

Institutional Talks

El auge de las estrategias pasivas en las pensiones públicas

Entrevista a Marc Levine, presidente de la Junta de Inversiones del Estado de Illinois



Institutional Talks es una serie de entrevistas en las que pensadores de la industria comparten sus ideas y perspectivas con respecto a diversos temas y tendencias de mercado que impactan la inversión basada en índices.

Marc Levine se desempeña como presidente de la Junta de Inversiones del Estado de Illinois (ISBI) desde 2015. El señor Levine es contador público certificado con más de 25 años de experiencia en el área de las inversiones y socio fundador de Chicago Asset Funding LLC.

S&P DJI: Cuéntenos un poco sobre ISBI, su rol en ella, los participantes para quienes trabaja y la filosofía de inversión de la Junta.

Marc: La Junta de Inversiones del Estado de Illinois (ISBI) administra los activos de más de 140,000 empleados públicos. ISBI administra los activos de los planes de beneficio definido (BD) de diferentes sistemas de pensiones, incluyendo el Sistema de Pensiones para Empleados Estatales, el Sistema de Pensiones de la Asamblea General, el Sistema de Pensiones del Estado de Illinois para Jueces y la Agencia de Energía de Illinois. Nuestro plan de beneficio definido cuenta con aproximadamente US\$ 18,000 millones en activos. También administramos el Plan de Pensiones con Compensación Diferida (CD) del Estado de Illinois, con alrededor de US\$ 4,000 millones en activos. Las decisiones en este plan de compensación diferida son tomadas directamente por los empleados y no hay aporte del empleador.

En cuanto a mi experiencia, he trabajado toda mi vida en los mercados financieros. Trabajé en la banca de inversión y fui dueño de mi propia boutique de inversión. Creo que lo simple es mejor y ese es nuestro enfoque en ISBI.

En mi rol como presidente de la Junta, trabajo en conjunto con los demás integrantes para asegurarnos de que estamos siguiendo nuestra meta de generar valor a largo plazo para nuestros beneficiarios. Eso significa mantener los costos bajos y asegurarnos de que nuestras asignaciones cumplan nuestros objetivos de rendimientos ajustados al riesgo. Creemos que seguir un plan de asignación de activos simple, diverso y estratégico es lo que genera rendimientos a largo plazo.

S&P DJI: Entonces, ¿dónde entra la inversión pasiva?

Marc: Lo más importante en la industria de pensiones es que una estrategia debe ser fácil de asimilar para los atareados miembros voluntarios de una junta que se reúne con poca frecuencia, pero también efectiva durante nuestro horizonte de inversión a largo plazo. Y lo maravilloso de la inversión pasiva no es solo que es más simple o barata: los estudios demuestran que en realidad es mejor. No se me ocurre nada parecido dentro del mundo de las inversiones. El informe SPIVA® (S&P Indices Versus Active) que ustedes publican semestralmente muestra lo difícil que es para los administradores activos superar el desempeño de sus benchmarks. Adicionalmente, el Informe de Persistencia de S&P DJI muestra que, aun cuando lo consiguen, les resulta incluso más difícil mantener ese rendimiento. Abordamos la gestión activa y pasiva de manera diferente dependiendo del plan (CD y BD). Durante el otoño de 2016, movimos todos los fondos del plan CD a gestión pasiva. Por lo tanto, exceptuando el plan federal de ahorro TSP, es posible que tengamos el plan de compensación diferida más simple y de menor costo en Estados Unidos. En la actualidad, cerca de 2/3 de nuestra cartera de beneficio definido lleva una gestión pasiva y el tercio restante de la cartera, que es administrado activamente, corresponde principalmente a mercados privados, que no se pueden indexar.

Desde que fui electo presidente de la Junta en 2015, hemos despedido a más de 100 administradores activos, porque el argumento a favor de la gestión pasiva es más fuerte. Al hacer que estos fondos pasen a tener una gestión pasiva, estamos tomando una decisión estructural que busca disminuir los costos, mejorar los rendimientos y servir a los objetivos de nuestros beneficiarios. Como resultado de este cambio, nuestra carga laboral diaria es menor. No contamos con mucho personal, pero ahora tenemos tiempo para enfocarnos en el trabajo que realmente importa. Podemos mirar la lista restante de administradores y evaluar nuestras estrategias y a los administradores que continúan con nosotros. Y sabemos lo que estamos buscando: un alfa persistente y significativo.

S&P DJI: ¿Cuáles son los beneficios de la gestión pasiva que lo llevaron a dejar de lado la mayor parte de su trabajo con administradores activos?

Marc: Es muy difícil formar un equipo que pueda seleccionar administradores activos que consigan superar los índices ponderados por capitalización de mercado, además de que la selección de administradores tiende a destruir el valor. Al invertir con base en índices, la estrategia de asignación de activos que uno haya adoptado generará rendimientos y, además, es posible reasignar el tiempo que anteriormente se gastaba en el proceso de evaluación de los administradores.

Algo que hemos implementado —que pienso que se subestima y debería considerarse un estándar— es mantener alguna parte de cada clase de activos invertida en índices y usar la gestión pasiva como herramienta de gobierno. Hemos descubierto que es muy útil mantener una parte de la inversión en un vehículo pasivo para cada clase y subclase de activos de la cartera, incluso si uno cree firmemente en la gestión activa. Entonces, cuando se esté revisando el desempeño de los administradores, habrá evidencia tangible para realizar la comparación. Y si necesita dejar de lado la gestión activa, pero desea tener ese nivel de exposición, puede reinvertir sus fondos rápidamente sin el problema del error de seguimiento.

Los índices son una excelente herramienta de comparación y han demostrado ser muy efectivos en términos operacionales. Al seguir el desempeño de índices, se evitan todos los problemas que podrían existir al utilizar alternativas de gestión activa. Los sistemas públicos de pensiones tienen desafíos fundamentales, incluyendo algunos de naturaleza única, que en realidad yo considero como posibles fortalezas. Todos los consejos administrativos están conformados por voluntarios, de los cuales muchos no son expertos en inversiones y, además, sus miembros cambian constantemente. Como en cualquier organización gubernamental, hay restricciones monetarias y existe la posibilidad de intervención política. Lo que hemos descubierto es que la gestión pasiva es muy buena para enfrentar esas dificultades. El personal del área de pensiones puede prestar apoyo, pero así como en los consejos de administración, esos cargos pueden politizarse. La indexación es fácil de entender para los miembros, permite dejar las emociones y la política fuera de las decisiones y enfocarse en la asignación de recursos. Todo eso por menos dinero.

S&P DJI: ¿Cómo reaccionó la junta a esta transición hacia la gestión pasiva?

Marc: Cuando fui electo como presidente del consejo, mi filosofía era “lo simple es mejor”, por lo que buscamos reducir nuestra nómina de administradores activos. Si uno va a realizar apuestas a través de la gestión activa, es mejor hacer pocas y que estas sean efectivas. Así que lo más fácil, bajo mi punto de vista, era primero revisar quiénes no cumplían con ese criterio. Teníamos cuatro administradores que habían tenido resultados inferiores al mercado durante años. Sin embargo, cuando presentamos la moción de finalizar el contrato de dichos administradores en una reunión del consejo, la discusión subió de tono. Luego de un largo debate, uno de los miembros del consejo dijo “bueno, lo más probable es que le estés quitando la administración de fondos a ellos para dársela a los tuyos. Dinos a quién se la vas a dar y nosotros nos ocuparemos de ello”. A lo que respondí “no vamos a darle ese dinero a nadie: lo vamos a invertir en índices”. Y en ese preciso momento la tensión desapareció de la sala. La conversación se transformó

completamente. La política y los insultos personales quedaron fuera de la ecuación y fue posible identificar claramente la solución como una decisión estructural. Luego de eso, casi todos los miembros del consejo apoyaron la decisión de despedir a esos administradores.

S&P DJI: ¿Con qué frecuencia evalúan a sus administradores y en qué criterios se enfocan?

Marc: La mayoría de los consejos administrativos de los organismos de pensiones públicas se reúnen 4-6 veces al año, por lo que no hay mucho tiempo para analizar el desempeño individual de los administradores. Básicamente, hacemos la evaluación una vez al año; sin embargo, durante el período de reestructuración de la cartera fuimos más agresivos. En nuestros mercados públicos buscamos obtener un alfa significativo, mucho mayor a 50 puntos base, mientras que en nuestros mercados privados buscamos administradores cuyo desempeño se sitúe en el cuartil superior. A nuestros socios estratégicos que administran activos del mercado público mediante gestión activa les decimos que vayan donde se encuentra el alfa. Si bien hemos delegado nuestra selección de administradores activos, trabajamos con ese grupo para evaluar a los administradores en detalle y una de las herramientas fundamentales para ello es la comparación con un benchmark pasivo. En el caso de todos los administradores que hemos despedido, ni siquiera hemos tenido que discutir sobre la persistencia, porque todos, excepto unos cuantos, estaban por debajo de sus benchmarks. Los administradores que continúan con nosotros tienen un historial superior de generación de alfa, pero obviamente dependemos de la persistencia y estamos sujetos a nuestro propio sesgo de supervivencia.

S&P DJI: Recientemente decidieron cambiar el Russell 2000 por el S&P SmallCap 600® para acceder a las empresas de baja capitalización de EE.UU. ¿Por qué?

Marc: Gracias a los beneficios de invertir principalmente en la gestión pasiva y de reducir nuestro equipo de administradores activos, pudimos sentarnos a pensar sobre qué estrategias de asignación teníamos realmente y eso incluía analizar los benchmarks que estábamos utilizando. Optamos por el S&P SmallCap 600, ya que luego de analizarlo, el cambio tenía sentido por un par de razones. Además de tener una exposición más pura a empresas de baja capitalización en el S&P SmallCap 600 que en el Russell 2000 (con base en el tamaño de las empresas que constituyen el índice), simplemente daba la sensación de que el factor de calidad utilizado por S&P DJI tenía sentido. No se sentía como si estuviéramos adivinando la ponderación del mercado, que es algo que uno generalmente quiere evitar. También noté que incluir un factor de calidad en una metodología de empresas de baja capitalización mantendría fuera del índice muchas

empresas pequeñas con un potencial comercial mucho mayor e incluso con riesgo de fraude y que, tal vez, no deberían ser empresas públicas en primer lugar. No es complicado, el filtro de calidad del S&P SmallCap 600 es una prueba básica de rentabilidad. Eso es simple y nos gusta lo simple porque nos ayuda a entender lo que hay en nuestra cartera.

S&P DJI: ¿Por qué es tan importante el índice subyacente?

Marc: Cuando estás administrando el dinero de más de 140,000 beneficiarios, mientras menos sorpresas, mejor. Para mí, la transparencia es la clave de un índice subyacente y de cualquier producto derivado de dicho índice, de modo que, cuando uno abra el diario pueda ver cómo le está yendo al índice y saber qué está pasando con su dinero.

Los benchmarks a veces pueden parecer herramientas de contabilidad, pero cuando se tiene el dinero invertido en índices pasivos, existen pruebas y resultados tangibles para guiar las decisiones futuras. En ocasiones, hemos necesitado dejar de lado a los administradores cuando un equipo se iba u otra circunstancia grave ocurría. El hecho de no tener una opción pasiva a la que simplemente trasladar los fondos significaba tiempo y dinero que no podíamos asignar a otra inversión en la que confiáramos, porque el proceso de cambiar de administradores requiere tiempo, solicitudes de propuestas (RPFs) y evaluaciones de desempeño. Y eso implica tiempo que podría utilizarse para invertir en el mercado a través de una solución pasiva que cumpla con los requisitos de nuestra estrategia de asignación.

S&P DJI: Dado que más *asset owners* empiezan a preferir la gestión pasiva, ¿cuáles son los aspectos clave que se deberían tomar en cuenta a la hora de elegir una estrategia con base en índices para acceder al mercado?

Marc: Ser realista en cuanto a los recursos y tiempo del consejo para analizar la propuesta. Mientras más simple, mejor. Además, todos los inversionistas tienen la suerte de que la manera más simple de hacer las cosas, la que toma menos tiempo, también resulta ser la que ofrece el mejor rendimiento histórico. ¿Por qué no habrías de aprovechar eso al máximo posible?

Puede sonar contradictorio, pero mientras menos tiempo gastes en la selección de administradores, mejor. Utiliza los índices en áreas en las que no haya grandes oportunidades de generar alfa, que algunos dirían que es en todos lados, pero deja que el alfa te guíe para tomar una decisión. Si un *asset owner* cree que hay mejores posibilidades de alfa en la renta variable de los mercados emergentes, lo que podría ser cierto,

entonces puede dar prioridad a la gestión activa en ese segmento. No obstante, cuando sea posible, se puede comparar esta gestión con un benchmark pasivo para evaluar el desempeño de los administradores y, además, siempre es posible ajustar la tendencia dependiendo de los resultados.

El pequeño secreto, que los *hedge funds* no quieren que nadie sepa, es que somos inversionistas a largo plazo (opinión compartida por quienes trabajan en el área de las pensiones). Las necesidades de efectivo de nuestro fondo de pensiones ascienden a 2% anual. El modelo de inversión del tipo *endowment* utiliza alrededor de 4% anualmente. Esos números son minúsculos. Entonces, si lo piensas, luego de cinco años necesitamos 10% de nuestros activos para pagar a nuestros beneficiarios, lo que significa que somos inversionistas a largo plazo, por lo que tenemos que ignorar las anomalías a corto plazo. Y de ahí viene gran parte de los problemas de los administradores activos: valuación a corto plazo y preocupaciones sobre la volatilidad. Los estudios demuestran que intentar anticiparse a los cambios del mercado es una pérdida de tiempo.

Creo que muchos *asset owners* o consejos de administración no quieren admitir sus errores cuando se equivocan y eso lleva a mantener la gestión activa prácticamente por inercia. Sin embargo, para mí, es solo cosa de sentido común: si algo no está dando los resultados esperados, ¿por qué pagar por ello cuando hay una opción mejor y más barata? Y cuando la gente no está de acuerdo conmigo, me gusta recordarles que Warren Buffett y David Swensen están de mi lado.

S&P DJI: ¿Usted piensa que los índices de factores y multifactoriales suben aún más la vara para los administradores activos?

Marc: Soy un gran partidario de los índices ponderados por capitalización de mercado, pero al mismo tiempo creo que los factores pueden ser muy valiosos cuando los consejos están muy preocupados del riesgo y la volatilidad. Muchos consejos de administración han sido adiestrados para pensar que la gestión activa es la solución al riesgo, pero los factores representan una solución más sencilla y barata que deberían tomar en consideración.

Queremos que nuestro enfoque en ISBI se mantenga simple y entendible, por lo que la evolución de los multifactores no nos atañe realmente en este momento. Sin embargo, podemos mirar los factores principales de Fama y French y utilizarlos para evaluar a los administradores, además de poder usarlos en estrategias pasivas en la actualidad. Eso es algo a lo que no podíamos prestarle atención cuando teníamos más de 100 administradores, lo que nos lleva de vuelta a la idea de que invertir en índices y tener un número reducido de

administradores da más tiempo para pensar y las estrategias de factores o multifactores son algo que ahora tenemos tiempo de considerar y es justo lo que pensamos hacer.

S&P DJI: ¿Hay alguna lección fundamental que haya aprendido sobre la indexación y que le gustaría compartir con los lectores?

Marc: Que los beneficios que la inversión basada en índices produce en materia de gobierno son muy subestimados y poderosos. Y no hablo sólo de las pensiones públicas, pienso que eso ocurre en cualquier consejo. Los consejos están formados por voluntarios muy ocupados y los miembros del personal siempre están haciendo mil cosas a la vez. ¿Por qué pedirles que hagan algo complicado que la historia se ha encargado de demostrar que no agrega valor? La indexación es simple y creemos que es mejor, por eso es nuestra estrategia principal.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2018 por S&P Dow Jones Indices LLC, una división de S&P Global. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® y S&P® son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), una subsidiaria de S&P Global. Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución, reproducción y/o fotocopiado en todo o en parte sin autorización previa por escrito. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros. No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice está disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro vehículo de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte (Contenido) no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. EL CONTENIDO SE PROPORCIONA "TAL CUAL". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales, o costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Dow Jones Indices mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas unidades de negocios de S&P Dow Jones Indices pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Global ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en www.spdji.com.