

# Las garantías

Calcular el coste de garantizar pensiones de contribución definida

---

Los diferentes tipos de pensiones comportan distintos tipos de incertidumbre. Por ejemplo, los planes de pensiones del sector público implican un "riesgo político", en cuanto a que el plan podría reformarse en el futuro, de forma que las prestaciones serían diferentes a las esperadas. Los planes de pensiones privados están menos sujetos a este riesgo político, puesto que no es probable que los gobiernos confiscen propiedades privadas. Sin embargo, las pensiones de contribución definida implican un riesgo del mercado de capital durante la fase de acumulación, cuando las contribuciones y la rentabilidad de las inversiones van aumentando en el fondo. El riesgo está en que la rentabilidad del fondo de pensiones sea insuficiente para ofrecer a un individuo unos ingresos de retiro adecuados.

Los gobiernos, en su función de reguladores, pueden hacer mucho para mitigar el riesgo del mercado de capital. Pueden imponer normas de inversión prudentes y permitir a los fondos diversificar sus carteras. Pueden fomentar la competencia al requerir una información y una divulgación normalizadas. También pueden influir de forma indirecta en la rentabilidad de los fondos por medio de mejoras paralelas en la eficiencia de los mercados de capital nacionales.

Pero muchos gobiernos han ido más allá y han proporcionado garantías explícitas de la rentabilidad de los fondos.

## Tipos de garantía

Existen al menos cuatro tipos potenciales de garantía:

- Tasa de rentabilidad absoluta, con la que el fondo proporciona un beneficio especificado previamente
- Nivel de beneficio absoluto, que implica que el fondo debe generar una tasa de rentabilidad fija
- Tasa de rentabilidad relativa al sector, con la que el fondo proporciona un beneficio próximo a la media de todos los fondos
- Tasa de rentabilidad relativa de referencia, con la que el fondo proporciona un beneficio próximo al de una cartera sintética elegida

Los países ofrecen en la práctica toda esta gama de garantías diferentes.

## Garantías con una tasa de rentabilidad absoluta

Empezamos con los países que ofrecen una garantía absoluta, mostrados en la Figura 1.

Los fondos de provisión de Malasia y Singapur ofrecen una rentabilidad nominal mínima del 2½ por ciento anual. (No son fondos privados, sino obligatorios, y se basan en cuentas de contribución definida). El gobierno aporta la diferencia si la inversión no llega al nivel previsto.

En Suiza, los fondos de pensiones asumidos por el

empleador son necesarios para proporcionar unos beneficios anuales a las cuentas de contribución definida de los partícipes de al menos un 4% nominal. Cada fondo debe reponer cualquier déficit que se produzca. El resultado es que muchos planes suizos pagan un 4% al año independientemente del beneficio de la inversión subyacente.

Hay que tener en cuenta que estos tres primeros países especifican una rentabilidad nominal mínima, lo que significa que el valor de la garantía es vulnerable a la inflación.

### Garantías absolutas

1

<i>País</i>	<i>Garantía</i>
Argentina	Tasa de imposición bancaria
Hungría	25% del beneficio del plan público
Malasia	2,5% nominal
México	100% del beneficio del antiguo plan público
Singapur	2,5% nominal
Suiza	4% nominal
Uruguay	2% real

El establecimiento de tasas de rentabilidad mínima por adelantado convierte a estos planes de contribución definida en algo más similar a un plan de pensiones de prestaciones definidas. Esto sería consecuente con un objetivo de política pública que se enfocara en tasas de reemplazo. Al igual que en un plan de prestaciones definidas, esto crea una obligación que depende de la diferencia entre la tasa de rentabilidad mínima y la real. Esta obligación requiere un avalista que garantice el coste.

Varios países ofrecen un tipo de garantía absoluta más complejo. A los húngaros que decidieron cambiarse a un nuevo sistema mixto público-privado se les prometió que la renta anual generada por el componente privado de capitalización sería de al menos el 25% de su beneficio público. La garantía la pueden conseguir únicamente aquellos

que contribuyan al plan capitalizado durante al menos 15 años.

México transfirió a todos los trabajadores al nuevo plan privado. La garantía es que el gobierno aportará la diferencia si el beneficio anual proporcionado por el plan privado es menor que el beneficio que habrían recibido bajo el antiguo régimen. En efecto, es prácticamente seguro que muchas personas que están cerca de su retiro hagan efectiva la garantía.

Puesto que en un plan de prestaciones definidas se depende de los resultados, el valor de las garantías en Hungría y México es específico del individuo y de una atribución de los beneficios relativos de los planes públicos y privados. Esto es consecuente con una necesidad de reforzar el apoyo a la reforma de los sistemas de pensiones, pero es complejo en cuanto a su administración y potencialmente muy costoso.

Finalmente, Argentina y Uruguay establecieron planes públicos con una tasa de rentabilidad absoluta garantizada. En Uruguay es un 2% real, mientras que en Argentina es equivalente a la tasa predominante en los depósitos bancarios. Esta garantía no se aplica a los participantes en planes de pensiones privados que forman parte del mismo sistema.

### Garantías con una tasa de rentabilidad relativa

Las garantías con una tasa de rentabilidad relativa a la media de otros fondos de pensiones son comunes en América Latina, tal como se muestra en la Figura 2.

Chile, El Salvador y Perú requieren que los fondos de pensiones ganen un beneficio real del 50% de la media del sistema o de dos puntos porcentuales por debajo de la media del sistema, el que sea menor.

## Garantías relativas

2

<i>País</i>	<i>Garantía</i>
Argentina	menor del: 70% de la rentabilidad nominal media de los fondos y rentabilidad nominal media menos el 2%
Chile	menor del: 50% de la rentabilidad real media de los fondos y rentabilidad real media de los fondos menos el 2%
Colombia	mínimo basado en la media de la rentabilidad de los fondos y en la rentabilidad de la cartera de referencia
Hungría	15% menos que el rendimiento de la tasa de deuda pública
Perú	menor del: 50% de la rentabilidad real media de los fondos y rentabilidad real media de los fondos menos el 2%
Polonia	menor del: 50% de la rentabilidad nominal media de los fondos y rentabilidad nominal media menos el 4%
Uruguay	menor del 2% real y rentabilidad nominal media del fondo menos el 2%

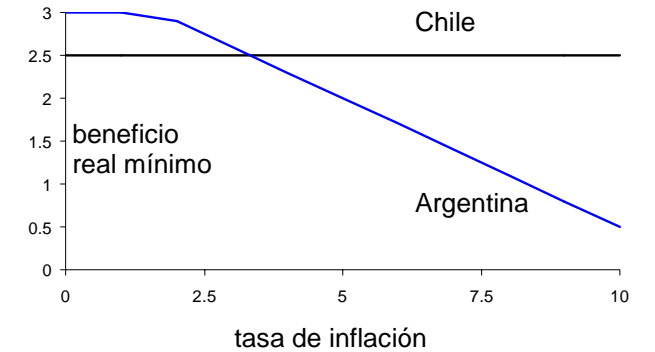
En Argentina, se requiere que los fondos de pensiones privados paguen un mínimo relativo a la rentabilidad nominal. La garantía es el 70% de la media del sistema o dos puntos porcentuales por debajo de la media, el que sea menor. En Polonia, la garantía también se establece en relación con los beneficios nominales, pero los fondos pueden quedar por debajo de la media por un margen mayor.

Estas dos garantías tienen efectos muy diferentes con beneficios reales y tasas de inflación distintas. La Figura 3 muestra el efecto de la inflación, manteniendo la constante del beneficio real al 5%. En Chile, la garantía es el 50% del beneficio real, o el 2,5%, según sea la tasa de inflación. En Argentina es más complejo. Con bajos niveles de inflación, la garantía tiene un tope máximo de dos puntos porcentuales por debajo de la rentabilidad nominal. Pero, a medida que aumenta la inflación, el beneficio mínimo garantizado disminuye. Con un 10% de inflación, por ejemplo, el beneficio

mínimo es del 70% de la rentabilidad nominal del 15,5%, o el 10,85% nominal. Esto equivale a un beneficio real del 0,7%.

## Garantías e inflación

3



Las fórmulas de otros países incluyen para el beneficio mínimo un elemento de rentabilidad con garantía relativo a las referencias del mercado, así como, o en lugar de, garantías relativas a la media de los fondos de pensiones. En Colombia, la mitad del beneficio mínimo se establece en un 90% de la media de los fondos de pensiones privados. La otra mitad del mínimo depende del beneficio de una cartera de referencia, parte del cual depende de la distribución de los activos reales de los fondos de pensiones.

Hungría ofrece una garantía de beneficio relativo a una referencia, así como un pago de pensión mínimo. Los fondos de pensiones deben sufragar cualquier déficit en los beneficios individuales si la rentabilidad de la inversión está por debajo de los beneficios de una tasa de deuda pública en más del 15%. Los beneficios de la inversión que sobrepasen a los beneficios de los bonos en más del 40% deben dejarse como reserva.

## Financiamiento de garantías

Existen diferentes formas de financiar garantías

- con recursos dentro del fondo de pensiones
- con capital del gestor del fondo de pensiones
- desde un fondo con garantía central
- desde el gobierno

En la práctica, si los beneficios están por debajo del mínimo, la diferencia se aporta de forma secuencial desde una de estas fuentes potenciales.

En América Latina, la primera fuente de fondos para cumplir las garantías proviene de una reserva establecida dentro del fondo de pensiones. En Argentina y Chile, por ejemplo, la garantía es simétrica. Cualquier beneficio del 30 y el 50% por encima de la media del sistema debe pagarse a una reserva de fluctuación de rentabilidad. Además, los administradores del fondo deben mantener una cuenta independiente de sus propios recursos. En Argentina, por ejemplo, el gestor de los activos debe dejar \$3m o el 2% de los activos, lo que sea mayor.

El pago del déficit de los beneficios se realiza, primero, desde la reserva de fluctuación de rentabilidad; segundo, desde la reserva líquida del gestor y, finalmente, desde el capital privado del gestor del fondo. Si esto no fuera suficiente, el fondo se liquida y el déficit lo sufraga el gobierno. La financiación de garantías funciona de forma similar en otros países de América Latina.

A diferencia de América Latina, Hungría y Polonia han establecido un fondo central de garantía de pensiones. Los fondos húngaros deben pagar entre un 0,3 y un 0,5% de las contribuciones al fondo, cuyo fin es mantener entre un 0,3 y un 1,5% del activo total del sistema de capitalización de pensiones. En Polonia, el objetivo del fondo es un 0,1% del activo total. De nuevo, cualquier déficit se sufraga de forma secuencial. Los fondos húngaros mantienen una reserva de fluctuación de la rentabilidad dentro del fondo, depositando una proporción de cualquier beneficio que sobrepase el máximo. Los fondos polacos requieren que se reserve entre un 3 y un 5% de los activos para afrontar cualquier déficit. El fondo de garantía central interviene cuando estas reservas se han agotado. En caso de que el fondo de garantía central no sea suficiente, interviene el gobierno.

### Peligros de ofrecer garantías

Todas las formas de protección de inversiones, tales como la garantía de depósito, generan un problema de “riesgo moral”: una vez que se aseguran las pérdidas de un riesgo particular, las personas pondrán menos cuidado a la hora de evitar los casos que ejecutan las garantías. Los administradores de fondos de pensión, por ejemplo, pueden elegir activos de alto riesgo con el

potencial de grandes remuneraciones, sabiendo que los beneficios estarán protegidos si la inversión no se recupera.

Los reguladores pueden intentar evitar el riesgo moral de diferentes formas. Primero, las garantías deberían estar financiadas, al menos en parte, por autoseguros de los recursos del fondo o de los que dispongan los administradores del fondo. En el peor de los casos, cuando pudieran ejecutarse las garantías del gobierno, el coste para los administradores del fondo sería alto, es decir, liquidando el fondo.

Segundo, los reguladores pueden restringir las carteras de los administradores del fondo para evitar la inversión excesiva en activos arriesgados. Pero estas restricciones pueden tener un alto coste económico al evitar la competencia y reducir las posibilidades de diversificación.

El resultado de la combinación de garantías de la tasa de rentabilidad y de restricciones de cartera en varios países ha supuesto el efecto “rebaño” de los administradores de fondos. Para evitar quedarse fuera en la distribución de beneficios (o con respecto a una referencia) y ejecutar las garantías que pueden imponer un coste a la empresa gestora del fondo, los administradores de fondos regresan a la misma cartera. Por ejemplo, los fondos de pensiones de Chile mantienen una media de alrededor de un 30% de activos en valores de renta variable, con una desviación típica de esta ponderación de sólo un 1,6%.

El efecto rebaño se ve reforzado por el periodo relativamente corto durante el que se determinan normalmente las tasas de rentabilidad. Esto anima a los administradores de fondos a rechazar inversiones potencialmente beneficiosas, pero volátiles. Este horizonte de inversiones a corto plazo no es el adecuado, puesto que las pensiones son inversiones a largo plazo. Chile ha cambiado de beneficios anuales a beneficios a tres años, mientras que Polonia optó por la media de dos años desde el principio. Quizá el mayor peligro que se produce con las garantías es que sus costes, para los partícipes de la pensión y las obligaciones potenciales del gobierno, no son transparentes. Esta falta de transparencia anima a los gobiernos a

ofrecer o imponer garantías mayores de las que se elegirían si los costes para los participantes en el fondo y el presupuesto del gobierno fueran más claros. Esto es cierto, sobre todo, para las garantías absolutas.

Los modelos de valoración de opciones del tipo utilizado en los mercados de derivados pueden calcular el coste de proporcionar diferentes tipos de garantías. En un conjunto de suposiciones razonables, el coste de las garantías de la tasa de rentabilidad mínima absoluta y relativa es del orden del 4-7% del activo total por año.

### Lecturas adicionales

Pennachi, G.G. (1998), "Government guarantees on funded pension returns", Documento de Discusión sobre la Seguridad Social nº 9806, Banco Mundial.

Turner, J.A. y Rajnes, D.M. (2000), "Limiting worker financial risk through risk sharing: minimum rate of return guarantees for mandatory defined contribution plans", Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra.

Banco Mundial (2000), "Portfolio limits: pension investment restrictions compromise fund performance", informe de la Introducción a la reforma de las pensiones.

### Conclusiones y recomendaciones

- ❑ El hecho de que existan garantías de los beneficios de las pensiones capitalizadas, puede significar un apoyo para la reforma
- ❑ Pero las garantías mal diseñadas pueden reducirlo y crear obligaciones mayores
- ❑ El coste de las garantías debería ser lo más transparente posible
- ❑ Los modelos de valoración de opciones pueden utilizarse para mostrar el coste de las garantías, informar de la decisión de ofrecerlas, del tipo que se va a utilizar y de qué alcance deberían tener
- ❑ El financiamiento transparente de las garantías se ofrece mejor si se obliga a los fondos a reservar sus propios activos; esto también proporciona mejores incentivos para los administradores del fondo
- ❑ Las garantías de beneficio relativo deberían estar basadas en periodos a largo plazo y en referencias apropiadas

