

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN SINDICAL

La previsión social  
complementaria en un  
entorno de crisis de los  
mercados financieros.  
Una apuesta vigente

# La previsión social complementaria en un entorno de crisis de los mercados financieros. Una apuesta vigente

## **Autores**

Carlos Bravo Fernández y Alfonso de Lara Guarch  
Área de Planes y Fondos de Pensiones CS de CCOO

Edita: Confederación Sindical de Comisiones Obreras

© Madrid, diciembre de 2008

Realiza: Paralelo Edición, SA

Depósito legal: M-56520-2008

Impreso en papel reciclado 

El artículo 41 de la Constitución define el sistema de protección social mediante 3 pilares. El primero de ellos es la Seguridad Social pública; el segundo, los sistemas profesionales de previsión social complementaria (PSC) colectivos y voluntarios; el tercero, los sistemas privados de PSC individual.

La Seguridad Social pública recoge prestaciones tanto contributivas como no contributivas. Las prestaciones contributivas se nutren de las cotizaciones de los trabajadores activos actuales, mientras que las no contributivas lo hacen con cargo a impuestos<sup>1</sup>. La Seguridad Social funciona mediante un sistema de reparto y no existe una equivalencia exacta entre lo cotizado en la época de activo y lo percibido finalmente. Esto se debe, entre otras cuestiones, a su función redistributiva intergeneracional e intrageneracional. Por la primera de ellas, los activos distribuyen parte de su salario a los pasivos, mientras que por la segunda parte de esa distribución favorece a los pensionistas con menores ingresos frente a los de mayores ingresos. Esta es una de las características fundamentales que justifican la defensa del sistema.

Las pensiones públicas, no obstante, no alcanzan al 100% del último salario que perciben los trabajadores en su fase de activo. En la actualidad, el ratio entre pensiones nuevas y salario medio se sitúa en torno a un 75-80%, por lo que existe un amplio margen para una mejora del nivel de vida tras la jubilación o cualquier contingencia de riesgo (invalidez, fallecimiento, dependencia). Para esta función, el legislador estructura dos sistemas, la PSC colectiva –2º Pilar– y la PSC individual –3º Pilar–.

En ese marco es en el que se produce un consenso amplio en torno a la necesidad de desarrollar un sistema de pensiones complementarias que tienda a generalizarse entre la población. Ese consenso se plasmó en el Pacto de Toledo, en los sucesivos acuerdos obtenidos en el marco del Diálogo Social y en cuantas declaraciones públicas se han acordado en el ámbito de los partidos políticos parlamentarios o entre el Gobierno y los agentes sociales. La última, la Declaración de 29 de julio de 2008 suscrita por el presidente del Gobierno, CEOE, CEPYME, CCOO y UGT, que abre el proceso de Diálogo Social para esta legislatura.

Son variadas las razones de esta apuesta por esta forma de salario diferido y del elevado consenso que recoge:

- Constituye una vía de incremento salarial no inflacionista, puesto que no se dirige a financiar consumo inmediato. En el ámbito de las Administraciones públicas, permite desde 2004 superar los topes de incremento salarial previstos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado al habilitar un incremento adicional por esta vía, rompiendo la tendencia dominante en años precedentes, que no debe ser eliminado en el futuro.
- Permite generar ahorro ilíquido que debe dirigirse a la inversión y, con ello, financiar proyectos empresariales y políticas públicas mediante la adquisición de títu-

<sup>1</sup> No obstante, todavía parte de ellas se hacen con cargo a las cotizaciones de activos.

los de renta variable o renta fija, pública o privada, entre otras alternativas de inversión.

- Mejora el poder adquisitivo de los pensionistas, elevando la capacidad de compra de un segmento creciente de la población, incrementando la demanda interna, con las consecuencias positivas que ello tiene para el empleo y los salarios de los trabajadores en activo.

Es decir, la existencia y generalización de los sistemas de pensiones complementarias cumplirían funciones como estabilizador, dinamizador económico e instrumento de mejora del poder adquisitivo de los pensionistas que merecen ser fomentadas. Por esa función social, los sistemas de pensiones complementarias de empleo vienen siendo incentivados con fuerza, tanto a través de deducciones fiscales a empresas y trabajadores como mediante reducciones en las cotizaciones sociales sobre las cantidades aportadas a los mismos.

Sin embargo, a diferencia del sistema de pensiones públicas que se reseñaban más arriba, instrumentados a través de un modelo de reparto, los sistemas complementarios lo hacen a través de sistemas privados de capitalización individual.

Como consecuencia de ello y de la normativa que los regula, que obliga a valorar diariamente a precio de mercado activos ilíquidos que pueden mantenerse hasta su vencimiento, están sujetos en su evolución y valoración a las incertidumbres de los mercados financieros. Esta situación condiciona la propia política de inversión de los fondos de pensiones haciéndolos más sensibles y vulnerables a las situaciones coyunturales de los mercados financieros.

En estos momentos de crisis financiera y económica, los fondos de pensiones están sufriendo la misma con intensidad.

La presión de las rentabilidades negativas, que son en 2008 generalizadas, ha hecho que algunas personas se pregunten sobre la conveniencia de mantener la apuesta por las pensiones complementarias ante la mayor presión y responsabilidad que pueden sentir los protagonistas de estos instrumentos de ahorro-previsión –miembros de comisiones de control; responsables empresariales y sindicales de negociación colectiva...–.

A ello ayuda la existencia de conductas incoherentes como la mantenida en 2008 por el Ministerio de Administraciones Públicas en la Mesa General de la Función Pública, cuando ha explorado la posibilidad de eliminar la previsión de incrementar un 0,5% la masa salarial con carácter finalista para establecer sistemas de previsión social complementaria, llevando a incremento del salario directo en 2008 esa cuantía. Con ello pretendía apartarse del acuerdo alcanzado en noviembre de 2002 en esa misma Mesa General, que dio lugar a la promoción del Plan de Pensiones de los Trabajadores de la

Administración General del Estado y, por extensión, habilitó la progresiva extensión de estos sistemas entre los 2.700.000 empleados públicos.

La importancia de este hecho es notoria si tenemos en cuenta, en primer lugar, que la desaparición de la habilitación presupuestaria no afecta únicamente a la Administración General del Estado, más de 500.000 trabajadores, sino al conjunto de los empleados públicos (los citados 2.700.000). Una marcha atrás en esta materia supondría un duro golpe para el desarrollo de los sistemas de pensiones complementarias en un sector, el de empleo público, en el que se están promoviendo la mayor parte de los nuevos planes de pensiones en los últimos años. En segundo lugar, desviar en 2008 el 0,5% a incremento directo supone buscar una foto más amable en este año, pero no garantiza que ese incremento adicional se mantenga en años sucesivos. Suprimir el 0,5% de forma directa como contribución empresarial a sistemas complementarios es claramente más difícil y permite presionar para elevar esta cifra contribuyendo a construir estos sistemas con cuantías individuales más acordes con el objetivo final de obtener cuantías significativas que complementen las pensiones públicas.

Afortunadamente, la oposición del Ministerio de Economía a este proceder oportunista y la falta de aceptación de las organizaciones sindicales han impedido que la propuesta prosperara.

Sin embargo, el conjunto de argumentos expuestos en las dos primeras páginas de este trabajo mantienen intacta su validez en periodos de recesión económica, incluso con más motivo en esas coyunturas de especial dificultad.

Las rentabilidades negativas son, como se ha dicho, una situación coyuntural que impacta de manera generalizada en los fondos de pensiones de empleo en España. Ciertamente lo hacen en menor medida que en los fondos de pensiones de otros países, como consecuencia de las carteras más conservadoras que, con carácter general, tienen en España.

Estas rentabilidades negativas son consecuencia fundamentalmente de la evolución de los mercados, pero no exclusivamente. Como se ha anticipado, otros factores influyen también en este hecho: en primer lugar, y con importancia destacada, la ejecución de la política de inversión de cada fondo que realizan las distintas entidades gestoras; en segundo lugar, la propia definición de la política de inversión que realiza cada comisión de control; por último, con fuerte impacto habitualmente, y especialmente este año, las exigencias legales en materia de criterios de valoración de los activos en los que invierten los fondos.

Por otra parte, a los fondos de pensiones en España se les exige con carácter general la utilización de técnicas de valoración diaria de sus activos, a precio de mercado. Esto significa valorar la cartera en la que están invertidos como si fuese a ser vendida en el día, a diferencia de lo que se permite a las entidades financieras o aseguradoras, incluidas las mutualidades de previsión social, que pueden diferenciar sus carteras propias

de inversión entre valores en negociación, que han de valorar diariamente, y cartera a vencimiento, que por ese carácter pueden valorar utilizando la TIR de la inversión y mantenerse con ello al margen de los avatares coyunturales del mercado.

Para que entendamos el alcance de este asunto, debemos tener en cuenta que en 2008 no sólo se están comportando mal los mercados de renta variable, las bolsas. Tampoco han aportado hasta ahora rentabilidades positivas los mercados de renta fija, cuya valoración diaria está vinculada a otros factores (evolución de los tipos de interés, rating de los emisores...). Las carteras de los fondos de pensiones españoles tienen fuertes posiciones en renta fija que, en muchos casos, pueden tener una TIR media de un 4 o un 5% y, sin embargo, la exigencia de valoración diaria a precio de mercado en el día, unido a la pérdida de credibilidad de las agencias de rating, la opacidad que están mostrando los mercados en cuanto a la situación real de las compañías y la resistencia a bajada de tipos que ha mantenido el BCE durante la mayor parte del año, han hecho que, al menos hasta primeros de noviembre, esas carteras de renta fija no han servido para paliar las fuertes pérdidas de los mercados de renta variable.

Las organizaciones sindicales venimos defendiendo desde hace años que se permita a los planes de pensiones de empleo utilizar criterios de valoración a vencimiento de una parte de su cartera de renta fija, tal y como se permite a entidades financieras, aseguradoras y mutualidades de previsión social. Con ello, pretendemos reducir el impacto en los derechos consolidados de los trabajadores de la volatilidad de los mercados. Esta medida sólo afectaría a los sistemas de empleo, ilíquidos por naturaleza y con capacidad de movilización limitada o inexistente, no pudiendo extenderse a los sistemas de ahorro individual, precisamente porque al ser movilizables libremente no son compatibles con estos métodos de valoración de activos.

Estas demandas sindicales han sido desatendidas sistemáticamente pese a que se llegó a incorporar en 2004, en el Reglamento de Planes de Pensiones, una previsión de desarrollo de estos sistemas mediante orden ministerial. Esa orden, sin embargo, no se ha producido hasta la fecha.

Esta posición reticente resulta menos defendible hoy, cuando se ha puesto en cuestión el sistema de valoración de activos con carácter general. De hecho, como medida adicional de apoyo a las entidades financieras, la Comisión Europea ha promovido una reforma contable para permitirles valorar toda su cartera propia con criterios de cartera a vencimiento.

Por ello, en el marco de las medidas legislativas que se nos anuncian para esta legislatura, es un momento adecuado para volver a abordar esta cuestión.

Cambiando de argumento, los sistemas de pensiones complementarias son sistemas de ahorro a medio y largo plazo con absoluta flexibilidad para determinar la forma de cobro de las prestaciones.

Estos son también factores de importancia para relativizar la gravedad de situaciones como las actuales. El plazo medio en el que tiene que acumular rendimientos un trabajador en un plan de pensiones puede extenderse durante dos, tres o cuatro décadas. Si tenemos en cuenta que a ello puede sumarse el periodo de percepción de prestaciones (otros quince años en media), el horizonte temporal es muy amplio. En periodos tan dilatados se van a producir con seguridad periodos de crisis en los mercados financieros, pero lo relevante es la rentabilidad acumulada y ésta en periodos prolongados es positiva, como podemos ver en el Anexo de este documento de manera más concreta.

El problema se presenta cuando una crisis como la actual coincide con que el trabajador llega al momento de producirse la contingencia cubierta. Por ejemplo, para quien se jubile este año.

En los sistemas de prestación definida esto no constituye una dificultad para el beneficiario. El trabajador cobra las cuantías comprometidas y, generalmente, la empresa asume el coste necesario para ello. Sin embargo, la mayoría de los planes de pensiones de empleo se instrumentan a través de la modalidad de aportación definida para la jubilación y, por ello, el riesgo recae directamente sobre la prestación a percibir, es decir, sobre el trabajador.

Aquí adquiere importancia la capacidad de decisión individual sobre la forma de cobro de las prestaciones. Los planes de empleo suelen dejar en manos del trabajador la decisión de cómo percibir la prestación, en forma de capital, renta, mixta (combinación de las anteriores) o en forma de pagos sin periodicidad regular. Todas ellas pueden ser inmediatas o diferidas. Las rentas pueden ser aseguradas o no; vitalicias o temporales; actuariales o financieras. Además, si la modalidad lo permite, puede modificar la forma de cobro durante el periodo de percepción.

Es decir, el trabajador, bien asesorado, tiene en su mano elegir una forma de cobro de las prestaciones que actúe como medida anticíclica y modificarla sobre la marcha, incluso si se ve afectado por un escenario tan negativo como el actual.

Otra alternativa para la negociación colectiva y las comisiones de control de los planes de pensiones de empleo es la de actuar sobre la definición de la modalidad de los planes de pensiones. Si bien la resistencia empresarial hace difícil transformar los actuales planes a otros de prestación definida, puede valorarse la definición de sistemas mixtos (aportación definida para la empresa y prestación definida para los trabajadores). Estos sistemas requieren para su implantación la dotación de un margen de solvencia que puede financiarse por diversas vías (contribuciones empresariales; una parte de la rentabilidad positiva futura; con una parte del derecho consolidado que cada trabajador tenga acreditado). Su virtud básica es la de mutualizar el riesgo entre los partícipes y beneficiarios reduciendo el riesgo individual asociado a que la fecha de



inicio del cobro de prestaciones coincida con una mala situación de los mercados de capitales.

Ciertamente, los párrafos anteriores no evitan la fuerte preocupación actual sobre las rentabilidades negativas de los fondos pero, sin duda, son herramientas que los miembros de las comisiones de control, las secciones sindicales y, en definitiva, los trabajadores debemos manejar con soltura para situar la situación actual en su justa dimensión.

A continuación se incorpora un ANEXO que, en realidad, constituye un soporte de las ideas y comentarios que contienen estas páginas. Su lectura detenida ofrece una interesante aproximación, técnicamente rigurosa y didáctica, al funcionamiento del sistema de planes de pensiones de empleo (aportaciones, prestaciones, análisis de flujos de entradas y salidas, características del colectivo). Aborda las cuestiones básicas a considerar para construir una cartera de inversión adecuadamente diversificada, su seguimiento, criterios de valoración...

No obstante, anticipamos algunas de las conclusiones básicas de este trabajo:

- La apuesta estratégica de los partidos políticos y los interlocutores sociales (organizaciones empresariales y sindicales) por el desarrollo de los sistemas de pensiones complementarias está plenamente en vigor, sin que sea cuestionada por la actual crisis financiera.
- Las comisiones de control pueden adoptar diferentes estrategias de inversión: más o menos agresivas; técnicas de aseguramiento, bien directo bien a través de instrumentos derivados, que a cambio de un coste económico que consume parte del rendimiento esperado, garantizan rentabilidades mínimas o cubren la cartera ante pérdidas excesivas...
- No obstante, la única forma conocida de garantizar a medio y largo plazo rentabilidades reales positivas, es decir, superiores a la inflación, es asumiendo riesgos razonables en las inversiones, minorando los mismos a través de: un adecuado control de riesgos, diversificación suficiente de inversiones...
- La modalidad de los planes de pensiones de empleo determina el impacto coyuntural de estas crisis sobre los mismos. En España, al ser mayoritariamente un sistema de Aportación Definida, el impacto para los trabajadores es mayor. El desarrollo de sistemas híbridos o mixtos, que combinen la aportación definida de las empresas con prestaciones definidas para los trabajadores a través de sistemas de mutualización del riesgo, pueden ayudar a dar mayor estabilidad. No obstante, estos sistemas han presentado hasta ahora dificultades de implantación que han impedido un desarrollo mayor de los mismos. Por otra parte, su puesta en marcha debe hacerse en momentos de ciclo alcista en los mercados financieros.

- El cobro de prestaciones en forma de renta, aumentando el período de construcción y exposición a la evolución de los mercados de las pensiones complementarias, favorece la estabilidad del sistema y contribuye a relativizar la importancia de los períodos de rentabilidad baja o negativa.
- Perspectivas de modificaciones normativas a debate en esta legislatura:
  - Se ha anunciado desde la Administración la voluntad de impulsar reformas normativas para esta legislatura (pretenden reducir las exigencias de recursos propios en las entidades gestoras y simplificar trámites administrativos, entre otras).
  - El director general de Tributos ha abierto hace unos días la posibilidad de modificar a medio plazo el régimen de incentivos de los planes de pensiones para fomentarlos.
  - Deben abordarse modificaciones que den mayor estabilidad a los fondos de pensiones de empleo y ayuden a generalizar estos sistemas. Entre otras:
    - Elección mediante negociación colectiva del instrumento de exteriorización de compromisos por pensiones, tanto los existentes, pendientes aún de exteriorizar, como los de nueva creación.
    - Desarrollo normativo de la posibilidad de utilizar procedimientos de valoración de activos en los fondos de pensiones de empleo, distintos del de valor diario de realización.
    - Recuperar la diferenciación entre los límites de aportaciones a sistemas de empleo e individuales y excluir el coste de las contingencias de riesgos del límite aplicable a los sistemas de empleo.
    - Los incentivos y fórmulas de fomento deben concentrarse en los sistemas de empleo y, especialmente, en el desarrollo de la previsión social complementaria en las pymes.
    - Estudiar las alternativas para fomentar el cobro de prestaciones en forma de renta, frente al sesgo actual, ya limitado, en favor de las prestaciones en forma de capital.
    - Estudiar la posibilidad de facilitar el tránsito de derechos económicos de seguros colectivos con imputación fiscal previa a los trabajadores a planes de pensiones de empleo, cuando así se acuerde en sede de negociación colectiva.



**ANEXO**  
**FUNCIONAMIENTO Y ALTERNATIVAS DE LOS SISTEMAS**  
**COMPLEMENTARIOS DE PENSIONES**

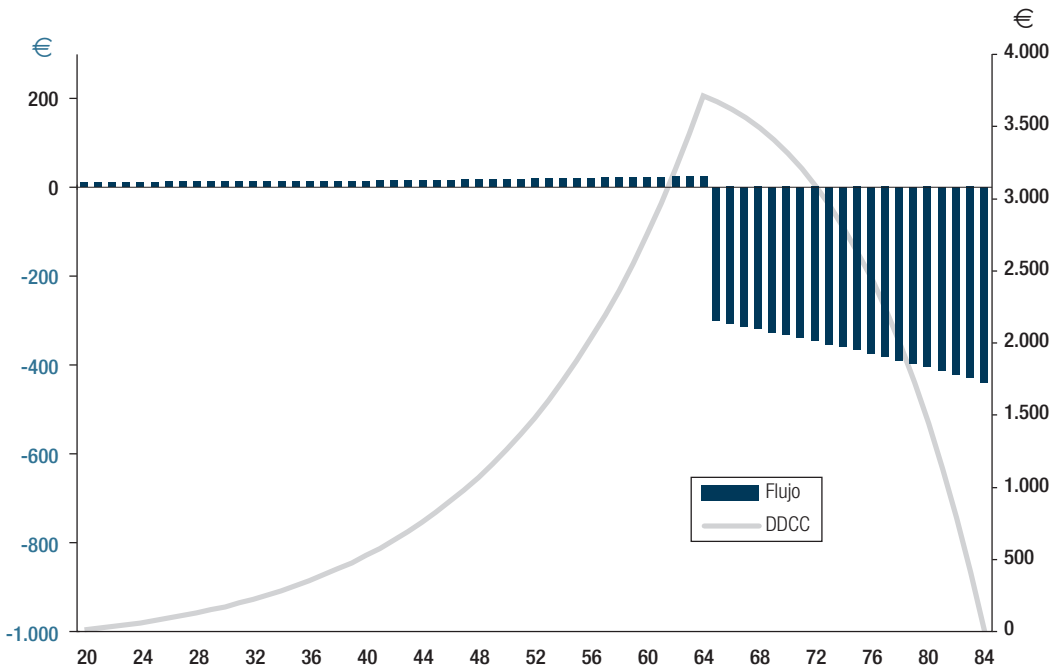


La PSC consiste en el ahorro de parte del salario, reservándolo para el momento que sea necesario, bien por contingencias de riesgos –incapacidad o fallecimiento– o para la jubilación. En este caso, por tanto, no se producen efectos redistributivos entre el colectivo.

En un sistema de capitalización individual, tal como es la PSC y concretamente los planes y fondos de pensiones del sistema de empleo de la modalidad de aportación definida, el partícipe irá reservando dentro de un fondo parte de su salario (aportaciones y/o contribuciones empresariales) generando una masa de ahorro (derechos consolidados). El volumen de dichos derechos será consecuencia de dos variables, el volumen de las aportaciones y la rentabilidad neta de gastos obtenida por las mismas. Llegada la jubilación (o acaecida alguna contingencia de riesgo) cesarán las aportaciones y el partícipe empezará a cobrar parte de ese ahorro a fin de obtener, junto a la pensión pública que ha de ser la parte principal, un nivel de vida a la jubilación que se aproxime en lo posible al que mantenía en activo.

En definitiva, el trabajador durante su vida laboral estará en una fase de acumulación (y los flujos que generará serán de entrada) y al acabar empezará su fase de desacumulación, durante la cual el partícipe ira vendiendo las participaciones acumuladas durante la fase inicial. Un gráfico óptimo de este proceso sería el siguiente:

Gráfico 1. Flujos y derechos consolidados en función de la edad



Fuente: Elaboración propia.

Este gráfico muestra una situación teórica de un trabajador que empieza a acumular a los 20 años. Su aportación inicial es de 10 € y esa aportación crece al 2%. Al llegar a los 65 años empezará a cobrar una prestación en forma de renta financiera a 20 años, mediante la cual consumirá la totalidad de los derechos consolidados que acumuló a lo largo de su vida laboral. Las columnas representan esos flujos, positivos para las aportaciones y negativos para las prestaciones, y las cantidades están representadas en el eje izquierdo. Estas aportaciones se capitalizan, en este ejemplo, al 7% y van generando los derechos consolidados –representados en línea continua–.

De la agregación de los flujos y derechos consolidados de los partícipes y beneficiarios se obtienen los flujos y la cuenta de posición del plan, respectivamente. Si la mayoría de los miembros del plan fuesen beneficiarios, el flujo neto (entradas menos salidas) sería de salida. No obstante, el actuario deberá tener en cuenta no sólo el año presente, sino estimar el comportamiento de los futuros, en función de variables demográficas, básicamente la edad, y otros aspectos que puedan afectar al colectivo. Si se estima que la empresa está en crecimiento y puede contratar más trabajadores, los flujos de entrada aumentarán, mientras que si se prevé que no va a haber nuevas contrataciones o incluso va a haber prejubilaciones o despidos, los flujos netos disminuirán o incluso se harán negativos. Estos aspectos justifican el análisis del colectivo tanto en el arranque del plan como a lo largo de su historia.

La *rentabilidad* es el elemento que junto con las aportaciones definirán el nivel de las prestaciones, y por tanto el objetivo a fijar a la hora de diseñar la política de inversión. Para obtener esta rentabilidad la comisión de control, con la participación y el asesoramiento de la entidad gestora, definirá una política de inversión. Esta definición de política de inversión establecerá una cartera estratégica de activos.

Cada activo tiene *tres características propias*: rentabilidad, seguridad y liquidez. La rentabilidad es el retorno que esperamos de la inversión en dicho activo en un plazo determinado de tiempo. La seguridad representa la posibilidad de que la rentabilidad obtenida no alcance, iguale o supere la rentabilidad esperada, mientras que la liquidez mide la capacidad del activo de ser desinvertido y por tanto ser convertido en dinero para hacer frente a una prestación, un traspaso o para hacer otra inversión sin sufrir una quita. Cuanto mayor es la seguridad de un activo, menor será la rentabilidad que exigirá al activo; dicho de otro modo, si el riesgo de un activo –la probabilidad de que un activo no rente lo que de él se espera– es mayor, le exigirá más rentabilidad para invertir en él que para un activo con menor riesgo (mayor seguridad). Igualmente, a menor liquidez de un activo le exigirá un mayor retorno.

La rentabilidad, la seguridad y la liquidez de una cartera serán una combinación de las propiedades que presenten los activos que la componen. Sin embargo, existe otra propiedad de los activos, la *correlación*, que modifica la seguridad de la cartera. La correlación estima la rentabilidad de un activo en relación a la rentabilidad del otro.

Si esta correlación es próxima a 1, cuando la rentabilidad obtenida de un activo es positiva (o negativa), la del otro activo también lo será en el mismo sentido. Si es nula, la rentabilidad de los dos activos será independiente, mientras que si es cercana a -1, la pérdida en uno de los activos podrá suponer que la rentabilidad del otro es positiva y viceversa. En este caso, si nuestra cartera estuviese compuesta por activos con correlaciones bajas y/o negativas, la seguridad de la cartera sería mayor que la obtenida por la suma simple de la de los activos.

En general, hay que tener en cuenta que la suma de riesgos diferentes, sobre todo si están con correlaciones bajas, no incrementa el riesgo conjunto sino que lo disminuyen, este es el valor de la diversificación de las carteras.<sup>2</sup>

En resumen, la cartera tendrá unas características de rentabilidad, seguridad y liquidez como consecuencia de las que presenten los activos que la componen y de la correlación que presenten los activos entre sí. Los activos de renta variable, en general, presentarán menor seguridad y por tanto mayor rentabilidad esperada, mientras que los activos de renta fija, al tener mayor seguridad, aportarán menos rentabilidad. Ciertos activos alternativos, tales como la inversión inmobiliaria o en otros activos reales o en sociedades no cotizadas, presentarán menor liquidez y, por tanto, deberán aportar más rentabilidad.

De la composición del colectivo se estimará la capacidad de afrontar riesgos, el riesgo asumible y las necesidades de liquidez de la cartera. A partir de éstos, se estimará la rentabilidad a esperar, *Rentabilidad Objetivo*.

Hay un tema importante y adicional a tratar, el *horizonte temporal de la inversión*. *Efectivamente, la mayor o menor amplitud de éste nos va permitir ajustar nuestro nivel de riesgo (de seguridad) y rentabilidad, pues en periodos largos las probabilidades de retornos de los activos son más altas que para periodos más cortos y en consecuencia los riesgos que se asumen.*

Vamos a realizar un ejemplo muy sencillo. Volvamos al activo A, supongamos que el resultado del activo dependiese del lanzamiento de una moneda. Si sale cara obtendré 1,21 euros; si sale cruz, 0,93.

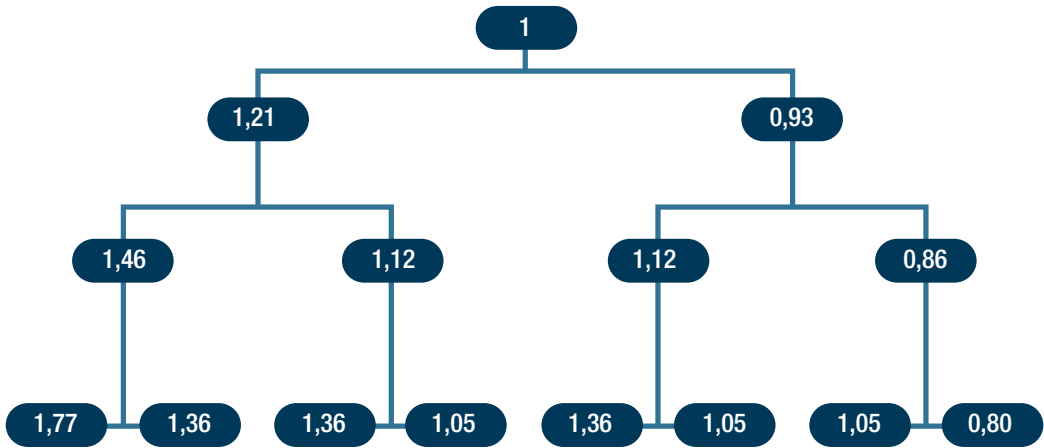
---

<sup>2</sup> Supongamos que mi cartera tiene dos títulos A y B. Vamos a considerar que al final del ejercicio solamente hay dos posibilidades, que el activo (tanto el A como el B) haya ganado un 21% o que haya perdido un 7%. La elección de estas cifras es aleatoria, podemos hacer el mismo ejercicio con cualesquiera otras si bien hemos elegido cifras que dan como resultado rentabilidades positivas, que es la experiencia contrastada de los mercados financieros en el medio y largo plazo.

La rentabilidad esperada del activo es un 7% (la media entre ambas) y la de la cartera también (la rentabilidad media de los activos). Supongamos, sin embargo, que cuando el activo A gana un 21%, el activo B pierde un 7% y viceversa. En ese caso, independientemente de lo que ocurra, la rentabilidad de la cartera es cierta (el 7%) y la seguridad será absoluta. Al inicio del ejercicio tendré 1 unidad monetaria en cada activo, cuando cierre el ejercicio tendré 1,21 y 0,93 en uno y otro activo, respectivamente, por lo que en total 2,14, habiendo ganado un 7%.



Gráfico 2. Resultados en función del resultado del lanzamiento de monedas



Fuente: Elaboración propia.

Se reinvierte lo obtenido; si se repite cara, obtendré 1,46 euros ( $1,21 \cdot 1,21$ ), si se repite la cruz, el resultado será 0,86 ( $0,93 \cdot 0,93$ ). Si se alternasen la cara y la cruz, el resultado sería 1,12 euros ( $1,21 \cdot 0,93$  o  $0,93 \cdot 1,21$ ). Como es evidente, la probabilidad de que salga cara o cruz es en ambos casos 50%. La rentabilidad media anualizada esperada es un 7%.

A partir de lo obtenido volvemos a lanzar la moneda. Los resultados posibles son cuatro, tres caras (un caso de 8), dos caras y una cruz y viceversa (tres casos de ocho para cada resultado) y tres cruces (un caso de 8). Los resultados serían, respectivamente, 1,77, 1,36, 1,05 y 0,80 euros. La rentabilidad media anualizada esperada sigue siendo un 7%.

En resumen, aunque la rentabilidad media no se modifica, a un año, la probabilidad de perder dinero es un 50%, a dos años disminuye al 25%, a tres años la probabilidad queda en un 12,5%.

La conclusión de este ejemplo es que a mayor horizonte temporal, menos probabilidad de perder. La literatura económica clásica mide el riesgo (volatilidad) con el concepto de desviación típica. Debido a ciertas características estadísticas, la rentabilidad esperada de un periodo de  $n$  años será, simplificando, ' $n$ ' veces la rentabilidad esperada anual, mientras la volatilidad, medida como desviación típica, del periodo solamente se incrementaría en la raíz cuadrada de ' $n$ '. La consecuencia es que la probabilidad de rentabilidad positiva aumenta con el tiempo.

En el siguiente cuadro se muestra la rentabilidad y volatilidad media de las principales clases de activos por países y su media mundial.

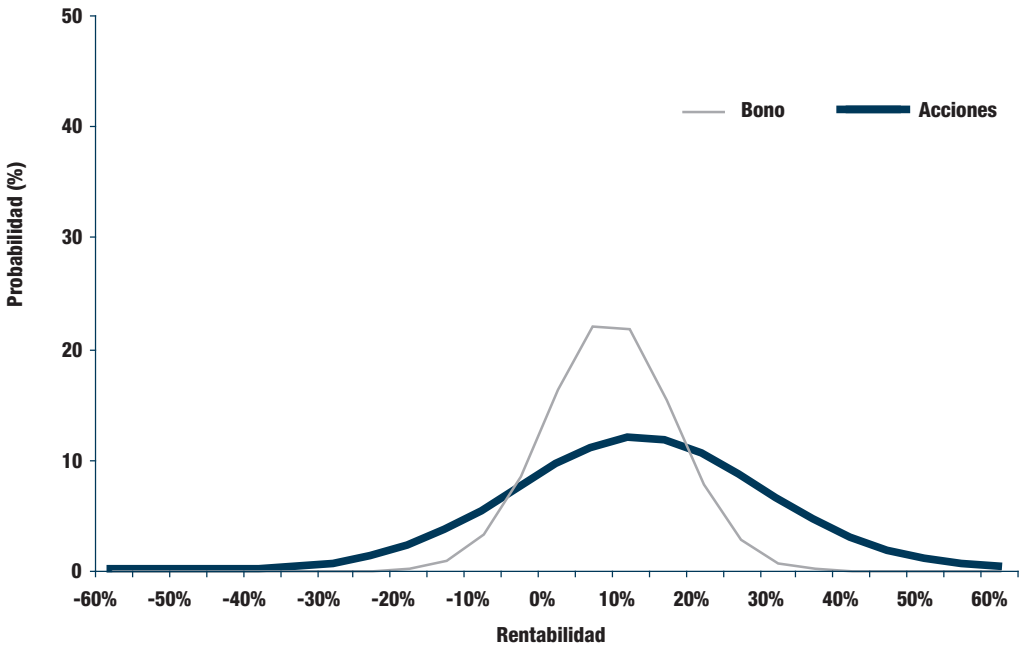
Cuadro 1. Rentabilidad media anualizada 1900-2005 (%)

Países	Dinero		Bonos		Acciones		Inflación Media
	Rb <sup>3</sup>	D.T. <sup>4</sup>	Rb	D.T.	Rb.	D.T	
España	6,3	(4,0)	7,5	(10,5)	10,0	(22,0)	6,0
Alemania	4,5	(3,4)	3,1	(13,4)	8,6	(34,3)	5,0
Francia	4,3	(2,3)	7,2	(8,7)	11,4	(25,0)	7,5
Reino Unido	5,0	(3,8)	5,4	(12,0)	9,7	(21,7)	4,0
EEUU	4,0	(2,8)	5,0	(8,2)	9,7	(19,9)	3,0
Japón	5,2	(2,2)	5,9	(14,7)	12,2	(29,4)	7,4
Media mundial	4,0	(2,8)	4,7	(8,6)	8,9	(16,8)	3,0

Fuente: Global investments returns. Yearbook 2006.

Centrándonos en la renta fija y la renta variable, observamos que sus rentabilidades son 4,7% y 8,9%, respectivamente, mientras sus volatilidades son 8,6% y 16,8%.

Gráfico 3. Distribución de probabilidad por rentabilidad en un año



Fuente: Elaboración propia.

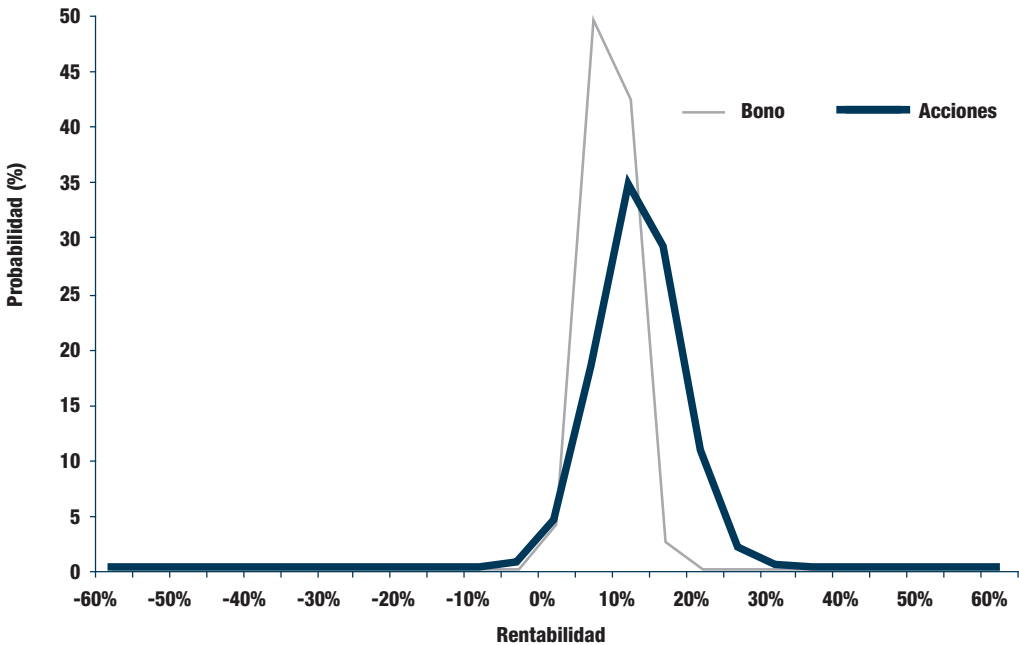
<sup>3</sup> Rb: Rentabilidad media anualizada.

<sup>4</sup> D.T: Desviación típica.

Este gráfico muestra la probabilidad de que ocurra un hecho, siendo este hecho la obtención de una cierta rentabilidad. La línea más fina da la probabilidad de rentabilidad de los bonos, mientras que la más gruesa lo hace de las acciones. Se observa que la rentabilidad media de los bonos es inferior, pero que, sin embargo, su volatilidad también lo es, por lo que se evitan escenarios dramáticos.

Si nos vamos a un periodo de 10 años, el gráfico quedaría como sigue:

Gráfico 4. Distribución de probabilidad por rentabilidad media anualizada en diez años



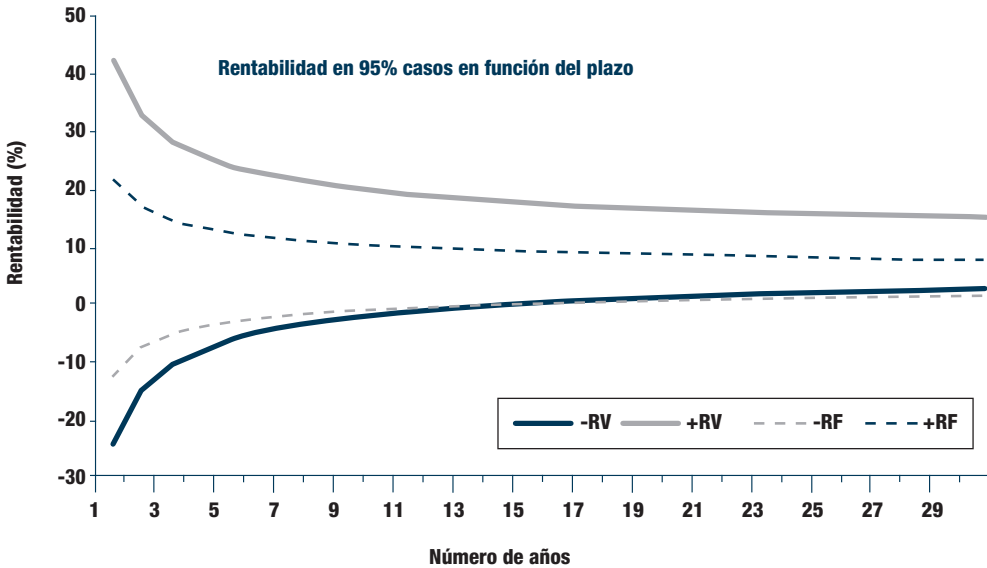
Fuente: Elaboración propia.

Comparando este gráfico con el anterior, individualmente observamos que tanto para la renta fija como para la variable, el rendimiento al final del periodo se acerca más a la media que para el caso de un año. La comparación entre la renta fija y la renta variable nos aporta que, en la mayoría de casos, la rentabilidad estimada a 10 años de la renta variable ha sido superior a la de la renta fija. Adicionalmente, aunque no se ha incorporado al cuadro, podemos afirmar que tanto la renta fija como la renta variable superan en una inmensa mayoría de los casos la inflación media, por lo que se asegura no perder la capacidad adquisitiva de esos ahorros.

En definitiva, sabemos que cuanto mayor sea el retorno esperado de una cartera mayor será el riesgo asumido inherente, pero que al aumentar el horizonte temporal de la inversión, la volatilidad anualizada –el riesgo anualizado– disminuye, por tanto la dis-

persión entre el mejor y el peor caso probable disminuye. En el siguiente gráfico podemos observar este fenómeno para la renta variable y para la renta fija.

Gráfico 5. Distribución de máxima y mínima rentabilidad probable en función del plazo y tipo de activo



Fuente: Elaboración propia.

Esto último nos lleva a dos conclusiones principales, es necesario conocer el colectivo a fin de buscar su horizonte temporal de inversión colectivo y por tanto su cartera óptima y, segundo, las rentabilidades anuales en sí, sin dejar de ser importantes, deben ponerse en relación con el horizonte total de inversión, por lo que no tiene mucho sentido centrarse en un resultado de un año concreto.

Conocido esto, los responsables de la inversión –la comisión de control y la entidad gestora– a la hora de diseñar y ejecutar la política de inversión deben seguir unos principios básicos que son rentabilidad, seguridad, diversificación y congruencia de plazos. Los dos primeros dicen que los responsables deben buscar una rentabilidad suficiente ajustada al riesgo dispuesto a ser soportado por el colectivo. El tercero responde al concepto básico de no poner todos los huevos en la misma cesta. El cuarto principio dice que a la hora de invertir debemos ser conscientes de cuándo vamos a necesitar el dinero.

El diseño y el control de la ejecución de la política de inversiones constituyen una de las funciones principales de cualquier comisión de control. Aún estando atribuida la función de la gestión y ejecución de las inversiones en la entidad gestora, la comisión de control tiene una importante función de supervisión. Igualmente, la función de diseño de la política de inversión no es algo que se ejercite al comienzo del plan y sea

intocable, sino que periódicamente debe ser revisada, en función del cumplimiento de las expectativas de rentabilidad respecto del objetivo y/o de la evolución del colectivo.

El punto de partida es, por tanto, conocer la estructura del colectivo con el objetivo de obtener ese horizonte óptimo de inversión y la expectativa de flujos. Un colectivo con un importante porcentaje de partícipes cercanos a la jubilación y/o de beneficiarios cobrando ya la prestación supondrá unas expectativas de flujos de salidas importantes que pueden impedir algunas inversiones ilíquidas o con niveles de riesgo altos en el corto plazo. Este es uno de los puntos que deben ser analizados por el revisor actuarial-financiero, estimar los flujos de salidas por pago de prestaciones y movilizaciones a otros planes y los de entradas, por aportaciones y traspasos procedentes de otros planes, a fin de estimar las necesidades de liquidez.

Igualmente, mediante el conocimiento de la estructura del colectivo, la comisión de control estimará la capacidad de asumir riesgos por parte del mismo. Por tanto, una modificación importante del colectivo debe llevar a estudiar si la actual estructura de cartera es óptima para nuestro plan. En caso de que no sea correcta, si el plan está en un fondo uniplán deberá modificar la política de inversión. Si estuviera en un fondo multiplán deberá buscar un nuevo fondo con la política de inversión más acorde.

En resumen, la comisión de control con el apoyo de la entidad gestora deberá planificar la política de inversión partiendo de un análisis del colectivo. A partir de este punto se estimará la rentabilidad objetivo y el riesgo asumible. Para obtener esta rentabilidad se diseñará una cartera estratégica. A la hora de estudiar la rentabilidad obtenida habrá que tener en cuenta que los mercados no son eficientes a corto plazo, por lo que la rentabilidad, especialmente de la renta variable, varía enormemente de año en año. No obstante, cuando se alarga el periodo de análisis, la variación relativa disminuye con fuerza, por lo que la probabilidad de no conseguir el objetivo de inversión disminuye en un gran porcentaje si la política de inversión está bien hecha. Más importante que una rentabilidad negativa puntual de uno o dos años es que la rentabilidad obtenida sea sistemáticamente inferior a la de su índice de referencia. Por otro lado, el revisor deberá verificar si el objetivo de rentabilidad es obtenible mediante la cartera estratégica y, en caso contrario, la comisión de control deberá modificar el objetivo de inversión y/o la cartera estratégica.

La cartera media de los fondos de pensiones españoles tiene un 24% de su patrimonio invertido en renta variable. Suponiendo que no hubiese efecto diversificación (correlación positiva máxima, es decir 1<sup>5</sup>) y que el resto de la cartera fuese renta fija, en el plazo de un año, la rentabilidad media esperada sería un 5,7%, mientras que la volatilidad sería 10,58%. En el 95% de los casos la rentabilidad se situará dentro de unos intervalos cuyos extremos son la rentabilidad media +/- 2 veces la volatilidad, es decir -

<sup>5</sup> Con correlación 0, el intervalo de rentabilidades a 1 y 10 años queda en (-9,65% y 21,07%) y (0,85%, 10,57%), respectivamente, mientras que con correlación negativa, -1, los datos serían respectivamente (0,7% y 10,72%) y (4,12% y 7,29%). Esto sirve para reforzar la necesidad de buscar la diversificación en nuestra cartera.

15,42% y 26,84%. Esto quiere decir que en el largo plazo habrá años de rentabilidades negativas e incluso muy negativas, con desviaciones frente al objetivo (IPC+2%, por lo general) muy importantes. Aún así, y teniendo en cuenta que se trata de una inversión a largo plazo, estos datos no nos deben hacer caer en el pesimismo ni en cambios estratégicos en las políticas de inversión, aunque tampoco en la inactividad. A largo plazo (10 años, por ejemplo), ese intervalo se situará entre el -0,98% y el 12,39% de rentabilidad media anualizada en el 95%.

Otro asunto es la necesidad de aumentar la transparencia de los mercados financieros y de depurar responsabilidades. El comportamiento codicioso de los gestores y directivos de muchas entidades financieras, más preocupados por sus bonos anuales que en el desarrollo a largo plazo de la entidad; la actividad, como mínimo negligente, de las agencias de calificación crediticia, empresas dedicadas a comprobar la solvencia de aquellas entidades financieras y la actitud poco cautelosa de los responsables de algunas agencias estatales, en especial estadounidenses y británicas, han generado una crisis financiera severa, que no solamente está influyendo ya en el ciudadano de a pie, sino que además se le hace partícipe de las pérdidas que dichas actuaciones han generado.

Todo ello configura un serio problema estructural que exige reformular las reglas de juego para evitar situaciones como la actual. En este sentido se ha pronunciado el movimiento sindical internacional a través de la "Declaración de Washington de la Agrupación Global Unions", aprobada a primeros de noviembre de 2008 y en la que, entre otras cuestiones propuestas para las reuniones iniciadas por los jefes de Gobierno de las principales naciones del mundo, se propugnan las siguientes cuestiones:

- Recortes coordinados de los tipos de interés.
- Programas de inversión en infraestructuras.
- Nuevo paquete de medidas sostenibles que creen puestos de trabajo a través del desarrollo de energías alternativas, ahorro y conservación de la energía.
- Medidas fiscales y de gasto público para respaldar el poder adquisitivo de las rentas medias y bajas.
- Presupuestos de ayuda al desarrollo de los países menos desarrollados.
- Regulación adecuada de las instituciones financieras, con supervisión pública reforzada, rendición de cuentas de bancos centrales, requisitos sobre activos anticíclicos, reglamentación de fondos de cobertura, reforma y control de la remuneración de los ejecutivos y reparto de beneficios de las empresas, reforma de la industria de evaluación crediticia, el fin de los paraísos fiscales, la fiscalidad de las transacciones financieras internacionales, la protección de los consumidores.
- Establecer una nueva estructura de gobernanza económica para la economía global, con participación del movimiento sindical en su elaboración. Este nuevo sistema debe abordar la crisis de justicia distributiva que está destruyendo la economía

mundial, garantizando un crecimiento más equilibrado entre las regiones económicas mundiales, dentro de cada país, entre capital y trabajo, entre los distintos niveles de renta y entre hombres y mujeres.

Estas cuestiones deben abordarse, con participación del movimiento sindical internacional, más allá de la reunión del G20 en Washington el 15 y 16 de noviembre de 2008, ampliándose a todos los niveles –G7, G8, Europa, OCDE e instituciones financieras internacionales– para evitar la arbitrariedad reguladora y garantizar el alcance mundial de la nueva arquitectura.

A efectos de este trabajo, conviene reseñar que entre las medidas concretas propuestas en este importante pronunciamiento del movimiento sindical internacional destaca la de reforzar la función social de los planes de pensiones para ofrecer una jubilación digna, tanto en la financiación de las pensiones como en las normativas de inversión.

Por otra parte, hay que recordar que desde CCOO propugnamos participar activamente a través de los distintos procedimientos posibles en las empresas en que se invierte. Uno de los puntos que hemos criticado es la remuneración excesiva de los directivos. Aun así, es necesario ir aumentando esta tendencia con el objetivo de influir en el gobierno de las empresas y por tanto mejorar las condiciones laborales de sus trabajadores.

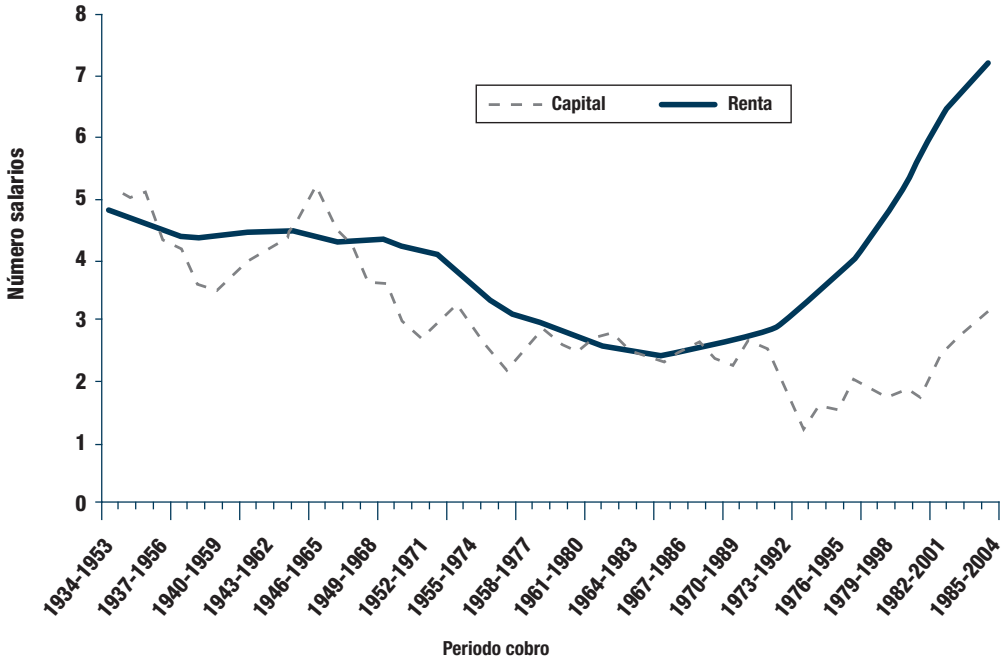
Volviendo al objeto inmediato de este trabajo, finalmente hay que explicar que el ahorro de toda una vida laboral puede ser más eficientemente utilizado a lo largo de toda la vida poslaboral, en lugar de consumirlo nada más llegar a la jubilación. El sistema actual que permitía reducirse un 40% en caso de cobro en forma de capital sesgó la decisión de los beneficiarios que optaron por el cobro en dicha forma por razones fiscales desatendiendo razones financieras. Una vez eliminado este sesgo, si bien los efectos de esta eliminación se irán percibiendo al cabo de los años, es conveniente informar a los partícipes y beneficiarios de las ventajas de ejercer su derecho al cobro de prestaciones en forma de renta financiera, o actuarial si se quiere más seguridad, pero con fórmulas de preservación del capital inicial, por ejemplo, ya que es un estabilizador contra los ciclos económicos y financieros.

Sabemos que, históricamente, a pesar de todas las crisis en las cuales la rentabilidad de los activos ha sido negativa o muy negativa, el sistema de PSC ha cumplido su función, permitiendo al partícipe ahorrar para su jubilación, salvo cuando el sistema ha sido viciado, imponiendo una fiscalidad que prima el cobro en una vez y no en el conjunto de la vida poslaboral, y aun en este caso, lo ha hecho en la mayoría de las ocasiones.

Para refrendar esta última afirmación podemos apoyarnos en un estudio realizado por el Área Confederal de Planes y Fondos de Pensiones de CCOO. El estudio se realiza a partir de datos reales de rentabilidad de dos fondos de inversiones británicos –uno de renta fija y otro de renta variable– y de la inflación británica desde 1899 hasta 2004. A partir de allí se analiza la prestación que hubiese obtenido cada persona que, incorporándose al sistema en cada año del período analizado, hubiese invertido, a partir de los 30 años de edad, el 5% de su salario anual en un fondo 30% renta variable y 70% renta fija (media aproxi-

mada de las carteras de fondos de pensiones de empleo españoles). La jubilación se estima a los 65 años. El siguiente gráfico muestra un ejemplo de las prestaciones, en número de salarios, que habrían obtenido los partícipes de dicho fondo.

Gráfico 6. Número de salarios de prestación en función del año de jubilación y forma de cobro



Fuente: Elaboración propia.

A partir de este gráfico podemos sacar dos consecuencias. La primera es la mayor estabilidad del cobro en forma de renta respecto al cobro en forma de capital. La segunda es que en todos los años la prestación obtenida es superior a las aportaciones realizadas aun teniendo en cuenta la inflación. El estudio suponía que el partícipe empezaba a aportar con 30 años, por lo que al final de su carrera laboral aportaba 1,75 salarios anuales. La prestación media fue de 4 salarios con un mínimo 2,39 salarios y un máximo de 8. Mientras que en caso de forma de capital, la media fue inferior, 3<sup>6</sup> salarios (ya que el fondo seguía rentando) y el mínimo se situó por debajo de esos 1,75 salarios que suponen el mero mantenimiento del poder adquisitivo de nuestros ahorros.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> La media es inferior, ya que en el caso de cobro en forma de renta los derechos consolidados permanecen invertidos y por tanto rentando. Se podía argumentar que en el caso de cobro en forma de capital esto también se podría hacer vía fondo de inversión. Sobre estos últimos dos puntos: recordar la menor comisión que cobran los planes de empleo y, en segundo lugar, que si se mantiene el tipo de inversión, el partícipe ha roto con ese punto de corte, por lo que la volatilidad de la prestación a los 65 años ya deja de ser un problema, independientemente de si cobra a través del propio fondo o un fondo de inversión, la renta resultante.

<sup>7</sup> En concreto, el mínimo en caso de cobro en forma de capital fue de 1,16 salarios frente al más del doble, 2,39%, del cobro en forma de renta.



Por tanto, el efecto estabilizador del cobro en forma de renta financiera es necesario tenerlo en cuenta y así transmitírselo a los partícipes cuando la situación de los mercados financieros provoque el nerviosismo entre aquéllos. Adicionalmente, el cobro en dicha forma permite alargar el horizonte de la inversión, con lo que se obtiene un binomio rentabilidad-riesgo mejor.

Adicionalmente, hay que recordar que a los datos anteriores habría que detraer los impuestos, para llegar al concepto de renta disponible, y que la fiscalidad será superior para el cobro en forma de capital que en forma de renta, por lo que la diferencia entre los 3 y 4 salarios entre el cobro en forma de capital y el de la renta aumentará.

En resumen:

La comisión de control, con el apoyo de la entidad gestora, partiendo de un correcto análisis del colectivo establecerá la política de inversión fijando el objetivo de rentabilidad, la cartera estratégica de activos y los sistemas de control de riesgo. Este estudio se deberá realizar periódicamente, con la ayuda de la revisión financiero-actuarial.

La comisión de control puede participar activamente en las empresas en las que inviertan así como influir para evitar los efectos negativos de los conflictos entre los directivos y los propietarios de las empresas que han llevado a muchas empresas a la quiebra, por el mayor interés de los directivos en los beneficios a corto plazo y por tanto de sus bonos que por la supervivencia y el crecimiento a largo plazo de la empresa. Igualmente debe alentar el cobro en forma de sistemas que tengan un efecto estabilizador, tal como el cobro en forma de renta, transmitiendo serenidad y rigor a los partícipes en momentos de fuerte inestabilidad y profunda crisis como el actual, debido a los ciclos económicos y financieros.

### **Definición de la Cartera Estratégica de Activos**

Adicionalmente a lo expuesto anteriormente, puede ser conveniente revisar la composición actual estratégica de activos en los que invierten los fondos de pensiones de empleo españoles.

El siguiente cuadro muestra la composición media de cartera de los fondos de pensiones en España y otros países. En él se observa que el porcentaje de renta variable de los fondos de pensiones españoles es muy inferior a la de los países anglosajones así como a Holanda, país en el que los fondos de pensiones tienen un peso muy importante respecto a su PIB.

Cuadro 2. Estructura de inversión de los Fondos de Pensiones Internacionales (%)

País	Renta fija	Renta variable	Otras
Australia	28	53	19
EEUU	35	62	3
España	64	22	14
Japón	45	44	11
Holanda	44	42	14
Suecia	57	37	6
Suiza	56	25	19
Reino Unido	35	62	3

Fuente: Pension Fund INDICATOR e Inverco.

No obstante, esta posición está muy determinada por dos temas: en primer lugar la modalidad de los sistemas. España es uno de los pocos países del mundo donde la mayoría de los planes son de aportación definida (DC). En la mayoría de países los planes en prestación definida (DB) son mayoría.

La prestación definida evita que partícipes con parecida carrera profesional se vayan con prestaciones muy diferentes, siendo el promotor el que realiza el efecto compensador. Este modelo está teniendo problemas porque en muchos casos en la época de bonanza el promotor ha disminuido las aportaciones y por tanto eliminado el colchón para los momentos de crisis, por lo que en épocas de bajos beneficios, la contribución al plan aumenta. El problema no es el plan, sino el uso hecho del excedente.

Esta compensación puede ser realizada parcialmente por los propios partícipes en los planes de aportación definida, mediante criterios de valoración distintos de mercado, para la renta fija e incluso modelos mixtos o híbridos. Sin embargo, es necesario un fuerte control para evitar la descapitalización del plan.

Cuadro 3. Distribución de planes de aportación y prestación definida por países

Países OCDE	Planes aportación definida (%)	Planes prestación definida (%)
Australia	83	17
Austria	75	25
Bélgica	25	75
Canadá	7	93
Dinamarca	97	3
Finlandia	0	100
Alemania	0	100
Grecia	50	50
Islandia	82	18
Irlanda	98	2
Italia	75	25
Japón	1	99
Corea	0	100
Holanda	9	91
Nueva Zelanda	52	48
Noruega	0	100
Portugal	2	98
España	97	3
Suecia	5	95
Reino Unido	22	78
EEUU	35	65

Fuente: OCDE, Global Pension Statistics.

Un segundo motivo que ayuda a justificar la singularidad de la cartera de los planes de pensiones españoles es el momento de creación de los planes. **Rentabilidad comparada renta variable-renta fija.**

Cuadro 4. Rentabilidad media anualizada

Periodo	Renta variable (%)	Renta fija (%)	Diferencia (p.p.)
1900-1910	3,4	0,9	2,6
1910-1920	4,6	-1,8	6,4
1920-1930	7,1	7,4	-0,3
1930-1940	3,2	6,5	-3,3
1940-1950	8,0	2,4	5,7
1950-1960	16,9	1,0	15,9
1960-1970	10,6	3,0	7,6
1970-1980	14,9	9,7	5,2
1980-1990	18,6	13,3	5,3
1990-2000	15,7	13,5	2,2

Fuente: ABN-AMRO y elaboración propia.

Los planes de pensiones españoles se crean en unos momentos muy especiales en cuanto a la rentabilidad de la renta fija –en la década de los noventa y la actual–, debido a la fuerte caída de los tipos de interés producida en esos años. Hay que recordar que los tipos de interés subieron fuertemente en los años setenta para hacer frente a la crisis provocada por la subida de los precios. Esta anomalía ha quedado corregida y a partir de ahora debemos esperar un comportamiento mucho más limitado de la renta fija.

Aunque en épocas de caídas de la renta variable pueda parecer complicado, es necesario plantearse si la cartera de inversión es adecuada al objetivo de inversión. Vamos a ver los datos de rentabilidad de los planes de pensiones españoles durante los últimos 17 años. Es importante centrarse en analizar las filas del sistema individual, ya que está desagregado por categorías de inversión. Los datos a 17 años muestran que todos los fondos cumplen con un objetivo de superar la inflación y un determinado diferencial. Sin embargo, al pasar a los 10 años, este cumplimiento ya no se produce, debido a la baja rentabilidad de la renta fija a corto y a largo.

Es cierto que a 17 años sí lo consiguen, por lo que se puede pensar que lo normal es el dato a 17 años. No obstante, hay que recordar los datos históricos de rentabilidad de la renta fija que se sitúa en 4,7%, mientras que en esos años los datos de rentabilidad en la misma fueron históricos.

#### Cuadro 5. Rentabilidades anuales medias por plazo

##### RENTABILIDADES ANUALES MEDIAS PONDERADAS (%); 31-12-2007

SISTEMA INDIVIDUAL	17 años	10 años	5 años	3 años	1 año
- Renta fija corto plazo	5,28	2,04	1,30	1,32	1,94
- Renta fija largo plazo	5,80	2,46	1,41	1,07	0,75
- Renta fija mixta	6,21	2,89	3,68	3,44	1,32
- Renta variable mixta	8,15	4,73	8,38	8,44	2,96
- Renta variable	4,89	4,84	13,93	13,72	3,93
- Garantizados	-	5,17	2,70	2,98	1,48
SISTEMA DE EMPLEO	7,08	4,79	5,66	5,52	2,44
SISTEMA ASOCIADO	7,39	3,96	7,13	6,85	3,05
TOTAL PLANES	6,35	3,56	5,18	4,98	2,08
Variación anual IPC	3,60	3,10	3,30	3,54	4,2

Fuente: Inverco a 31-12-2007 e INE.

- Renta fija corto plazo: su cartera no puede tener activos de renta variable. La duración media es inferior o igual a dos años.
- Renta fija largo plazo: su cartera no puede tener activos de renta variable. La duración media es superior a dos años.
- Renta fija mixta: su cartera incorpora activos de renta variable, con un máximo del 30%.
- Renta variable mixta: su cartera está integrada por activos de renta variable, entre el 30% y el 75%.
- Renta variable: su cartera está integrada por activos de renta variable, con un mínimo del 75%.
- Garantizados: planes para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

Los datos de empleo, salvo a un año y 10 años, consiguen superar un posible objetivo de IPC más 2 puntos porcentuales, aunque no excesivamente. Hay que recordar que la estructura de cartera, según INVERCO, es un 24% en renta variable, por lo que se englobaría en la categoría de renta fija mixta.

En definitiva, a la hora de plantearse la colocación estratégica de activos es necesario centrarse en las características futuras de los activos (rentabilidad, riesgo y liquidez) más que en lo que ha ocurrido en el pasado más reciente. Será la entidad gestora, si como es la situación más frecuente, así se lo hemos delegado, la que decidirá el porcentaje táctico para cada situación de mercado. En función del objetivo de inversión, se verá qué cartera estratégica de activos permite cumplir con el objetivo y con qué riesgo asociado. Este parámetro se puede ver con un dato de volatilidad, o preferentemente con rangos de máxima pérdida probable, por plazos.

### **Criterios de valoración. Valoración de cartera de renta fija a vencimiento**

Los fondos de pensiones del sistema de empleo, tal como hemos visto, son ahorradores a largo plazo, con flujos de entrada y salida previsible. Uno de los principales principios contables es el de empresa en funcionamiento, según el cual una empresa debe valorar sus activos con la idea de seguir ejerciendo su actividad no al precio que le pagaría otra entidad en el caso de que liquidasen la empresa. La actividad del fondo de pensiones es gestionar el ahorro colectivo para pagar prestaciones, con un importante grado de certeza en la fecha de acaecimiento.

El fondo de pensiones puede encargar a un actuario el análisis del colectivo a fin de estudiar los flujos futuros, en función de las aportaciones y prestaciones así como de posibles traspasos tanto de entrada como de salida. El actuario aprovechará los datos históricos del fondo así como los datos del colectivo para estimar los flujos futuros. A partir de este punto se estimará la liquidez necesaria para el ejercicio de su funcionamiento para hacer frente a los pagos exigibles, no sólo a partícipes y beneficiarios sino pagos comprometidos en ciertos activos, como la inversión en sociedades no cotizadas, infraestructuras.<sup>8</sup>

El actuario estimará el comportamiento de la plantilla, en función de la distribución de las edades y otras variables, y según el régimen de aportaciones y prestaciones y los derechos consolidados existentes estimará los flujos de entrada y salida. Así, por ejemplo, un fondo en el que el colectivo sea joven tendrá flujos de fondos positivos, ya que las entradas superarán a las posibles salidas, por contingencias de riesgos, principalmente. En cambio, un fondo de pensiones que el colectivo sea mayor, puede ser que llegue a estimar que en los próximos años puede irse un porcentaje importante de la cuenta de posición del plan.

---

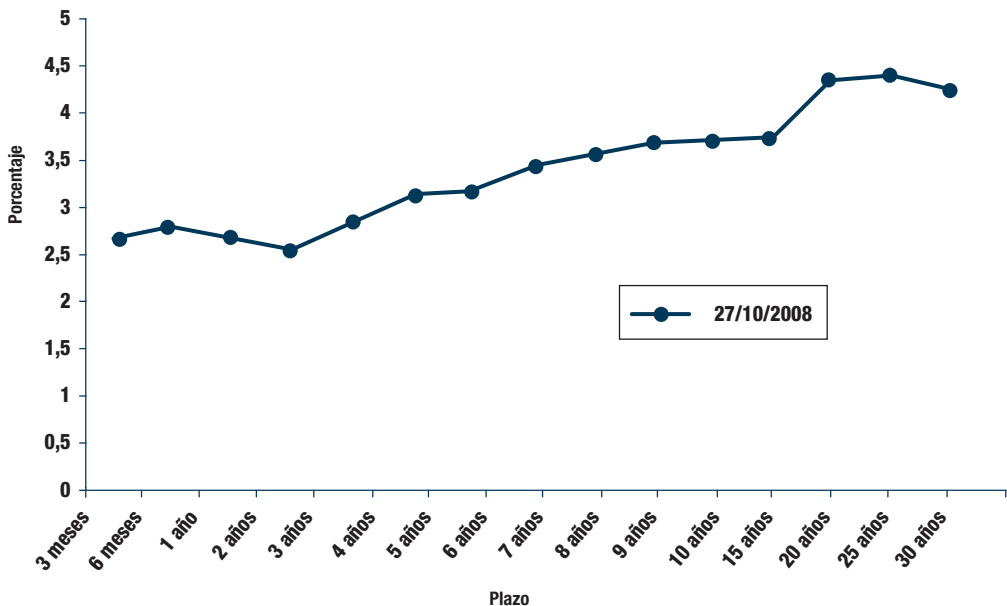
<sup>8</sup> En estos activos normalmente no se suele desembolsar la totalidad de la inversión en el arranque, sino que se compromete un capital que se va desembolsando a pedido.

La curva de tipos es la representación de la rentabilidad que el mercado exige (y ofrece) para endeudarse (invertir) en cada plazo. A continuación se muestra el gráfico de la representación de la curva en octubre de 2008. El gráfico se leería de la siguiente manera, la rentabilidad exigida para endeudarse para un plazo de 7 años es un 3,5%. Como se advierte, en general la curva es positiva, lo que significa para el que quiere pedir prestado que debe dar mayores intereses si lo hace a largo plazo. Por tanto, la rentabilidad anual media que recibirá un fondo de pensiones por mantener hasta el vencimiento un bono será superior si éste se amortiza en 10 años que si lo hace en 2.

Sin embargo, lo habitual es que la duración de la cartera de renta fija de los fondos de pensiones españoles sea muy corta, 3 años. La duración es una medida de sensibilidad. A grosso modo, si la duración de una cartera es 3 años en el caso de que los tipos de interés suban un punto porcentual, el valor de mi cartera caerá un 3% y viceversa. Por tanto, a mayor duración de la cartera mayor riesgo, pero en general mayor retribución.

Ahora bien, supongamos que el 20 % de la cuenta de posición del fondo de pensiones está en unos bonos cupón cero a 10 años –esto es, sin pago de intereses o cupones hasta el décimo año–. En la curva dibujada a continuación, la rentabilidad es 3,74%, lo que quiere decir que si pusimos 100 euros en el lanzamiento del bono dentro de 10 años recibiríamos 144,36 euros si mantenemos el bono hasta su vencimiento. Por tanto, el resultado es cierto, independientemente del comportamiento de los tipos.

Gráfico 7. Curva de tipos de interés de la Zona Euro a 27 de octubre de 2008



En caso de una subida de tipos de un punto tras la compra del bono, el precio del bono caería un 10%. No parece razonable si la intención del fondo es mantenerlo hasta el final tener que valorarlo al precio de mercado.

El criterio de precio de mercado que ha recibido un fuerte varapalo, como lo demuestra que tras la publicación del plan general contable español, en línea con las normas internacionales, información financiera que alentaban la valoración del precio de mercado, la Comisión Europea aprobase el pasado 15 de octubre una reforma de las normas contables cuyo objetivo es mitigar el impacto de las turbulencias financieras en los balances de los bancos, poniendo en solfa la valoración de mercado. El Ejecutivo comunitario aprobó autorizar a las entidades financieras europeas a reclasificar los activos de su cartera de negociación (*held-for-trading*) a su cartera de inversiones a mantener hasta el vencimiento (*held-to-maturity*). Ello significa que las instituciones financieras ya no tendrán que reflejar en sus cuentas la fluctuación de mercado de este tipo de activos.

Valoración a precio distinto de mercado que ya es posible realizar utilizando instrumentos yuxtapuestos, como pólizas de seguros, a cambio de mercado. Con este sistema el fondo puede asegurar ya un resultado eliminando parte de la volatilidad indeseable.

Esta posibilidad ya está recogida en la normativa española de planes y fondos de pensiones<sup>9</sup>, que habilita al ministro de Economía y Hacienda a establecer “métodos especiales de valoración de títulos de renta fija en atención a su permanencia en el balance del fondo de pensiones o de la utilización de su tasa interna de rendimiento como tipo de interés técnico”, aunque hasta la actualidad no se ha desarrollado.

Si se desarrollase, con las debidas precauciones y controles, el fondo podría asegurar parte del resultado. El objetivo del fondo de pensiones es la obtención de una rentabilidad suficiente. Si una emisión de bonos soberanos con suficiente calidad crediticia aporta una rentabilidad suficiente, el fondo de pensiones podrá invertir parte de su patrimonio, de acuerdo con los criterios de diversificación y congruencia de plazos.

La falta de este desarrollo está obligando a los fondos de pensiones a invertir con duraciones muy bajas y por tanto sacrificando parte de la rentabilidad para defenderse de una volatilidad teórica, pero no real. Existen incluso emisiones de bonos ligados a la inflación, en los cuales el cupón está referenciado al Índice de Precios al Consumo, con un diferencial en función del plazo y la solvencia, mediante los cuales el fondo podría asegurarse plenamente el resultado para parte de la cartera

Madrid, 15 de noviembre de 2008

---

<sup>9</sup> Artículo 75.6 del RD 304/2004.





