

Los límites de la cartera

Las restricciones a las inversiones de las pensiones comprometen el desempeño de los fondos

El valor de las pensiones capitalizadas puede depender mucho del desempeño de las inversiones de los fondos. Para intentar proteger los ahorros de la gente, los gobiernos suelen regular de forma estricta los fondos de pensiones, especialmente cuando las contribuciones son obligatorias. Por ejemplo, los nuevos sistemas de pensiones capitalizadas de América Latina y Europa del este poseen una regulación más estricta que las pensiones privadas en los países de la OCDE, que son principalmente voluntarias.

Existen tres formas diferentes de regulaciones de los fondos de pensiones:

- Restricciones en la estructura de la industria. Los gobiernos que han implementado la reforma en América Latina y Europa del este se han inclinado por establecer una nueva industria de la gestión de los fondos de pensiones distinta de otras instituciones financieras.
- Regulación del desempeño de los fondos de pensiones. Estas garantías especifican a veces una rentabilidad absoluta que han de obtener los fondos pero, normalmente, están relacionadas con el desempeño promedio de la industria o con la rentabilidad de una cartera de referencia.

- Límites en las inversiones permitidas. Las restricciones cuantitativas en la proporción de unos tipos determinados de activos propiedad del fondo limitan la dispersión de los resultados, especialmente en los esquemas de contribución definida. En la mayoría de los esquemas obligatorios, esto conduce a un entorno de “cartera única”, donde los participantes en el esquema se ven obligados a poseer básicamente la misma cartera. Son más comunes los límites sobre activos arriesgados como las acciones y los bonos de sociedades anónimas. Con frecuencia, las inversiones extranjeras se ven reducidas.

Este informe se enfoca en estos últimos: las restricciones cuantitativas en las carteras de los fondos de pensiones.

¿Por qué hay que regular las carteras de las pensiones?

Los consumidores de los países que han introducido pensiones capitalizadas obligatorias no suelen tener mucha experiencia en la inversión. Muchos han tenido poco o ningún contacto con los servicios financieros y sus proveedores antes de la reforma del sistema de pensiones. Además, no

era común que las industrias de los servicios financieros estuvieran bien desarrolladas. La falta de experiencia en la inversión, especialmente en la gestión del riesgo, podría llevar a decisiones equivocadas sobre la cartera. De hecho, resulta más arriesgado invertir en economías emergentes que en países más desarrollados. Los mercados de capital pueden ser frágiles, careciendo de liquidez y transparencia.

Es posible que los países con mercados de capital más desarrollados en los que la población tenga más experiencia en la inversión necesiten sólo un pequeño toque regulador. Los ahorros voluntarios para el retiro también suponen menos responsabilidad para el gobierno que las pensiones obligatorias, lo que sugiere de nuevo una menor necesidad de una regulación estricta de las inversiones de los fondos. Finalmente, muchos países poseen sistemas de pensiones capitalizadas de prestaciones definidas proporcionadas por el empleador. Estos esquemas producen muchos problemas de regulación para proteger los derechos de las personas y los activos del fondo pero, como los empleadores están detrás de las prestaciones de pensiones prometidas, hay menos necesidad de una regulación detallada de las carteras que en los sistemas de pensiones de contribución definida, cuyo valor depende más del desempeño del fondo.

Efectos en las finanzas públicas

Debido a las explícitas garantías públicas de los valores de las pensiones o la rentabilidad de los fondos de pensiones, podrían ponerse en peligro las finanzas del gobierno si los fondos de pensiones realizan unas inversiones excesivamente arriesgadas. Incluso toda la reforma podría verse comprometida. Además, si un fondo fracasa o muestra un peor desempeño que otros de forma continuada, el gobierno podría verse obligado a intervenir para proteger a los pensionistas: una especie de garantía implícita. Los límites de la cartera, si consiguen reducir el riesgo de las inversiones y limitar la dispersión de los resultados, podría ayudar a evitar esta solicitud de fondos del erario público.

Otro motivo para fomentar la inversión en bonos del Estado mediante los límites de la cartera es

facilitar la transición de un sistema de pensiones de reparto a la capitalización. Durante esta transición, las cotizaciones a las pensiones de los trabajadores se desvían en parte a sus propias cuentas de pensiones, lo que significa que es necesaria otra fuente de ingresos para pagar las obligaciones de las pensiones públicas de reparto existentes.

El hecho de promover que los fondos de pensiones adquieran bonos públicos puede suavizar a corto plazo la transición hacia un sistema capitalizado pero, si se sigue con esta política en el medio y largo plazo, se reducen los efectos beneficiosos del cambio a la capitalización (por ejemplo, sobre los ahorros globales, el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados de capital).

Normas de prudente discreción

La alternativa a los límites cuantitativos de las inversiones es una norma de “prudente discreción”. Este enfoque proporciona más flexibilidad a los gestores de los fondos de pensiones, pero depende mucho de los precedentes legales y los niveles locales de prudencia aceptados. Por ejemplo, los Estados Unidos exigen que los gestores de fondos inviertan

“con el cuidado, la habilidad la prudencia y la diligencia en las circunstancias que se dieran en ese momento que una persona prudente, actuando con una capacidad similar y familiarizada con esos asuntos, utilizaría en la dirección de una empresa de carácter similar y con objetivos similares”.

La *Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (Ley sobre la seguridad de los ingresos de retiro para los empleados) va más allá del derecho consuetudinario. No es suficiente con ser un aficionado cuidadoso: los gestores han de actuar como profesionales prudentes, con experiencia y conocimientos sobre los asuntos financieros.

Muchos países no utilizan el derecho consuetudinario y tienden a confiar en una extensa codificación y unas regulaciones detalladas. La mayoría no tiene una gran tradición de fondos privados de pensiones. En un sistema obligatorio, a muchos países les puede resultar difícil depender

de las personas prudentes, al menos hasta que el concepto esté bien definido y se haya comprendido perfectamente.

Los límites de la cartera en la práctica

Las normas de prudente discreción de este tipo son la principal fuente de protección legal para los participantes en los fondos de pensiones en aproximadamente un tercio de los países de la OCDE. Estos países imponen pocas normas, si es que imponen alguna, para la asignación de los activos de los fondos de pensiones (más allá de las restricciones prudenciales, como la concentración de las participaciones). Se trata de los países de habla inglesa (Australia, Irlanda, Nueva Zelanda, el Reino Unido y los Estados Unidos) más Austria, España y los Países Bajos.

La Figura 1 resume las restricciones sobre la asignación de activos. Estos regímenes suelen ser complejos, con límites en docenas de distintos tipos de activos. Aquí nos enfocamos en los límites sobre participaciones directas en valores de renta variable de empresas que cotizan y sobre los activos extranjeros totales (incluyendo bonos, valores de renta variable y otros activos). Los países de la OCDE se encuentran en la parte superior del gráfico y los países de América Latina que han implementado la reforma en la parte inferior.

Las restricciones nacionales, a la izquierda del gráfico, pueden ser de dos formas diferentes en los países de la OCDE. En primer lugar, Dinamarca, Alemania, Japón y Suiza, por ejemplo, aplican un límite al monto que se puede invertir en valores de renta variable. El límite suele rondar el 30 ó el 40% de los activos totales. Polonia también restringirá la proporción de la cartera en valores de renta variable en su nuevo sistema de pensiones obligatorias. (Hay que tener en cuenta que el límite de los Países Bajos no está regulado).

Segundo, Bélgica, Dinamarca, Francia, Japón y Portugal imponen una inversión mínima en bonos del sector público. Este mínimo es más variable (entre el 15 y el 50%), pero tiene el mismo efecto

en la restricción de inversiones en valores de renta variable.

Las restricciones en los países de América Latina en la parte inferior del gráfico suelen ser más estrictas que en los de la OCDE. Los regímenes más relajados son los de Chile, Colombia y Argentina, que permiten un 30% o más en acciones. (Perú, sin embargo, permite un 20% adicional en acciones de los trabajadores, arrojando un 40% como límite total de los valores de renta variable). La situación en Bolivia, que no se muestra en el gráfico, es complicada. En el papel, la inversión se encuentra ligeramente más regulada que en el resto de América Latina, pero una elevada inversión mínima en bonos del Estado ha consumido la mayor parte de los fondos en los primeros meses del sistema. Se supone que los regímenes relativamente estrictos de México y Uruguay serán sólo temporales, como en Bolivia.



En cuanto a las inversiones extranjeras, a la derecha del gráfico, los límites en América Latina vuelven a ser más estrictos que en la OCDE. Doce países de la OCDE restringen las inversiones extranjeras, en promedio, a un 16% de los activos totales de las pensiones. Esto va desde una prohibición absoluta de las inversiones extranjeras hasta unos límites del 30 ó el 40%.

Cuatro de los países latinoamericanos permiten las inversiones extranjeras con porcentajes que van desde un 5% de participación máxima en Perú hasta un 12% en Chile. Finalmente, las inversiones máximas en bonos públicos también son comunes en América Latina. El razonamiento parece ser una mezcla de los fondos necesarios para diversificar y evitar que futuros gobiernos se apropien de los fondos de pensiones para sufragar los gastos financiados mediante déficit presupuestario.

Inversiones internacionales

La segunda restricción más común sobre los gestores de los fondos de pensiones es el monto que pueden invertir en el extranjero. Una razón económica es que el pasivo de los fondos de pensiones es nacional y, por tanto, invirtiendo dentro del país, el activo y el pasivo se denominan en la misma moneda. Por el contrario, al invertir en el extranjero, se incurre en el riesgo cambiario. Aunque es posible protegerse contra las fluctuaciones cambiarias, puede resultar costoso e incluso los inversionistas sofisticados se han cogido los dedos con los complejos instrumentos financieros que puede implicar la cobertura. (El caso de la Gestión de capital a largo plazo en los Estados Unidos es sólo uno de los muchos ejemplos).

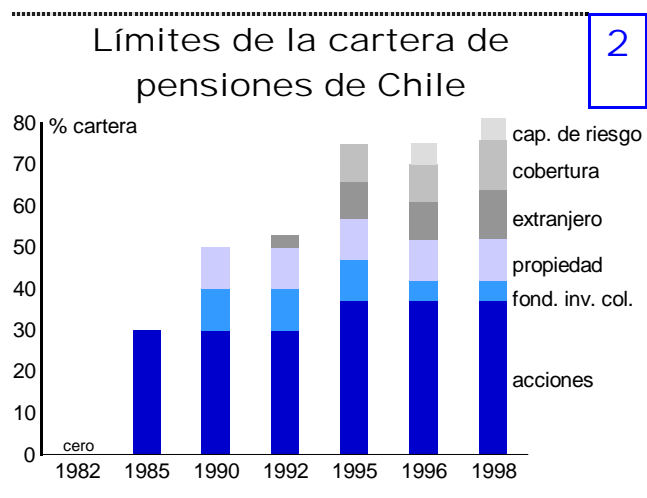
Un segundo motivo es limitar los flujos de capital, a cuya volatilidad se ha culpado de las crisis económicas en las economías emergentes del este de Asia y América Latina. La reducción de las fugas de capital limitando las inversiones en el extranjero también podría ayudar a desarrollar los mercados de capital nacionales.

La liberalización gradual de Chile

Chile tuvo un régimen de inversiones restrictivo durante los primeros años del nuevo sistema.

Entre 1981 y 1985, los fondos de pensiones sólo podían poseer bonos públicos y de sociedades anónimas, valores respaldados por una hipoteca o depósitos a plazo fijo. Las inversiones de capital, inicialmente de hasta el 30% de la cartera y ahora de hasta el 37%, se han permitido desde 1985. Las inversiones en fondos de inversión colectiva se permitieron en 1990. A continuación fueron los activos extranjeros, en 1992. El límite, establecido inicialmente en el 3%, se aumentó al 9% en 1995 y al 12% en 1997. Finalmente, se ha permitido a los fondos utilizar instrumentos de cobertura desde 1995.

Por tanto, como mejor se caracteriza el régimen chileno, ilustrado en el segundo gráfico, es como de liberalización gradual de las inversiones a medida que los gestores de los fondos y los consumidores se sienten más seguros y con más experiencia en el nuevo sistema de pensiones.



Límites de la cartera y asignación de activos

Siguiendo con Chile, la Figura 3 considera cómo los fondos de pensiones respondieron a las libertades en la asignación de activos que les acababan de conceder. Hasta 1992, los fondos de pensiones de Chile habían convertido el 30% de sus activos en valores de renta variable. Pero el cambio a estos valores fue muy lento y es natural preguntarse por qué.

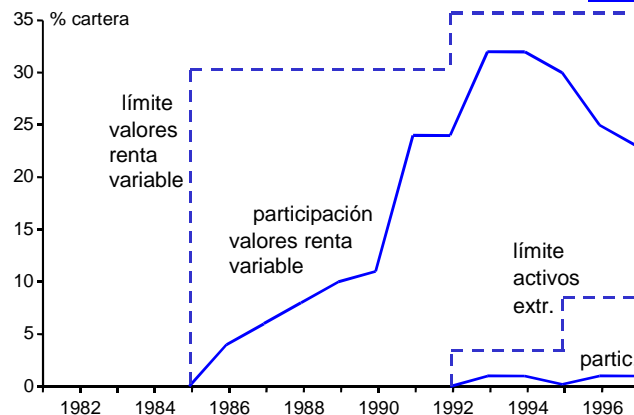
Si se observan otras partes de la cartera de los fondos de pensiones surgen algunas respuestas.

Las participaciones en bonos del Estado han permanecido constantes desde 1983 en aproximadamente un 40% de los activos totales. Los valores de renta variable han tendido a sustituir a las hipotecas y, en menor medida, a los depósitos en vez de a los bonos del Estado. La reducción en la proporción de la cartera en hipotecas (desde más de la mitad a mediados de los 80 hasta el 17%) podría haberse producido por la oferta más que por el cambio en la regulación. Los fondos de pensiones poseían más de la mitad de las hipotecas chilenas en 1997. Posiblemente, los gestores habrían querido invertir más en hipotecas pero, debido a la falta de oferta, buscaron otras inversiones.

En segundo lugar, los rápidos cambios en la cartera pueden modificar los precios de los activos. Los fondos de pensiones de Chile, que ahora suponen un 42% del PIB, son, con mucho, los mayores inversionistas de la economía. Si se redujeran las participaciones en bonos o en hipotecas, se reducirían los precios rápidamente y, si se adquirieran valores de renta variable, aumentarían los precios. No es probable que un cambio más gradual tuviera este mismo efecto.

Una última explicación es el efecto de otros controles reguladores. Por ejemplo, sólo se permite a los fondos de pensiones poseer un 7% de la emisión total de acciones de una sola empresa. Los fondos más grandes luchan contra este límite mucho antes de llegar al máximo del 37% de los valores totales de renta variable. Otra norma exige que los valores de renta variable, al igual que los bonos, se califiquen según el riesgo. Los fondos de pensiones sólo podían invertir en empresas con una calificación BBB o mejor. En la práctica, esto significaba sólo 30 empresas estelares de las 300 que cotizaban en el mercado. Sin embargo, desde 1997, esta norma se ha relajado y ahora se puede elegir entre más de 200 empresas para las inversiones de los fondos de pensiones.

3 Carteras de los fondos de pensiones en Chile

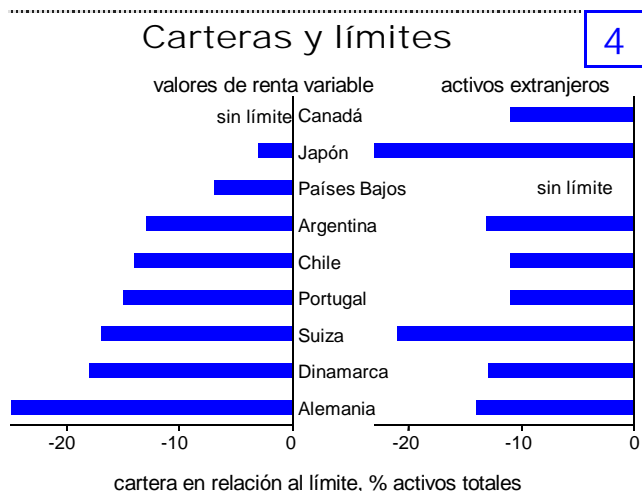


Países de la OCDE

Los fondos de pensiones de Chile, hasta ahora, han invertido mucho menos de lo permitido en valores de renta variable. Y este patrón es común a muchos otros países. El cuarto gráfico muestra la diferencia entre el límite regulador y la participación real en las carteras de los fondos de pensiones.

De hecho, el déficit en Chile y Argentina es menor que en muchos países de la OCDE. Por ejemplo, en Dinamarca, Alemania y Suiza, las inversiones en valores de renta variable de los fondos de pensiones se encuentran unos 20 puntos porcentuales por debajo del límite estatutario.

Siempre es probable que los fondos de pensiones permitan un vacío entre la participación real y el límite, puesto que los precios de los valores de renta variable pueden ser volátiles. Un incremento repentino en los precios obligaría a los gestores a liquidar inmediatamente parte de su cartera de pensiones. Algunas diferencias podrían explicarse por otros controles prudenciales, como en Chile, pero esto es menos probable en los mercados de capital bien desarrollados de Europa occidental.



La explicación más convincente es que los gestores de fondos en los países de la Europa continental son innatamente conservadores. Las participaciones en valores de renta variable suelen ser menores que los límites estatutarios y que en otros países (Figura 5). En los países de habla inglesa como Australia, Irlanda, el Reino Unido y los Estados Unidos, los fondos de pensiones poseen entre un 40 y un 80% de sus activos en valores de renta variable. En Austria, Francia, Alemania, Italia, España, Suiza y otros, la participación suele ser aproximadamente del 10%. Estos países carecen de lo que se suele conocer como “cultura de las acciones”, de manera que las restricciones reguladoras solas no pueden explicar las carteras conservadoras dominadas por los bonos. Los países que han implementado la reforma en América Latina se encuentran entre estos dos grupos de economías de la OCDE. De hecho, los fondos de pensiones de Argentina, Chile y Perú invierten más en valores de renta variable que el promedio de los 28 países mostrados en el gráfico.

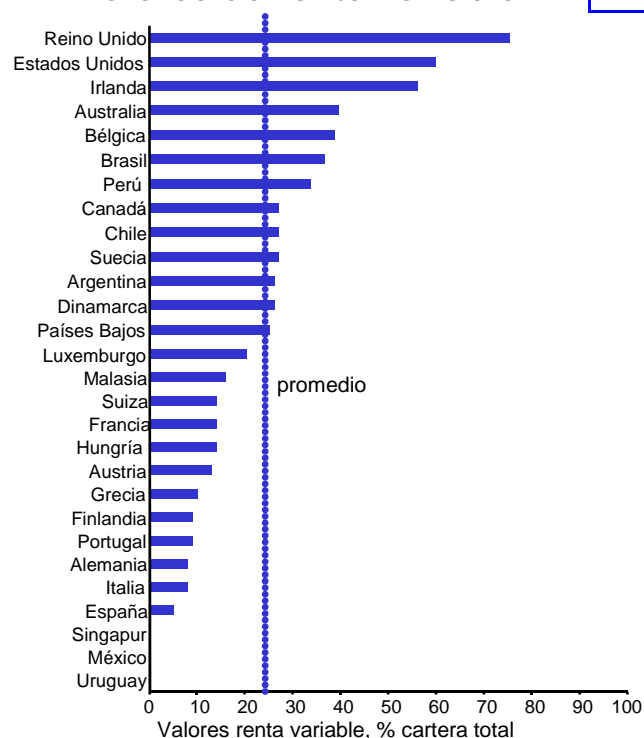
Asignación de activos y rentabilidad

La principal razón de preocupación en las carteras con pequeñas participaciones en valores de renta variable es que, históricamente, las acciones han ofrecido una mayor tasa de rentabilidad que los bonos. Por supuesto, la rentabilidad de los valores es más volátil que la de los bonos, pero las pensiones son inversiones a largo plazo y gran

parte de la volatilidad de los valores de renta variable se suaviza en un largo periodo de inversión. Además, cualquier déficit en la rentabilidad es muy importante para el valor de la pensión. Un aumento del 1% en la rentabilidad anual aumenta el valor de la pensión de una vida completa de 40 años de cotizaciones en un 20 ó un 30%.

Participación de la cartera en valores de renta variable

5



Para mostrar el impacto de las restricciones a la inversión, la Figura 6 compara la rentabilidad real de los fondos de pensiones con la rentabilidad de una “cartera equilibrada”. Este punto de referencia se basa en un fondo invertido la mitad en valores de renta variable y la otra mitad en bonos.

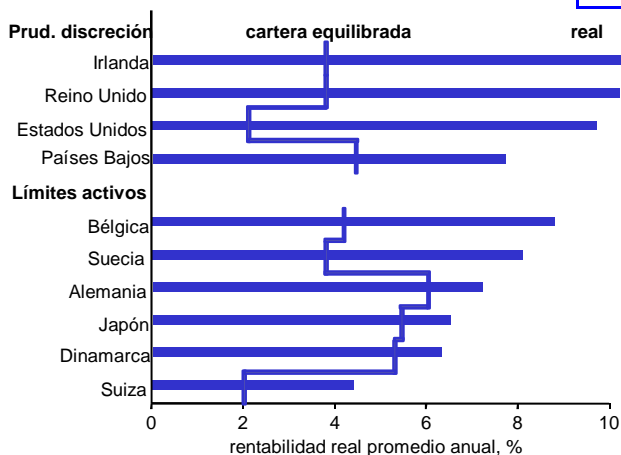
Los fondos de pensiones de los cuatro países de la parte superior, con unos regímenes de inversión relativamente liberales, obtuvieron un 9,5% al año entre 1984 y 1996 (la barras del gráfico). En los seis países que restringen la asignación de activos, la rentabilidad fue de alrededor del 6,5% anual.

Existen muchas explicaciones posibles para esta diferencia. Una razón importante de las diferencias

en el desempeño de los fondos de pensiones podrían ser las diferencias en el desempeño de los mercados financieros. Pero podemos rechazar esta conjetura. Las líneas del gráfico muestran la rentabilidad de una cartera equilibrada. Esta medida de la rentabilidad del mercado es en realidad menor que el promedio en los países con menores restricciones a la inversión: el 3,5% en comparación con el 4% anual.

Una segunda razón de las diferencias es que esta simple comparación ignora el riesgo. Las carteras de los fondos de pensiones dominados por los valores de renta variable son más volátiles. Como resultado, la desviación estándar (una medida simple de la variabilidad) de la rentabilidad de la cartera promedio de un fondo de pensiones en los países con regímenes de inversión liberales es del 11% en comparación con el 8% en los sistemas más restrictivos. Por tanto, se adquiere parte de la rentabilidad extra al precio de un mayor riesgo. Pero sólo los inversores extremadamente contrarios al riesgo elegirían renunciar a una rentabilidad tres puntos porcentuales mayor al año por este incremento comparativamente pequeño en la volatilidad.

Rentabilidad de las pensiones y la cartera de referencia 6



Existen muchos otros factores que podrían influir (las políticas macroeconómicas, la tributación, etc), pero el gráfico ofrece datos indiscutibles de que las restricciones a la inversión comprometen el desempeño de los fondos.

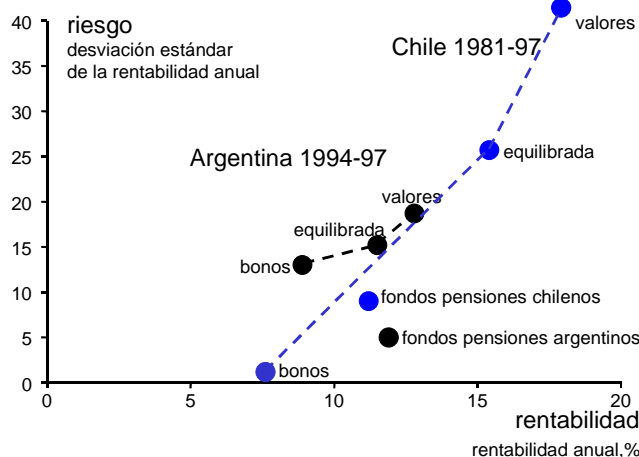
Chile y Argentina

El último gráfico compara el riesgo y la rentabilidad de los fondos de pensiones y las diferentes carteras de referencia en Argentina y Chile desde que introdujeron las pensiones capitalizadas obligatorias (Figura 7). El gráfico muestra la rentabilidad promedio anual frente a la desviación estándar de esa rentabilidad. Los puntos a la derecha del gráfico poseen una mayor rentabilidad y, conforme se va hacia arriba, implica una rentabilidad más variable.

Se utilizan tres índices de la rentabilidad del mercado: bonos, valores de renta variable y una cartera equilibrada, combinando dos. Tal y como se podría esperar, los valores de renta variable arrojan una rentabilidad más alta, pero con el coste de una mayor volatilidad. En Chile, por ejemplo, el promedio de la rentabilidad de los valores fue del 18% en un periodo de 16 años en comparación con el 7,5% anual de los bonos. Pero la desviación estándar de los valores fue del 40% en comparación con sólo el 1% de los bonos.

Los fondos de pensiones de Chile han mostrado una menor rentabilidad (11% anual) que una cartera equilibrada con valores de renta variable y bonos (15% anual). Sin embargo, han arrojado una rentabilidad constante: la desviación estándar (9%) es menor que la que se podría haber conseguido con una mezcla de valores y bonos.

La relación riesgo-beneficio 7



El desempeño de los fondos argentinos ha sido mejor en el corto periodo de tres años desde su introducción que en el periodo más largo que los fondos chilenos llevan funcionando. La rentabilidad anual es casi un punto porcentual mayor y la desviación estándar casi la mitad que la cifra registrada en Chile (5% en comparación con el 9%). Pero estos resultados han de tratarse con cuidado. Una cuarta parte de los fondos argentinos se tienen en un “fondo de inversión”, lo que les permite evitar tener en cuenta cualquier pérdida incurrida durante la crisis económica tras la devaluación del peso mexicano de 1994. Esta medida de la crisis significa que la “rentabilidad” probablemente se haya exagerado.

Los fondos de pensiones latinoamericanos han arrojado una alta rentabilidad absoluta: un 11% o más en comparación con alrededor del 5% en los países de la OCDE (Figura 6). Pero lo que importa es la rentabilidad relativa a las alternativas de inversión, y las carteras de referencia que combinan acciones y bonos a menudo han tenido un mejor desempeño.

Efectos adversos de los límites de la cartera

Hemos considerado dos tipos de restricciones de la cartera. La primera limita las inversiones en valores de renta variable ya sea directa o indirectamente (exigiendo unas inversiones mínimas en bonos públicos). La segunda restringe las inversiones en el extranjero.

Los valores de renta variable han generado una mayor rentabilidad a largo plazo que los bonos, y las pensiones son una inversión a largo plazo. Hemos mostrado que la rentabilidad en los países donde los fondos de pensiones tienen importantes inversiones en valores de renta variable ha sido mayor que en los países donde los bonos dominan las carteras, con sólo un pequeño incremento del riesgo. Por tanto, los límites de la cartera podrían tener un alto coste en términos de unas menores prestaciones para los participantes en el sistema de pensiones.

Existe una salvedad potencial. Los fondos de pensiones de muchos países invierten bastante

menos en valores de renta variable de lo que permiten las restricciones de cualquier cartera. Unas normas de inversión más libres no significan necesariamente unas carteras más diversificadas. Pero establecer unos límites de la cartera es una condición necesaria para la diversificación, aunque no sea suficiente.

Uno de los objetivos de ir hacia un sistema de pensiones capitalizadas es aumentar la responsabilidad del individuo de la planificación de sus ingresos de retiro. La elección individual del gestor del fondo de pensiones proporciona un elemento esencial de selección y es un importante estímulo para la competitividad entre fondos tanto en servicio como en desempeño. Los límites de la cartera, junto con las regulaciones de la estructura de la industria y la rentabilidad de los fondos, reducen de forma sustancial la elección individual. Estas normas interactúan para producir unas carteras y un desempeño de los fondos de pensiones casi idénticos en América Latina (Este llamado comportamiento de “rebaño” se analiza en detalle en el informe de la Introducción a la reforma de las pensiones sobre las garantías de la rentabilidad de los fondos). La competitividad entre fondos no es por la inversión, sino por el servicio y, a veces, por los trucos.

Un punto relacionado es que los participantes en los fondos de pensiones son diversos. Por ejemplo, la mejor cartera para un trabajador joven es una con grandes riesgos y una gran rentabilidad, mientras que los trabajadores mayores están más desahogados si se invierte sobre seguro. Las carteras “multiuso” que se ofrecen en América Latina significan que las personas no pueden cambiar sus inversiones para adaptarlas a sus propias circunstancias individuales.

En los Estados Unidos, los participantes en los esquemas de contribución definida dirigidos por los empleadores (llamados 401(k)s por la cláusula relevante del código tributario) varían sus inversiones con la edad, de carteras dominadas por los valores de renta variable cuando son jóvenes a unos activos más seguros cuando se acercan al retiro. Los proveedores de pensiones del Reino Unido han comenzado a ofrecer planes según el “estilo de vida” que adaptan automáticamente el

perfil de riesgo de las inversiones a la edad del participante.

Diversificación internacional

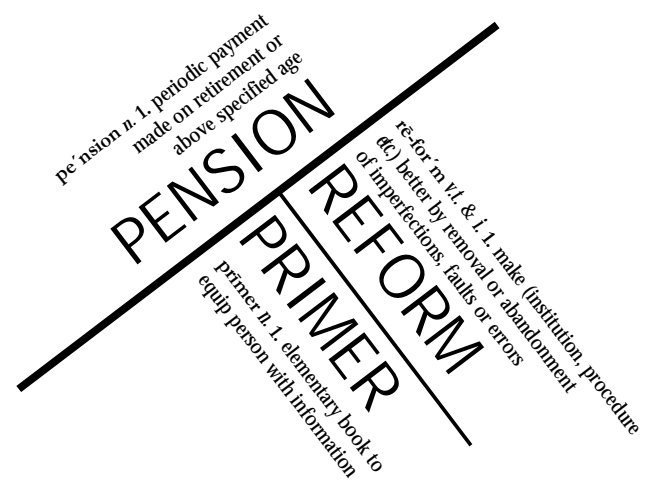
La dispersión de los activos en distintos países puede reducir la volatilidad de la rentabilidad de las inversiones. (De nuevo, consideraremos con más detalle estos asuntos en otro informe de la Introducción a la reforma de las pensiones). Por ejemplo, la correlación entre la rentabilidad de los valores de renta variable en los Estados Unidos con la de los mercados emergentes es sólo del 40%. Sin embargo, los mercados de valores en las grandes economías industrializadas (Alemania, el Reino Unido los Estados Unidos) tienen una mayor vinculación: la correlación es aproximadamente del 60%. Pero incluso este grado de vinculación permite unas prestaciones importantes por la diversificación internacional.

Pocos fondos aprovechan la libertad de invertir en el extranjero. Los fondos más internacionales se encuentran en Bélgica, Irlanda y el Reino Unido, que poseen alrededor de un 30% de los activos en el extranjero. En los Estados Unidos, esta proporción es sólo del 10% y, en otros lugares, normalmente menor. Existen muchas explicaciones posibles para este efecto, llamado “sesgo nacional” y las restricciones de la cartera probablemente sean sólo una pequeña parte del asunto.

Por tanto, son necesarias unas normas de inversión más libres para que los fondos de pensiones se lleven los beneficios de un menor riesgo y una mayor rentabilidad por la diversificación internacional de sus activos. Pero no son suficientes para asegurar este resultado.

Lecturas adicionales

- Srinivas, P.S., Whitehouse, E.R. y Yermo, J. (2000), “Regulating private pension funds’ structure, performance and investments: cross-country evidence”, serie “Pension Reform Primer”, Documento de Discusión sobre Seguridad Social, Banco Mundial, próximamente.
- Vittas, D. (1998), “Regulatory controversies of private pension funds”, Documento de investigación política nº 1893, Banco Mundial. (Internet: www.worldbank.org.)
- Shah, H. (1997), “Towards better regulation of private pension funds”, Documento de investigación política nº 1791, Banco Mundial.
- World Bank (2000), “Guarantees: costs and consequences of guaranteeing funded pension benefits”, informe del “Pension Reform Primer”.
- Laboul, A. (1998), “Private pension systems: regulatory policies”, Documento sobre el envejecimiento nº 2.2, OCDE, París. (Internet: www.oecd.org.)
- Blommenstein, H.J. y Funke, N. (eds), *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, París. (Especialmente los capítulos de K. De Ryck y D. Vittas.)
- Federación Europea de Provisión para el Retiro (1996), *European Pension Funds: Their Impact on European Capital Markets and Competitiveness*, Londres.



Conclusiones y recomendaciones

- ❑ los gobiernos tienen la responsabilidad de asegurar que los fondos de pensiones obtengan una rentabilidad razonable para sus participantes, especialmente cuando las contribuciones son obligatorias
- ❑ las garantías explícitas e implícitas de los valores de las pensiones significan que los gobiernos también tienen un interés financiero en promover un buen desempeño de los fondos de pensiones
- ❑ esta responsabilidad se ha utilizado para justificar una regulación estricta de las carteras de los fondos de pensiones, la estructura de la industria de la gestión de fondos y la rentabilidad de las inversiones
- ❑ pero estas restricciones tienen un coste: los fondos de pensiones poseen a menudo carteras de referencia de acciones y bonos con un mal desempeño en América Latina
- ❑ y los países de la OCDE con regímenes liberales de inversión han obtenido una mejor rentabilidad de los fondos de pensiones
- ❑ los distintos tipos de regulaciones interactúan para asegurar que los fondos de América Latina tengan unas carteras similares y un desempeño casi idéntico
- ❑ la liberalización del mercado de los fondos de pensiones debería ofrecer una mejor rentabilidad, una mayor competitividad entre fondos y permitir a los trabajadores elegir una cartera que se adapte a sus circunstancias individuales
- ❑ podrían ser necesarias unas restricciones en el momento de la reforma para reforzar la confianza en el nuevo sistema
- ❑ pero el objetivo a medio plazo deberían ser unas carteras más libres
- ❑ y la responsabilidad fiduciaria de los fondos de pensiones con sus participantes debería establecerse en algún momento en la regulación de la prudente discreción