



Boletín de Seguridad Social (BSS)

BSS N° 3

Tercer Bimestre 2008

Elaborado por

Departamento de Seguridad Social

Dirección de Estudios Económicos

Subsecretaría de Estado de Economía e Integración

Ministerio de Hacienda

Contacto

melissa_gonzalez@hacienda.gov.py

ryan_thompson@hacienda.gov.py

Asunción – Paraguay

- **Introducción.** Pág. 2
- **Efecto de la inversión de fondos previsionales sobre el mercado de capitales.** Pág. 3
- **Regulación de las carteras de inversión de los fondos previsionales.** Pág. 4
- **Ventajas de la regulación de la inversión de los fondos previsionales.** Pág. 5
- **Desventajas de la regulación de la inversión de los fondos previsionales.** Pág. 6
- **Conclusión.** Pág. 7
- **Bibliografía** Pág. 8

■ Introducción

En la presente publicación se desarrolla el tema de la inversión de fondos de pensiones y los aspectos relevantes para regular su colocación. En el Paraguay, sigue existiendo la necesidad de mejorar la regulación de las inversiones de fondos previsionales, y la falta de un mercado financiero más desarrollado y competitivo, ocasiona que no se cuente con una diversidad de opciones de inversión que reúnan las características esenciales requeridas para el caso particular de fondos previsionales.



“La miopía del ahorro para la vejez, implica que las personas tienen una alta preferencia por el consumo presente en detrimento del ahorro para el consumo durante la vejez”

■ Importancia de los fondos previsionales

La importancia de los fondos de pensiones, que existen en alguna forma en todas las economías, es incuestionable. Los sistemas de pensiones se han diseñado con el propósito de suavizar las fluctuaciones de consumo a lo largo del ciclo de vida y garantizar ingresos dignos en situaciones de vejez, invalidez y muerte. Algunas funciones son de carácter social, destinadas a eliminar la “miopía” del ahorro para la vejez y proveer de ingresos a los ancianos mediante financiamiento solidario. Además se destacan sus potenciales funciones económicas, como las de contribuir a las finanzas públicas, proveer de ahorro financiero para el desarrollo del mercado de capitales y en algunos casos son una fuente de financiamiento de las inversiones productivas.

No hay duda de que la seguridad social tiene un impacto muy favorable en las **condiciones de vida de una población**, pues contribuye al **ahorro y la inversión**. En ese sentido, cabe hacer una salvedad, teóricamente un sistema de capitalización favorece en mayor medida al proceso de ahorro, lo que puede no suceder con el régimen de reparto, debido a que cuando los sistemas maduran y las poblaciones envejecen, se produce un efecto negativo sobre el ahorro, pues se requieren mayores recursos para el financiamiento de los beneficios. Por otra parte, la seguridad social también contribuye a mejorar la **distribución del ingreso y el empleo**, dado que los programas no contributivos de enfermedad, maternidad y de asistencia social obviamente producen una transferencia de ingresos hacia sectores más excluidos mediante el financiamiento solidario.

“Los resultados, análisis y conclusiones presentados en esta publicación, corresponden a los autores y no reflejan necesariamente la posición oficial del MH o cualquier otra institución con ella relacionada”.



■ EFECTO DE LA INVERSIÓN DE FONDOS PREVISIONALES SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES

Los fondos previsionales, son uno de los principales “inversionistas institucionales”, así llamados porque concentran y administran los recursos de un gran número de “pequeños inversionistas”. Se los considera pilares del desarrollo de los mercados de capitales y de la economía.

La experiencia internacional muestra que, la institucionalización de los mercados financieros y los inversionistas institucionales han causado un impacto a nivel estructural y funcional en el mercado de capitales, permitiendo asignar los recursos de manera eficiente entre ahorradores e inversionistas, y más proyectos han podido ser financiados facilitando la conexión entre el sector real y financiero de la economía.

A la luz de la experiencia chilena, se pueden citar algunos efectos principales de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales:

Crecimiento de los pasivos financieros de la economía y el proceso de securitización.

Al participar los inversionistas institucionales de forma masiva en el mercado, la cantidad total de activos financieros crece, es decir, aumenta la cantidad de recursos para invertir en bonos, acciones e instrumentos emitidos por bancos y financieras. De esta manera, impulsada por su propia oferta, crece la demanda de los recursos líquidos, quiere decir que crecen los pasivos financieros de la economía.

En los países que se encuentran en etapas iniciales de un proceso de reforma de sus sistemas previsionales, la regulación de las inversiones de estos fondos, obliga a las administradoras a concentrar gran parte de sus carteras en instrumentos estatales emitidos por el Banco Central o la Tesorería del Estado y en depósitos bancarios a largo plazo, todos libres de riesgo y con algún tipo de garantía. Esto es determinante en el proceso de securitización de la economía, de manera que los bancos obtienen liquidez satisfaciendo los requerimientos de los que la ofrecen. La securitización o titularización es un procedimiento por el cual determinados activos ilíquidos, reales o financieros, son transformados en activos financieros líquidos (bonos renta fija lo variable) para su negociación en el mercado de capitales.

Surgimiento de un poder comprador de instrumentos de renta fija y financiamiento de proyectos de inversión.

Como se mencionó, los países que se encuentran en las primeras etapas de reforma de su sistema previsional, se ven obligados a concentrar la colocación de sus inversiones en instrumentos de renta fija, lo que constituye un gran poder comprador de estos instrumentos. Estos fondos tienen como horizonte de inversión 12, 15, 20 y más años con lo que se produce un equilibrio perfecto entre las necesidades de financiamiento de algunos proyectos por parte de empresas privadas y el periodo de inversión de los fondos de pensiones.

Desarrollo del mercado accionario y apoyo al proceso de privatización de empresas estatales.

La presencia de inversionistas institucionales podría contribuir al desarrollo y profundización del mercado accionario, mediante el crecimiento de los precios para nivelarse a los estándares internacionales y una mayor participación de amplios sectores de la población. Al ser la relación precio-utilidad similar a la de los mercados más desarrollados, se incrementa el interés por parte de los emisores para cotizar en la bolsa y obtener financiamiento vía emisión de nuevas acciones.

En cuanto al proceso de privatización de empresas, se puede decir que la estrategia de inversión de los fondos de pensiones coincide con la estrategia de financiamiento de las empresas en proceso de privatización, permitiendo disponer recursos de largo plazo para mejorar la eficiencia, calidad y cobertura de las empresas. Adicionalmente, los propios trabajadores de las empresas privatizadas, podrían acceder a la propiedad de estas compañías, mediante el pago de indemnización por años de servicios en acciones y la venta directa de estas acciones en la bolsa, estrategia que puede no ser la más eficiente pero que debe mencionarse en estas consideraciones generales.

Creación de nuevos instrumentos financieros y alternativas de inversión.

Con la disponibilidad de recursos financieros, se generan nuevos instrumentos como la “Cuota de Fondos de Inversión”^[1], que si bien no fue creado exclusivamente para ser consumido por los fondos de pensiones, calza perfectamente con su estrategia de inversión. Y algunos países (como Chile) han adaptado estas cuotas para que puedan ser transadas en el mercado secundario, a diferencia del fondo mutuo tradicional, en el cual las cuotas sólo pueden ser rescatadas una vez cumplidos los requisitos de la jubilación.

■ REGULACION DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Con el fin de proteger el ahorro de la gente y garantizar la seguridad de los fondos de pensiones, los gobiernos suelen regular estos fondos de manera estricta, especialmente cuando las contribuciones son obligatorias. La regulación determina que los recursos sólo pueden ser invertidos en instrumentos que se encuentren autorizados por Ley, estos instrumentos son activos financieros de oferta pública, que si no son emitidos por el gobierno o el Banco Central, su emisión es supervisada por alguna agencia de gobierno como la Superintendencia de Seguros, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras o sus similares en otros países.

Las instituciones que administran los fondos de pensiones pueden invertir en una lista extensa de instrumentos. Sin embargo cada uno de ellos debe ser clasificado y aprobado como instrumento de inversión válido por una comisión o entidad **clasificadora de riesgo**.

La regulación consiste en especificar en la denominada “**cartera de referencia**”, un rango para el porcentaje máximo del fondo que puede ser invertido en cada uno de los instrumentos; el órgano regulador fija el límite dentro de este rango. Existen límites por instrumento, por emisor, por riesgo, por grupo de instrumentos y algunos límites específicos por emisor que tienen relaciones de propiedad con el administrador del fondo de pensión.

La “**teoría de cartera**” trata de la selección óptima de carteras, realizada por los inversionistas con una razonable aversión al riesgo. Al diseñar una cartera, los inversionistas intentan maximizar el rendimiento esperado de sus inversiones, dado el nivel de riesgo que están dispuestos a aceptar. Las carteras que cumplan con este requerimiento se llaman carteras óptimas o eficientes.

^[1] La ley N^o 811/95 “Que crea la Administración de Fondos Patrimoniales de Inversión” define al Fondo de Inversión como un patrimonio integrado con aporte de personas físicas y jurídicas para su inversión en valores y bienes, cuyos aportes quedarán expresados en cuotas de participación no rescatables.

Objetivos de la regulación de los fondos

Solvencia: Para este efecto los reglamentos y normas legales consideran distintas medidas de protección.

Instrumentos autorizados: se señala expresamente el tipo de instrumento en el que se puede invertir y se determina diversificación de las inversiones entre los diferentes tipos de instrumentos y entes emisores.

Limitaciones a inversiones en entidades relacionadas: se regula y se reduce los límites de inversión a las entidades que se relacionen con administradoras a fin de evitar que se favorezcan determinados grupos económicos.

Seguro de rentabilidad relativa: los fondos de pensiones no están sujetos a rentabilidades mínimas si no que se les exige una rentabilidad relativa, es decir, un fondo no puede tener rentabilidades reales inferiores a la rentabilidad promedio del sistema. Si eso sucede debe utilizar el encaje para lograr la rentabilidad exigida, si aún así no logra, debe hacer aportes de capital.

Diversificación: En la ley se define de manera expresa algunas características como los límites máximos de inversión por instrumentos, por emisor y límite máximo de inversión en la industria bancaria.

“La diversificación de las inversiones reduce el riesgo total de la cartera, limitándolo solo al riesgo inherente del sistema”



■ VENTAJAS DE LA REGULACIÓN DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES.

Primero. Los países que han introducido pensiones capitalizadas obligatorias no suelen tener mucha experiencia en la inversión y han tenido poco contacto con los servicios financieros antes de la reforma del sistema de pensiones. Esta inexperiencia, especialmente en la gestión del riesgo, podría llevar a decisiones equivocadas sobre la cartera. Además, los mercados de capitales pueden ser frágiles con poca liquidez y transparencia.

Segundo. Debido a que existen garantías explícitas e implícitas de los valores de las pensiones o la rentabilidad de los fondos por parte de los gobiernos, las finanzas públicas se pueden ver comprometidas si los fondos de pensiones realizan inversiones excesivamente arriesgadas.

Tercero. Otra limitación sobre las instituciones que administran los fondos de pensiones es el monto que pueden invertir en el extranjero, una razón es que el pasivo de los fondos de pensiones está nominado en moneda nacional mientras que el activo de las inversiones, si se invirtieran en el extranjero, estaría nominado en moneda extranjera, la institución inversora incurriría de este modo en un riesgo cambiario. Aunque es posible protegerse contra las fluctuaciones cambiarias mediante los modernos instrumentos financieros derivados, siempre demandan algún costo y si no se posee la experiencia y el conocimiento adecuado, se pueden obtener resultados indeseados. Otro motivo para regular las inversiones extranjeras radica en reducir la volatilidad de los flujos de capitales extranjeros, los cuales han sido los responsables de las crisis de las economías emergentes del este de Asia y América Latina. La reducción de las fugas de capitales mediante la limitación de las inversiones extranjeras podría ayudar a desarrollar los mercados de capitales nacionales.



“Varias son las ventajas de regular y controlar las inversiones de los fondos previsionales pero en esencia, dadas las características vinculadas a ellos, el objetivo es reducir al mínimo los riesgos para proteger los intereses de la sociedad”

■ DESVENTAJAS DE LA REGULACION DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Como se describió anteriormente, debido a la falta de experiencia en las inversiones y la gestión del riesgo, en etapas iniciales de reformas en el sistema de pensiones, se establecen normas sobre los fondos que les obliga a concentrar sus carteras en instrumentos de renta fija con riesgos menores. Esta limitación de inversiones en valores de renta variable ya sea directa o indirectamente (exigiendo inversiones mínimas en bonos públicos) genera inconvenientes.

Los valores de renta variable tienen un retorno mayor que los bonos en el largo plazo y los fondos de pensiones se invierten a largo plazo. La rentabilidad en países donde los fondos de pensiones se invierten considerablemente en valores de renta variable es mayor que en países donde las colocaciones están concentradas en bonos, con sólo un leve incremento en el riesgo. Por lo tanto, estas restricciones de la cartera podrían tener un alto costo en términos de menores haberes para la jubilación de los participantes del sistema.

Por otro lado, en cuanto a la limitación de las inversiones extranjeras, si bien ayudan a reducir la volatilidad de los flujos de capitales extranjeros generadores de crisis y evita la posición de riesgo cambiario, genera otro inconveniente. La variabilidad del rendimiento de las carteras puede reducirse mediante la dispersión de las inversiones en distintos países. Por lo general, cuanto más baja sea la correlación entre los rendimientos de los valores, mayor será el impacto de la diversificación en la reducción de la variabilidad.

Los países con más inversiones internacionales de sus fondos previsionales son Bélgica, Irlanda e Inglaterra con alrededor de 30% de sus activos en el extranjero. Sin embargo son pocos los países que hacen uso de su libertad para invertir en el extranjero, este hecho al que llaman “sesgo nacional” se puede explicar por diferentes factores y la restricción de la cartera es sólo una pequeña parte de este hecho.

Para que los fondos de pensiones puedan, a través de la diversificación internacional de sus activos, aprovechar los beneficios de una mayor rentabilidad y un menor riesgo se necesita mayor libertad para las inversiones en el extranjero.



“La regulación de las inversiones obliga a los fondos previsionales a concentrar su cartera en valores de renta fija, los que son más seguros pero poseen menor rentabilidad, esta restricción podría generar menores haberes para los afiliados al sistema”

CONCLUSION

Debido a que los fondos de pensiones cumplen un papel importante en la economía y en el nivel de vida de una nación, deben ser administrados de la mejor manera posible, bajo criterios de responsabilidad y prudencia. La inversión de estos fondos constituye una contribución clave a la sostenibilidad financiera de los regímenes de seguridad social. Si las inversiones se realizan de forma imprudente o indebida, pueden producir tasas de rendimiento reales negativas y todo el sistema puede verse comprometido.

La inversión de los fondos de la seguridad social debe brindar **seguridad** para ayudar a que el sistema cumpla con sus obligaciones de manera eficiente y **rentabilidad** para generar los mayores retornos posibles, dentro de una medida de riesgo aceptable.

En los países que realizan reformas en su sistema de seguridad social y que no poseen experiencia en inversiones financieras y gestión del riesgo, o en aquellos, donde las garantías del Estado sobre el valor de las pensiones y de la rentabilidad de los fondos son implícitas, el hecho de concentrar las colocaciones en activos de renta fija de menor riesgo y mayor garantía parece ser adecuado y necesario. Sin embargo estas mismas restricciones reducen la rentabilidad de las carteras y generan un costo en cuanto a menores prestaciones para los participantes del sistema.

Por otra parte, con el fin de evitar posicionarse en una situación de riesgo cambiario, especialmente en países con mucha volatilidad del tipo de cambio, sería prudente limitar las inversiones de los fondos previsionales en el extranjero (a pesar de que existe la posibilidad de protegerse contra las fluctuaciones cambiarias). Sin embargo, esta medida impide reducir la variabilidad del rendimiento de las carteras mediante la diversificación internacional, quedando expuestas las inversiones a un riesgo sistemático o del mercado nacional donde los rendimientos de los valores están altamente correlacionados.

De lo expuesto se puede concluir que la rigurosidad de las restricciones de la cartera, puede estar relacionada de manera **“inversa”** con el **grado de desarrollo del sector financiero** de una nación (experiencia en el uso de servicios financieros y gestión del riesgo) y con el **grado de profundización del mercado de capitales local** en donde los precios de los activos deben reflejar exactamente la información del mercado. Si se enfoca a la rigurosidad en las restricciones de la cartera en cuanto a la limitación de las inversiones en el extranjero, la relación es también **“inversa”** con respecto a la **experiencia en el manejo de instrumentos derivados** para protección de riesgos y con respecto a la **capacidad de las autoridades de controlar** la volatilidad de los flujos de capitales extranjeros.

Se observa por tanto, que existen diferentes escenarios o situaciones que pueden generar diferentes resultados en el retorno de las carteras de inversión de los fondos de pensiones. Por este motivo, la manera de abordar el análisis sobre los aspectos relevantes para regular la colocación de los fondos de pensiones con sus ventajas y desventajas, debe ser la de un enfoque **“casuístico”**, es decir, si éste es el escenario dado, estos son los resultados. De esta manera, existen dos extremos en cada situación a considerar: (en un extremo, la regulación estricta de las carteras y en el otro extremo, poca regulación de las carteras); (en un extremo, inexperiencia financiera en inversiones y gestión del riesgo y en el otro extremo, vasto conocimiento sobre servicios financieros y de gestión de riesgo); (en un extremo, incipiente mercado de capitales y en el otro extremo, mercado de capitales desarrollado); (en un extremo, incapacidad de supervisión y regulación de administradores y en el otro extremo, capacidad de supervisión y regulación de los administradores); (en un extremo, sistema de reparto y en el otro extremo, sistema de capitalización). Los resultados del análisis van a depender de un escenario dado, determinado por la combinación de las distintas situaciones que se pueden dar dentro de los extremos.

BIBLIOGRAFIA

- Andras Uthoff. Revista de la CEPAL N° 89 Agosto de 2006 “Brechas del Estado de Bienestar y Reformas a los Sistemas de Pensiones en América Latina”.
- Andras Uthoff, Raquel Szalachman. Sistema de Pensiones en América Latina y el Caribe. Diagnóstico y Alternativas de Reformas. Volumen 3. Febrero 1994.
- Banco Mundial. Paraguay- “Definiendo una Estrategia para la Política de Protección Social”. Año 2006
- Banco Mundial. Los Límites de la Cartera. “Pension Reform Primer”.
- CIEDESS. “Estrategias para el Desarrollo de un Modelo Integrado de Seguridad Social”. Primer seminario internacional de Seguridad Social. Santiago de Chile 1992.
- Eduardo Miranda Salas, Eduardo Rodríguez Silva. Análisis del Sistema de Fondos de Pensiones. Perspectivas e Interrogantes.
- Flávio Marcílio Rabelo. Technical Assessment for the World Bank Loan to Paraguay “Voluntary Pension and Related Insurance Plans”. Banco Mundial. Año 2004.
- Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael Ferri. Mercados e Instituciones Financieras. (1era edición).
- Gabriela Mendizábal. Reflexiones sobre la Financiación de la Seguridad Social. Biblioteca CIESS. Octubre 2006.
- Indermit S. Gill, Truman Packard, Juan Yermo. Keeping the Promise of Old Age Income Security in Latin America. Banco Mundial. Mayo 2004.
- Solange Berstein, Rómulo Chumacero. Cuantificación de los costos de los límites de inversión para los fondos de pensiones chilenos. Serie Documentos de Trabajo. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Santiago-Chile 2005.