

## Diversificación por Plazos de las Inversiones de los Fondos de Pensiones<sup>1</sup>

Uno de los retos más importantes para los inversionistas ha sido cómo gestionar y controlar el riesgo asociado a las inversiones. Para mitigar el mismo, surgen distintas estrategias de inversión como son: cubrir una posición que se toma, invertir en distintas monedas, invertir en activos con correlación negativa, etc. Sin embargo, todas estas estrategias están basadas en un *principio* tratado en artículos anteriores<sup>2</sup>, y frecuente en documentos de finanzas básicas: “No poner todos los huevos en la misma canasta”. Es decir, la mejor manera para disminuir el riesgo (y si es posible, aumentar la rentabilidad) es mediante la diversificación y dentro de ésta, la diversificación por plazos resulta interesante.

Al tratar la diversificación por plazos bajo el esquema de contribución definida, el tema principal es maximizar la rentabilidad para cada nivel de riesgo<sup>3</sup>. Con este objetivo, los gestores tienen que evaluar los efectos contradictorios que se presentan ante fluctuaciones de las tasas de interés. Por ejemplo, si las tasas de interés caen, las inversiones nuevas se ven afectadas por este menor retorno que ofrece el mercado, pero por otro lado, el valor de la cartera aumenta, por una menor tasa de descuento.

Este ejemplo, al igual que el caso en el que las tasas suben, muestra el peligro de tener una posición extrema en la cartera de inversión: Si se tiene todo invertido a corto plazo, la cartera “se protege” de los cambios en la valoración producto de las fluctuaciones, pero se enfrenta al riesgo de reinversión. Para el caso de tener todo invertido a largo plazo ocurre lo contrario: “se protege” frente al riesgo de reinversión (exceptuando la reinversión de cupones), pero se enfrenta al riesgo de valoración por cambios en los precios. De lo anterior, se desprende, que un término intermedio entre estas dos posiciones sería lo óptimo. Un tópico más profundo sobre este tema es la duración y la inmunización, pero dicho tema se tratará más adelante en otro artículo<sup>4</sup>.

Se debe de tomar en cuenta que la distribución de los plazos de vencimiento está sujeta a la regulación vigente y a las condiciones de mercado: de acuerdo

---

<sup>1</sup> Elaborado por la Dirección Financiera y de Control de Inversiones de SIPEN.

<sup>2</sup> “Diversificación de la Cartera de Inversiones de los Fondos de Pensiones” Schmidt-Hebbel, K. Boletín 7; “La titularización y su uso para la diversificación de los Fondos de Pensiones” Hernández, R. Boletín 7; “Evolución de la Diversificación de los Fondos de Pensiones” Abad, B. Boletines 19, 22 y 25; “Diversificación por Tipo de Moneda para los Fondos de Pensiones” Coss, J. y Peña, P. Boletín 29.

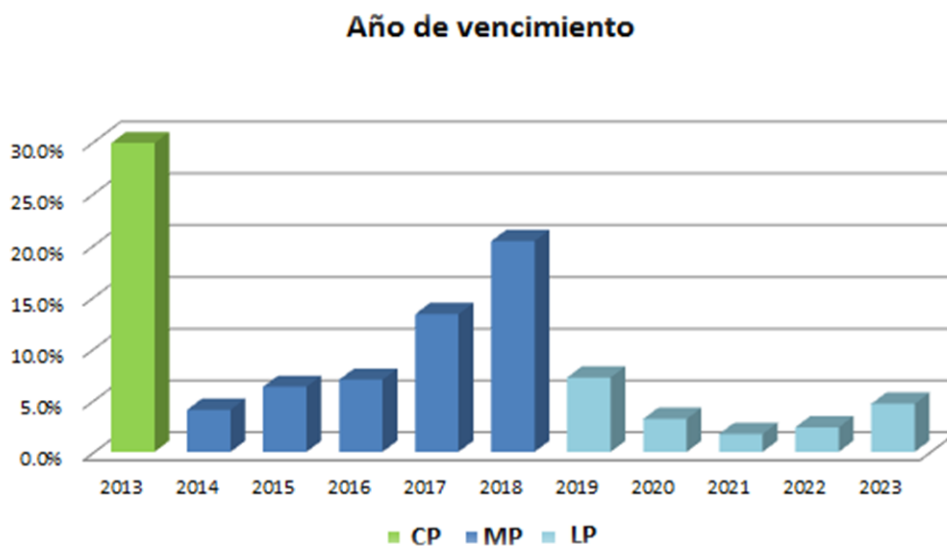
<sup>3</sup> Bajo este esquema, el activo administrado por las AFP, se convierte en el pasivo (monto de las pensiones), por lo que siempre están calzados: El objetivo es entonces maximizar el activo para obtener mayores pensiones.

<sup>4</sup> Para más detalles ver “Coping with Risk of Interest Rate Fluctuations: A Note” Bierwag, G. y Kaufman, G. Journal of Business No. 3 (1977).

a los límites establecidos se conforma la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones, y los vencimientos de la misma. Por ejemplo, hasta un 75% del fondo puede estar invertido en certificados de depósitos y bonos de entidades de intermediación financiera (Corto y Mediano Plazo); hasta un 50% en títulos de Banco Central (Corto, Mediano y Largo Plazo); hasta 15% en títulos emitidos por el Estado Dominicano (Mediano y Largo Plazo); hasta un 30% en títulos de empresas (Mediano Plazo); entre otros.

A continuación se presenta un análisis realizado sobre la distribución de los vencimientos de títulos de los Fondos de Pensiones al 30 de junio de 2013.

### **Gráfico 1. Vencimientos de cartera<sup>5</sup>**



Fuente: Dirección de Inversiones y Control Financiero

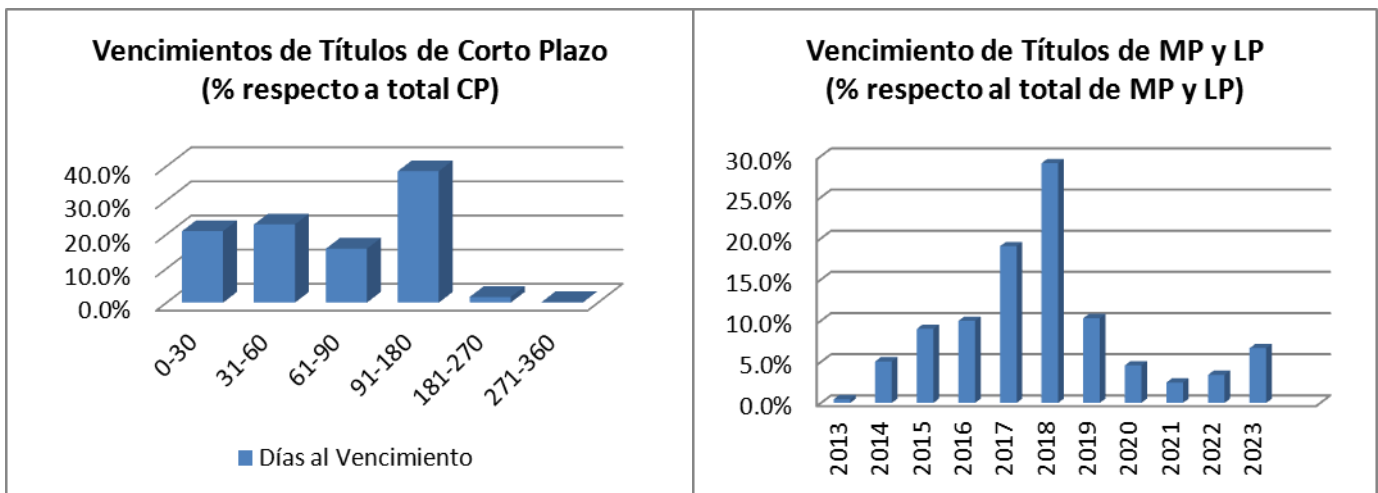
Se puede apreciar en el gráfico No.1 que hay una cantidad considerable de instrumentos de corto plazo (vencimientos 2013), representando un 30% del monto que se redime; el número es similar al de depósitos a plazo y certificados financieros, que representa un 33% de la cartera; y otra parte proviene de títulos anteriores de mayor plazo que vencen en 2013. Por otro lado, se aprecia un monto grande a mediano plazo, con una concentración en el 2018 cercano al 20% (en su mayoría títulos de Banco Central). También se ven, en menor medida, inversiones a largo plazo (más de 5 años) que en conjunto representan cerca de un 20% del total de vencimientos.

<sup>5</sup> En el presente artículo se le llama títulos de CP a los títulos que vencen en el año del 2013, independientemente de la fecha de emisión de los mismos, es decir, se hace un enfoque de plazo vigente con cortes a final de año. Mediano Plazo los títulos que vencen entre 2014 y 2018, y Largo Plazo a los demás.

De acuerdo a lo anterior, una parte importante de la cartera (70%) se encuentra a mediano y largo plazo. Esto va de la mano con los límites de inversión permitidos en Banco Central (50%) y Ministerio de Hacienda (15%). Aunque otros títulos tienen un horizonte de mediano y largo plazo, como los bonos de empresas o los títulos de deuda de Organismos Multilaterales, el mercado no cuenta con suficientes instrumentos de este tipo.

A continuación se muestra la distribución de los vencimientos de acuerdo a la naturaleza de los títulos: Corto Plazo (Certificados Financieros y Letras de BC) y Mediano y Largo Plazo (Bonos de Empresas, Bonos de Entidades de Intermediación Financiera, Certificados y Notas de BC, Bonos de Hacienda, Bonos de Organismos Multilaterales).

**Gráfico 2. Segregación por Plazos**



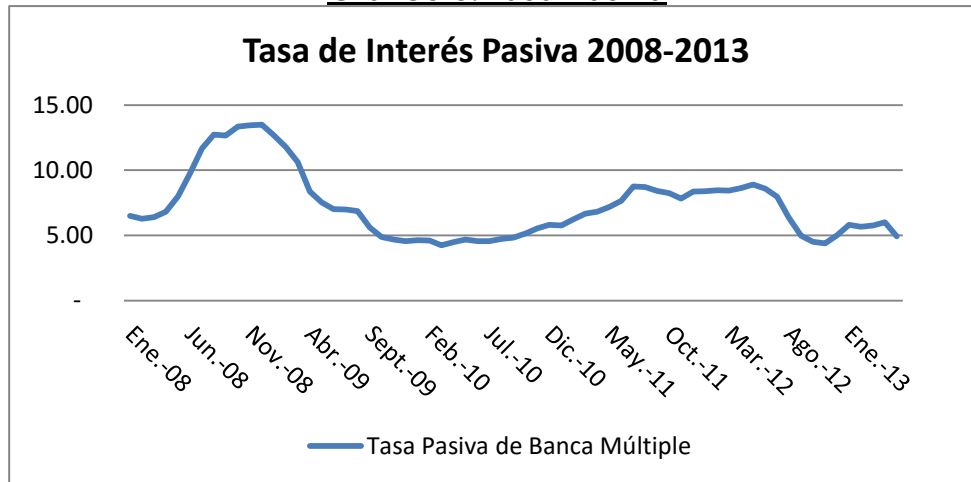
Fuente: Elaboración propia

Viendo la distribución de títulos de mediano y largo plazo, resalta la diferencia entre los vencimientos a mediano plazo y vencimientos a largo plazo y es de esperarse que no se realicen tantas emisiones a largo plazo: primero, por la volatilidad que ha caracterizado a la tasa de interés (como se puede apreciar en el gráfico No. 3 que condiciona a los inversionistas<sup>6</sup> a no demandar títulos de

<sup>6</sup> Este enfoque se basa en que los emisores hacen sondeo del mercado mediante prospectos preliminares, y ofrecen lo que los inversionistas están dispuestos a comprar. Sin embargo, los inversionistas también temen a endeudarse a largo plazo a tasas que les desfavorecería, por lo que la mayoría de los títulos de largo plazo se emiten con opción de redención anticipada.

muy largo plazo; y segundo, porque todavía no existe una curva de rendimiento<sup>7</sup> en el mercado.

**Gráfico 3. Tasa Pasiva**



Fuente: Banco Central

En este sentido, se puede concluir afirmando que los vencimientos de las inversiones de los Fondos de Pensiones conforman una cartera balanceada y cercana al óptimo (nuevamente, de acuerdo a la normativa y condiciones de mercado vigentes). Sin embargo, llama la atención la poca oferta en instrumentos de largo plazo, dirección a la que las inversiones de los Fondos de Pensiones se pudieran mover para tener una cartera aún más diversificada. Es necesario que el mercado se desarrolle aún más, ya sea con nuevos emisores o nuevos instrumentos, para que existan alternativas para lograr minimizar el riesgo aún más, a través de la diversificación por plazos.

<sup>7</sup> La curva de rendimiento, que es la relación entre plazo y rentabilidad para un nivel de riesgo dado, arroja información de cómo se transan los títulos en el mercado. Esta curva serviría para proyectar tasas a plazos mayores.