



## REGULACIÓN FONDOS DE PENSIONES

UNA PROPUESTA PARA MEJORAR EL MANEJO DE  
RIESGO, LA DIVERSIFICACIÓN Y LA EFICIENCIA DE  
LOS PORTAFOLIOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES  
OBLIGATORIOS

JUAN MARIO LASERNA J.\*

\*ESTA PRESENTACIÓN ES RESPONSABILIDAD DEL AUTOR Y NO COMPROMETE NI AL BANCO  
DE LA REPÚBLICA, NI A SU JUNTA DIRECTIVA.

**I. OBJETIVO**

**II. ANTECEDENTES**

**III. PROPUESTA**

**IV. COMPATIBILIDAD CON  
MULTIFONDOS**

**V. MARCO LEGAL**

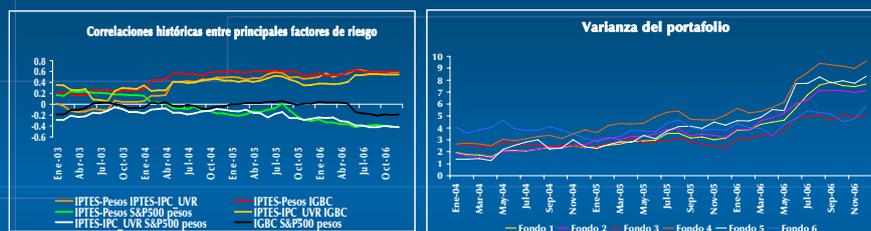


## OBJETIVO

- Maximizar el ahorro de los afiliados al sistema contributivo de pensiones.
- Establecer un régimen de inversiones moderno y eficiente (“*asset management*”) similar al que existe para el manejo de reservas y fondos de inversión internacionales (Goldman Sachs – Risk Model).
- Mejorar la relación riesgo - retorno de los portafolios de los fondos de pensiones.
- Ver el ejemplo de FOGAFIN!



## ANTECEDENTES

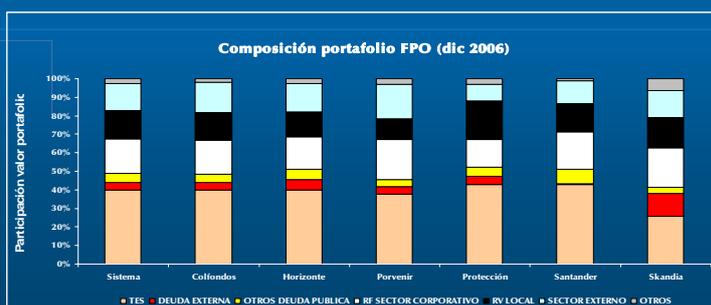


- La concentración del portafolio de los FPO en activos internos altamente correlacionados, incrementó el riesgo o volatilidad de los retornos. (Informe de Estabilidad Financiera, Marzo 2007)



## ANTECEDENTES

- Los portafolios de los FPO se encuentran altamente concentrados en riesgo de crédito y de mercado de Colombia, principalmente en títulos gubernamentales.



## ANTECEDENTES

- El ahorro de las AFP alcanzará el 19% del PIB, \$61 billones, al finalizar el 2007 (ANIF)
- Los portafolios de los FPO están invertidos de manera ineficiente al registrar una exposición de más de 50% a la República de Colombia, y más del 90% a Colombia (Jara et, al. 2005)



## ANTECEDENTES

- Los FPO representarán el 19% del PIB al finalizar el 2007
- Las reservas internacionales se han incrementado a un ritmo inferior al crecimiento observado de los FPO
- Un rebalanceo abrupto y masivo de los FPO podrían profundizar el impacto macroeconómico de choques internos y externos y afectar la estabilidad de los mercados financieros locales.



## ANTECEDENTES



- Las inversiones de los FPO son ineficientes en términos de retorno por unidad de riesgo
- Causa: falta de diversificación internacional
- Perdida potencial: reducción de la pensión en 30%

FUENTE: JARA (2006)

- La regulación, y en particular la definición de rentabilidad mínima, explica las inversiones ineficientes de las AFP (Jara 2006).



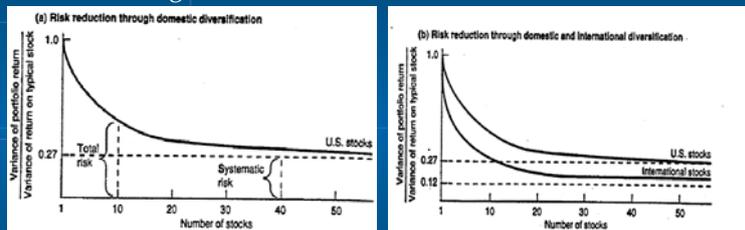
# FILOSOFÍA DE LOS EFECTOS DE LA DIVERSIFICACIÓN

“TRES MANERAS DIFERENTES DE VER EL PROBLEMA”



## 1. BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN

- El país es vulnerable a un *sudden stop*.
- Una diversificación adecuada, reduciría el riesgo no diversificable de la economía en general (Solnik 1974).



- La diversificación internacional facilita que el detrimento de la posición deudora neta internacional del país sea compensada por el efecto valoración de los portafolios denominados en moneda extranjera.



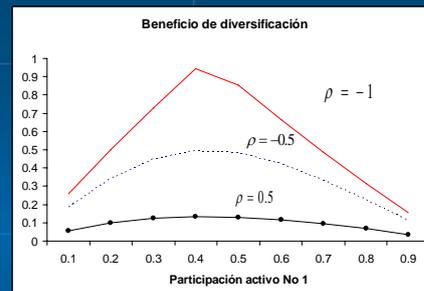
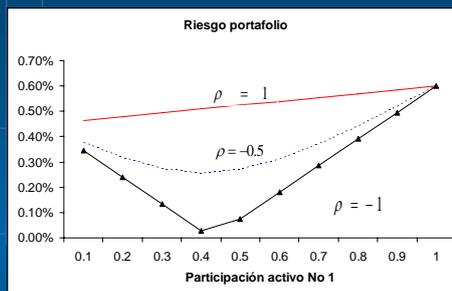
## 2. Beneficio de diversificación

- Es fundamental asegurar un buen desempeño en escenarios de stress.
- El portafolio de referencia la AFP debe soportar, mediante ejercicios de simulación, cuál habría sido la máxima pérdida que éste habría experimentado en episodios de estrés observados en los últimos 5 años.
- Y/o exigir a la AFP un beneficio mínimo de diversificación en la construcción del portafolio de referencia

$$BD = 1 - \frac{\sigma_{obs.}(\rho_{obs})}{\sigma_{Max.}(\rho = 1)}$$



## 2. Beneficio de diversificación



La diversificación del portafolio permite reducir su riesgo al contener activos con menor correlación. Un beneficio mínimo de diversificación incentivaría un manejo más eficiente.



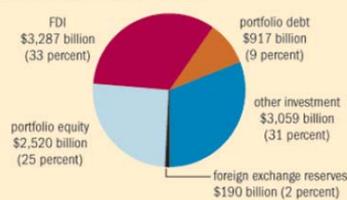
### 3. EFECTOS DE LA DIVERSIFICACIÓN

- *¿Por qué la posición externa neta de los Estados Unidos no se deterioró sustancialmente entre 2002-2004, a pesar del incremento del déficit de cuenta corriente? (Milesi-Ferreti y Philip Lane 2004-2007)*

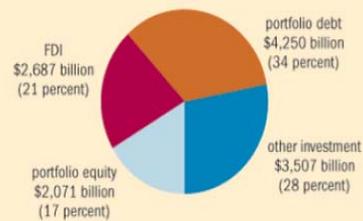
#### Investment portfolio

U.S. investors emphasized foreign direct investment (FDI) and equities, while foreigners lapped up U.S. debt.

##### Composition of U.S. foreign assets, 2004



##### Composition of U.S. foreign liabilities, 2004



Sources: Bureau of Economic Analysis and Lane and Milesi-Ferreti (2006).



### RECAPITULACIÓN

- La regulación debería incentivar a las AFP a realizar un manejo eficiente de los recursos de los FPO, con un horizonte de largo plazo, en aras de maximizar el retorno esperado por unidad de riesgo.
- Una Mayor concentración de riesgo y una dinámica preocupante.
- ¿Responsabilidad por omisión frente a la concentración de Riesgo por las autoridades competentes?



## PROPUESTA



## PROPUESTA

- Implementar esquema mediante el cual cada AFP realiza una asignación estratégica de activos a través de la conformación de un portafolio de referencia basado en índices de referencia definidos por la SFC.
- Los índices definidos por la SFC deben ser replicables y reflejar el rendimiento de algunos de los activos en los cuales pueden ser invertidos los recursos de los FPO, su horizonte de inversión y las condiciones de liquidez del mercado. Además, hacerlos ex-post no tiene sentido tal y como lo hace la SFC (y sin costos de transacción además!)



## PROPUESTA

- Cada AFP conformaría un portafolio de referencia (“benchmark”) con base en los índices definidos por la SFC.

ASIGNACIÓN ESTRATÉGICA DE ACTIVOS



$$PR = \omega_1 \times I_1 + \omega_2 \times I_2 + \omega_3 \times I_3 + \omega_4 \times I_4 + \omega_5 \times I_5$$

- Se establecería una regla general sobre administración de portafolios de los fondos de pensiones (experto prudente y diligente).



## PROPUESTA

Establecer lineamientos de inversión que:

- acote la exposición a riesgo crediticio (calificación mínima por emisión y emisor).
- limite la concentración del portafolio por activo, tipo de instrumento, emisor.
- permita la inversión en activos diferentes a los considerados en los índices de referencia.



## PROPUESTA

- **Asegure un buen desempeño en escenarios de *stress*:**
  - a) El portafolio de referencia la AFP debe soportar, mediante ejercicios de simulación, cual habría sido la máxima pérdida que éste habría experimentado en episodios de *stress* observados en los últimos 5 años.
  - b) Exigir a la AFP un beneficio mínimo de diversificación en la construcción del portafolio de referencia.



## PROPUESTA

- Plazo: vigencia portafolio de referencia mínimo de un año. Proceso de transición de un PR a otro.
- Definición requerimiento de rentabilidad mínima: exceso de retorno frente al que obtendría el portafolio de referencia.

RM: rentabilidad portafolio de referencia – 200 p.b.

Evaluación mensual del desempeño basado en un período de 36 meses o a calibrar.



## PROPUESTA

- Establecer desviaciones máximas por tipo de riesgo (cambiarío, duración, concentración por tipo de instrumento)
- Implementación de medidas complementarias de gestión que incorporen criterios de eficiencia: Razón de Sharpe, Razón de Información.



## COMPATIBILIDAD CON EL ESQUEMA DE MULTIFONDOS

- Bajo el esquema de multifondos cada AFP definiría un portafolio de referencia por fondo, el cual debe reflejar el perfil de riesgo del grupo de afiliados.
- Para cada fondo se establecerían lineamientos de inversión como los anteriormente mencionados, de acuerdo con el perfil de riesgo.



## MARCO LEGAL

- Se establecería una regla general sobre administración de portafolios de los fondos de pensiones (experto prudente y diligente).
- Modificación de la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima (MHCP).
- Definición y construcción de los índices de referencia: SFC con apoyo del BR.
- Moverse hacia una regulación de “hombre prudente”.



## OTRAS IDEAS PARA CONSIDERAR

- Permitir a los FPOs hacer la cobertura directamente.
- Ponderación del riesgo de TES.
- Estudiar la posibilidad de restringir la velocidad de rebalanceo de los portafolios.
- Ver los resultados de la Comisión Marcel en Chile!
- Problema de las Aseguradoras
- Recomendaciones de la Misión Alesina

