evaluarlos y reportar retornos de las inversiones.
- 2º, se analizan los problemas potenciales con los datos de retorno que proporcionan los fondos de pensiones y los organismos reguladores.

Análisis estándar de los rendimientos

- 3º, evaluación preliminar de los rendimientos de inversión agregados entre países utilizando medidas estándares de rendimiento financiero ajustadas por riesgo: ratio de Sharpe y análisis de atribución.
- 4º, Comparación ex-post de los rendimientos de inversión de los fondos de pensiones privados ajustados por riesgo.
- 5º, Análisis econométrico de las diferencias de rendimientos entre países.

Analisis usando Marco de Referencia global

- 6º, Elección de cartera y garantías mínimas
- 7º, Riesgo de Capital Humano. Objetivos con respecto a tasas de re-emplazo y pensiones adecuadas son necesarios para evaluar el funcionamiento y rendimiento de los fondos de pensiones de manejo privado.
- 8º, El enfoque del ciclo vital para evaluar el funcionamiento y rendimiento de los fondos de pensiones privados.

Fondos privados de pensiones en el mundo

- Obligatorios-voluntarios, ocupacionales-personales, DB-DC
- Marco regulatorio: Países OECD no restricciones inversión, países CEE + LatAm si.
- Activos totales y su colocación
- Países con PP varias decadas activos/GDP>50 (Chile)
- No es correcto comparar el binomio rendimiento-riesgo entre países con los datos disponibles.

Problemas potenciales datos disponibles Rto

- Datos disponibles a través de los fondos de pensiones y reguladores sufren de varios sesgos que complican cualquier comparación entre países:
 - Diferentes metodologías de evaluación
 - Diferencias en los gastos de inversión
 - Dificultades obtener los costes desagregados (promoción, administración, inversión, etc.)
 - Diferentes marcos legales (e.g. restricciones de inversión)
- Los datos en sí tb sufren de otros sesgos importantes.

Sesgos potenciales de los datos disponibles

- Los datos sufren de los siguientes sesgos.
 - “Ponderaciones agregadas retardadas”
 - “Ponderaciones de los valores medios compartidos”
 - “Portfolio sincronizado no solapado, punto de referencia y retornos libres de riesgo”
 - “Separación clara de la composición del portfolio entre los diferentes tipos de activos”
 - “Sesgo de supervivencia”.

Análisis exploratorio de los rendimientos

- Cálculo del ratio de Sharpe con respecto a los retornos de activos sin riesgo tanto a corto y largo plazo, como domésticos y extranjeros.
- Análisis de atribución de Sharpe
- Fondos de pensiones obtuvieron una prima de riesgo positiva, *i.e. han añadido valor*.
- Mayoría países sólo añadieron valor con respecto a los instrumentos a corto, tanto domésticos como extranjeros. Algunos países (p.j. Hungría) tb con respecto instrumentos sin riesgo a largo plazo tanto domésticos como extranjeros.

Comparando los retornos ex-post

- Comparando los retornos respecto al portfolio con los mejores retornos ex-post pero que tenga el mismo nivel de riesgo (i.e. igual desviación estándar), con y sin restricciones de inversión
- Los fondos de pensiones han rendido menos que el mejor portfolio ex-post (evidente/), pero no por mucho.
- Restricciones de inversión no parecen ser vinculantes en varios países (la cartera con mayor rendimiento tiene un alto porcentaje de bonos domésticos).

Análisis “cross-country” de los Rtos FPP

- La heterogeneidad de rtos, régimen regulatorio y demás aspectos entre los distintos países es una oportunidad para explorar el impacto en los retornos de variaciones en la regulación, diseño y estructura del sistema de pensiones y otros factores.
- Esta exploración se puede realizar mediante técnicas de datos de panel: 27 países, 1990-2007; panel no equilibrado; modelo de datos de panel estático no dinámico, coeficientes aleatorios, variables a explicar: rentabilidad, ratios de sharpe, desviación estándar.

Rdos análisis “cross-country” PFP

- Rendimiento fondos pensiones correlacionado positivamente con el grado de madurez del sistema, el grado de competencia, y el tamaño de la industria, medidos por la edad, activos manejados, el nivel de concentración y el número de fondos.
- Que el sistema de pensiones sea obligatorio o no, no tiene un impacto en la rentabilidad estadística/significativo.
- Los planes ocupacionales presentan mejores rentabilidades que los planes personales.
- Los rendimientos de los fondos de pensiones son mayores en aquellos países en que la protección de los inversores es mayor.

Advertencias s/ análisis “cross-country” PFP

- El tamaño de la muestra es limitado: no incorpora largo plazo, el número de observaciones para algunos países es muy pequeño),
- el periodo de análisis es muy específico (1990-2006) y es diferente para diferente países,
- El panel no esta equilibrado (diferente periodos – diferentes países),
- Los ratios de sharpe no permiten hacer comparaciones internacionales directamente (los bonos locales no están exentos de riesgo).

Conclusiones

- Disponibilidad de datos adecuados importante limitación para realizar estudios comparativos, especialmente la evaluación de los rendimientos financieros de los fondos de pensiones.
- Necesidad de desarrollar estándares internacionales para el cálculo y presentación de los datos de rendimientos financieros de los fondos de pensiones que permita realizar estudios comparativos en profundidad y detalle institucional.
- Problema estructural: mayoría sistemas privados no más de 10 años de vida, restringiendo el estudio de los rto a largo plazo.

Conclusiones (cont.)

- Ratio de Sharpe y el análisis de atribución indican que, para países con suficiente información y datos para ajustar los retornos, los fondos privados han obtenido un prima con respecto a las alternativas de inversión a corto plazo.
- Fondos pensiones han logrado rendimientos menores con respecto al portfolio que ha alcanzado, ex-post, el retorno medio más alto dado el mismo nivel de riesgo.
- Análisis sugiere que en la mayoría de los países las restricciones sobre la inversión efecto negativo sobre los rtos.

Conclusiones (cont.)

- Los rtos de los fondos de pensiones mejoran con el nivel de madurez, competitividad, y tamaño de la industria.
- Planes ocupacionales obtiene mejores rds y a menos coste que los personales.
- Sin embargo, es importante tener en cuenta que los datos disponibles no permiten generalizar los resultados: sesgos y falta de periodos largos.

Limitaciones del análisis estándar

- El análisis estándar basado en los ratios de Sharpe y maximización de la rentabilidad de las carteras ex-post se basa en supuestos fuertes:
 - No hay diferencias en el periodo de referencia,
 - No hay otros activos aparte de inversiones,
 - Siempre existen alternativas de inversión sin riesgo
 - No permite diferencias en la aversión al riesgo.
- Ninguno de estos supuestos se acopla perfectamente al mundo de las pensiones.

Limitaciones del análisis estándar

- Provisión de pensiones fondos de pensiones es:
 - Un negocio a largo plazo,
 - El objetivo es proporcionar rentas en la jubilación,
 - Es un seguro,
 - Presenta implicaciones fiscales,
 - Requiere garantías,
 - En muchos países no existen activos sin riesgo,
 - La teoría de la cartera óptima sugiere el tomar en cuenta el ciclo vital y la diferentes preferencias por riesgos
 - El capital humano es el activo más importante de que dispone cada individuo.

Desarrollando Marcos de Referencia

- Se necesita tener en cuenta el diseño de la fase de desacumulación (coherencia con el sistema general pensiones: peso del sector público): rentas vitalicias, retiro programado, combinaciones
- Factores a tener en cuenta:
 - Existencia de garantías
 - Riesgo capital humano (salarios son inciertos durante la vida laboral)
 - Estrategias de inversión por defecto basadas en el ciclo vital (target date funds, multi-fondos).
 - Consideración de los costos y comisiones

Garantías en los Fondos de Pensiones

- Reguladores deberían estar preocupados por las garantías mínimas de rentabilidad (GMR) por su efecto adverso en la competitividad, rendimientos y eficiencia del sistema.
- GMR proporcionan incentivos comportamiento manada, desviando a los gestores de estrategias óptimas.
- Cuanto más alineados estén los incentivos de los gestores con los rendimientos, más cercana es la cartera tipo con la cartera óptima.

Garantías en los Fondos de Pensiones

- Garantías de retorno mínimas no eliminan las fluctuaciones en las tasas de re-emplazo (RR) en los sistemas contribución definida (DC).
- Sólo garantías relativamente elevadas eliminarían estas fluctuaciones.
- El problema es el coste que acarrearán esas garantías y quién las va a proveer a dicho coste.

Desarrollando referencias: Riesgo Capital Humano (RCH)

- RCH (incertidumbre salarios futuros) afecta a los resultados de los sistemas de pensiones:
 - Tasa salarial, macroeconomía, depreciación de las cualificaciones
 - Situación laboral: empleado, autónomo, sector formal o sumergido, periodos de desempleo o inactividad.
 - Horas trabajadas: tiempo parcial/completo, horas extras.
 - Cobertura de las pensiones.
- El RCH esta directa/ correlacionado con el riesgo del mdo de capitales: probabilidad de desempleo o ajustes salariales aumentan en periodos crisis.

Riesgo Capital Humano (cont.)

- Todo estos riesgos del capital humano afectan a la tasa de re-emplazo (RR), y al nivel aceptable de pensiones. De tal forma que estas medidas dejan de ser útiles como guías para evaluar el resultado de los fondos de pensiones.
- Es importante evaluar el “peor escenario”, no solo el más probable.
- Se tiene que tener en cuenta la correlación entre el capital humano y el riesgo del mdo de capitales.

Desarrollando referencias: ciclo vital

- Participación obligatoria en planes DC requiere el diseño de opciones de inversión por defecto para mejorar las RR en los planes DC.
- La teoría de la asignación de activos a largo plazo introduce la noción de inversiones basadas en la edad y el nivel de riesgo por edad.
- La adopción de bonos indexados a la inflación en el contexto de asignaciones de renta fija, y de carteras diversificadas en renta variable internacional influye mucho en reducir la variabilidad de RR en los planes DC.

Referencias: ciclo vital (cont.)

- Fondos balanceados y de ciclo vital ayudan a mejorar las tasas medias de re-emplazo en relación a los fondos en bonos, al mismo tiempo que reduce la dispersión relativa con respecto a los fondos de renta variable.
- Fondos de ciclo vital obtienen una RR media mayor que la RR media de los fondos balanceados.
- Los fondos vitales son mejores opciones de inversión por defecto que los fondos de dinero en planes DC, pero nunca deberían ser la única opción disponible.

Referencias: Costes y Comisiones

- Los costes y comisiones son esenciales a la hora de determinar los rendimientos de los fondos de pensiones.
- Un cargo de 1.5% sobre los activos manejados reducirá el valor de los activos disponibles a la hora de jubilarse en casi el 30% (edad jubilación 65, habiendo contribuido 10% durante 40 años).
- Desafortunadamente, no existen buenos datos sobre costes y comisiones, en particular desagregados entre costes administrativos, de inversión, publicitarios y marketing.

Algunas observaciones finales

- Hay diversos factores a considerar a la hora de establecer una cartera de referencia que sirva de punto de comparación para evaluar los resultados del sistema de pensiones.
- Como mínimo estos factores deben incluir el objetivo implícito del pilar privado dentro del sistema de pensiones global, el diseño de la transición a la fase de desacumulación, y los cambios temporales del capital humano.

Observaciones adicionales

- La solución hipotética ideal es una referencia para cada miembro del sistema que reflejase las circunstancias personales. Y que, además, se ajustara anualmente a las condiciones cambiantes.
- Desafortunadamente esto no es posible desde un punto de vista práctico, además los miembros no serían capaces de responder de forma efectiva.

Observaciones adicionales (cont.)

- Alternativa factible sería un conjunto limitado de referencias alineadas con la construcción de la cartera, el ciclo vital, y opciones por defecto por edades
- Dimensiones importantes a tener en cuenta en el diseño de referencias son: edad, ocupación, nivel de renta y de tolerancia al riesgo.

Diseño marco de referencia para evaluar los resultados de los FPP

- Definición explícita del objetivo principal del sistema de pensiones y del papel que juegan en él los fondos de pensiones privados.
- Consideración de los niveles aceptables de variación y los límites mínimos de renta objetivo del sistema
- Evaluación de las pautas salariales y su impacto, así como el de las condiciones macroeconómicas, en los salarios y en la cobertura de los fondos de pensiones.

Diseño (cont.)

- Estimación de la correlación entre los activos financieros permitidos y las características personales de los miembros (e.j. edad, nivel educativo, de renta y cualificación)
- Definir referencias para las principales clases de activos.
- Estimación de las carteras óptimas y publicación de medidas de rentabilidad. Esto permitirá a los miembros de los fondos de pensiones tomar decisiones (si esta permitido) con conocimiento y guiar las acciones de los supervisores.

Conclusiones preliminares

- Establecer varios marcos de referencia: ciclo vital, bonos indexados a la inflación, o mejor incluso, rentas vitalicias indexadas a la inflación (LR). En este contexto, los reguladores pueden analizar cómo los fondos de pensiones se comportan con respecto a estos marcos de referencia.
- Una estrategia segura de ciclo vital es aquella que se asemeja al sistema público: renta vitalicia indexada a la inflación. El equivalente en el mercado es un contrato de renta vitalicia real diferida a cierta edad.

Conclusiones preliminares (cont.)

- La estrategia segura podría ser un TIPS de cupón cero (Bonos gubernamentales protegidos contra la inflación), instrumento que expira en la fecha objetivo.
- Las medidas de Sharpe son útiles, pero para medir si los fondos de pensiones han añadido valor con respecto a bonos a corto y largo.
- Incluir el capital humano a la hora de diseñar los marcos de referencia: salarios inciertos son en realidad los que van a determinar cuanto la gente ahorre para financiar su jubilación.

Conclusiones preliminares (cont.)

- Necesidad de proporcionar los datos de rentabilidad de manera más desagregada para poder controlar por los sesgos.
- Existe una necesidad imperiosa de difundir los datos de costes y comisiones desagregados para así poder analizar los retornos netos de costes de inversión.



¡MUCHAS GRACIAS!