

financial & private sector development

Competencia y Portafolios de Largo Plazo

Heinz P Rudolph
April, 15 2010
Cartagena, Colombia



Mito: la competencia permite lograr asignaciones óptimas de portafolio

- *Los administradores de portafolio compitiendo por desempeño y contribuyentes eligiendo aquellos portafolios que mejor se ajustan a sus perfiles de riesgo retorno logran diseñar portafolios que optimicen la futura pensión de los individuos.*
 - Las personas difícilmente conocen su perfil de riesgo.
 - Las opciones son limitadas.
 - Rentabilidad no es lo mismo que desempeño. Los administradores de cartera no compiten por desempeño, sino por rentabilidad

2

Mito: la competencia permite lograr asignaciones óptimas de portafolio

- *Los administradores de portafolio compitiendo por desempeño y contribuyentes eligiendo aquellos portafolios que mejor se ajustan a sus perfiles de riesgo retorno logran diseñar portafolios que optimicen la futura pensión de los individuos.*
 - Las personas difícilmente conocen su perfil de riesgo.
 - Las opciones son limitadas.
 - Rentabilidad no es lo mismo que desempeño. Los administradores de cartera no compiten por desempeño, sino por rentabilidad

3

La selección de AFPs

- La única variable relevante para explicar la elección de una AFP es la visita de un agente de ventas.
- En países desarrollados la mayoría de los individuos mayores de 25 años no entiende lo que es una tasa de retorno (UK, Australia).
- Difícilmente se puede argumentar que las personas hacen selecciones de portafolio conscientes

Experiencia en países con opciones de default

- Suecia

- Opción de default ofrecida por agencia gubernamental
- Más de 700 fondos de pensiones privados
- Comisiones acotadas

...más del 90% de los nuevos entrantes selecciona el default

- Rusia

- Opción de default ofrecida por el Fondo de Pensiones de Rusia
- Cerca de 120 opciones de inversión (NPF, asset managers)
- Comisiones relativamente acotadas

...El 85% de los contribuyentes esta en el default

- En el resto de los países los contribuyentes seleccionan fondo de pensiones privados porque están obligados a hacerlo...costos de marketing

Mito: la competencia permite lograr asignaciones óptimas de portafolio

- *Los administradores de portafolio compitiendo por desempeño y contribuyentes eligiendo aquellos portafolios que mejor se ajustan a sus perfiles de riesgo retorno logran diseñar portafolios que optimicen la futura pensión de los individuos.*
 - Las personas difícilmente conocen su perfil de riesgo.
 - Las opciones son limitadas.
 - Rentabilidad no es lo mismo que desempeño. Los administradores de cartera no compiten por desempeño, sino por rentabilidad

6

Opciones limitadas

- Aun con contribuyentes informados, las personas no pueden elegir lo que quieren porque las opciones son limitadas
- Hoy en Colombia, tienen +/- una opción (portfolios parecidos)
- El problema no se resuelve tampoco por la vía de ofrecer opciones ilimitadas (Lituania) las opciones se vuelven incomparables (racionalidad limitada)
- La introducción de multifondos en Colombia permite tres opciones...(será suficiente?)

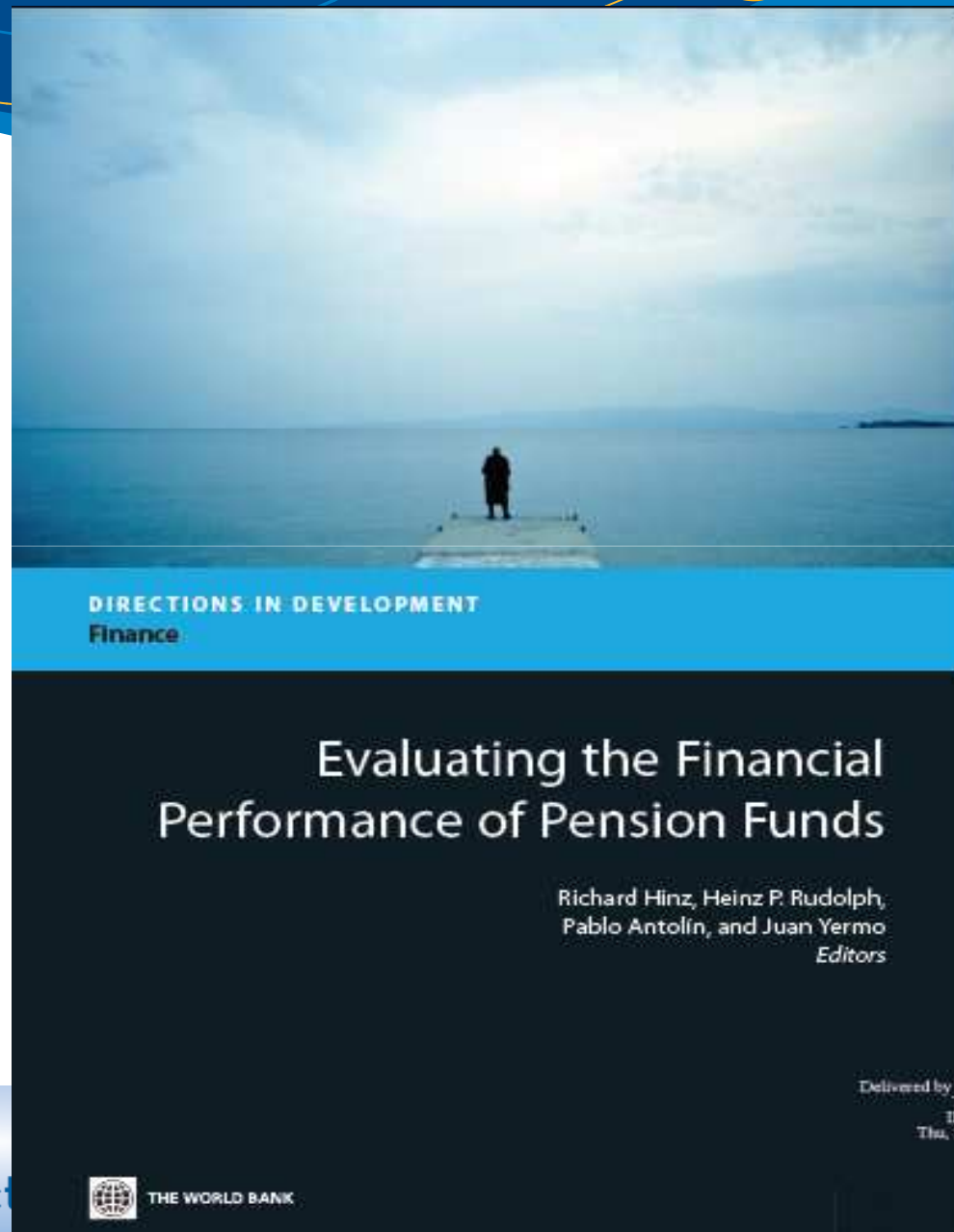
7

Opciones Limitadas (2)

- Campbell y Viceira :-) han mostrado que los esquemas de ciclo de vida son los que mejor permiten maximizar las pensiones
- Experiencia exitosa del fondo SP en Dinamarca (ATP)
 - SP construyó fondos de ciclo de vida a partir de 3 “fondos de fondos”
 - Las combinaciones lineales entre los fondos dependían de la edad de las personas
- Es posible armar carteras de ciclo de vida basadas en combinaciones lineales de 3 portfolios, basadas no solo en la edad sino también en otros parámetros (Rudolph, Hinz, Antolin, Yermo (2010))

8

Un poquito de marketing....



Mito: la competencia permite lograr asignaciones óptimas de portafolio

- *Los administradores de portafolio compitiendo por desempeño y contribuyentes eligiendo aquellos portafolios que mejor se ajustan a sus perfiles de riesgo retorno logran diseñar portafolios que optimicen la futura pensión de los individuos.*
 - Las personas difícilmente conocen su perfil de riesgo.
 - Las opciones son limitadas.
 - Rentabilidad no es lo mismo que desempeño. Los administradores de cartera no compiten por desempeño, sino por rentabilidad

10

Que tipo de portafolios estamos alcanzando a través de asignaciones basados en el mercado?

- Basak y Makarov (2008) demuestra que la existencia competencia administración de activos puede resultar en equilibrios múltiples y no necesariamente a una asignación estratégica optima.
- Castañeda y Rudolph (2010) demuestran que en la presencia de esquemas de desempeño relativo se puede desviar la asignación de activos hacia portafolios de corto plazo.

Cual es el problema de los portafolios centrados en el corto plazo?

- No toman en consideración las ganancias de eficiencia que se pueden lograr a través de portafolios de más largo plazo:
 - Riesgo de reinversión en renta fija
 - Riesgo de inflación
 - Premio por riesgo de la renta variable/reversión a la media
 - Diversificación internacional
 - Premio por liquidez (**cuidado**)
 - Coberturas de cambio y índices de precios accionarios
 - Inmunización de las rentas vitalicias

12

Cual es el problema de los portafolios centrados en el corto plazo? (2)

- Portafolios actuales están demasiado guiados por la liquidez (*sweet spot*)
 - Si la edad promedio de los cotizantes es inferior a 40 años, porque la duración promedio de los instrumentos de renta fija mantenida por los fondos de pensiones es de alrededor de 5 años?
 - La liquidez no debiese ser el factor determinante en la determinación del *duration* de los portafolios de renta fija, sino mas bien aquella que permite una mejor pensión para los contribuyentes.
- En definitiva, asignaciones de portafolio de corto plazo no maximizan la pensión al momento del retiro (Merton, Samuelson)

13

Como alinear los objetivos de las AFPs con los de largo plazo de los contribuyentes?

- Comisión por desempeño
 - A menos que se pague la comisión por desempeño al momento del retiro de los trabajadores, este esquema de comisión puede generar incentivos a administrar portafolios de muy corto plazo
 - Es tremendamente dañino el pensar la comisión por desempeño como una compensación por la toma de riesgo de desviarse del portafolio de referencia (incentivos perversos)...
- Necesidad de salirse de esquemas basados en rentabilidad y centrarse en la asignación de activos (*benchmarks*)

14

Benchmarks

- La provisión de *benchmarks* de largo plazo permite guiar las inversiones hacia los equilibrios de largo plazo
- Los modelos de ciclo de vida son los que mejor desempeño (tasas de reemplazo) generan a los contribuyentes
- Hay dos temas fundamentales que tienen relación con la creación de *benchmarks*
 - Gobernanza (*governance*)
 - Disponibilidad de datos

15

Gobernanza: *benchmarks* fijados por las AFPs

- US target-date funds
 - Competencia por retorno
 - Portafolios con alta participación en renta variable para individuos prontos a la edad de retiro.
- Lithuania
 - AFPs podían ofrecer tantos fondos como quisieran, con tan solo publicar la política de inversiones
 - Escaso entendimiento por parte de los contribuyentes.
 - Riesgos desmedidos y serios cuestionamientos al sistema de capitalización individual durante la crisis.

16

Gobernanza: *benchmark* fijado por el gobierno

- Rusia
 - El gobierno a través de un banco público administra el portafolio de default
 - El presidente del Consejo directivo del banco es el primer ministro
 - Incentivos para usar el fondo de pensiones para financiar proyectos públicos con baja rentabilidad
- Colombia
 - El portafolio sintético tiene una proporción relativamente alta de renta fija de gobierno
 - Incentivos para que los fondos de pensiones financien la deuda pública.

Gobernanza: *benchmark* óptimo

- Los *benchmarks* los tiene que fijar un ente independiente del gobierno y con apropiada experiencia en la materia
 - Amplia experiencia internacional en la administración de fondos de pensiones públicos: Noruega, Canadá, Nueva Zelanda, Irlanda y Chipre entre otros.

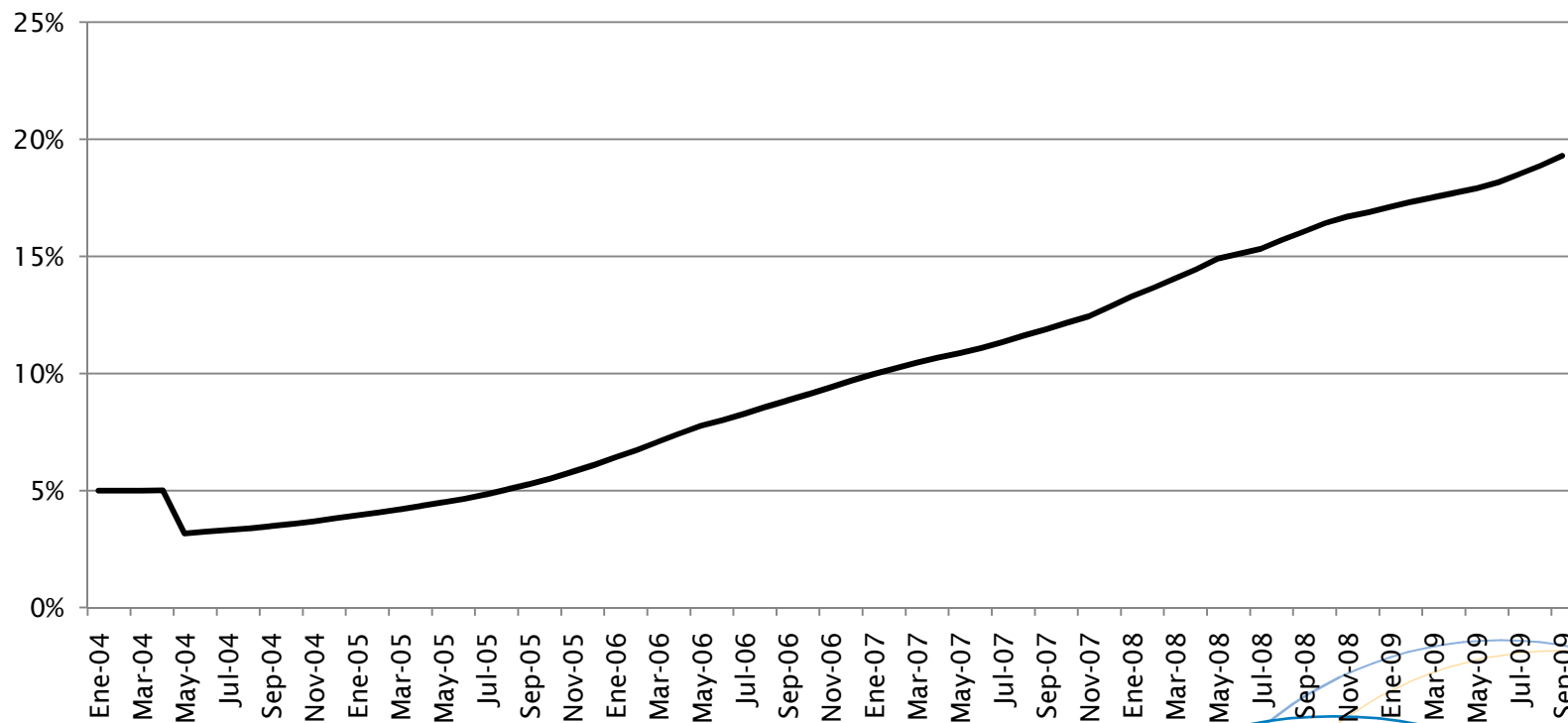
Disponibilidad de datos

- La disponibilidad de datos para el diseño de los portafolios es un problema difícil de salvar
- Sin embargo, bajo ciertos supuestos se pueden establecer *guidelines* que guarden relación con las observaciones empíricas de inversiones en el largo plazo.
- Si bien sin la propia disponibilidad de datos es difícil encontrar portafolios óptimos, de mercado no sigue un criterio de optimalidad.
- Es difícil justificar este incremento en renta variable en el mercado local, como también, que la renta variable extranjera tenga solo un 2 % del portafolio

19

Renta variable nacional en el portafolio de las AFPs

Domestic Equity Weight



Semáforos y rentabilidad mínima

- Los sistemas de contribución obligatoria deben tener esquemas de protección para inversionistas inescrupulosos y contribuyentes desinformados
- Los esquemas de semáforo son una forma de evaluar el riesgo de desviarse con respecto al objetivo
- Los esquemas de semáforo
 - Requieren el diseño de un *benchmark* de largo plazo que maximice la tasa de reemplazo
 - Requieren de datos y modelos que permitan evaluar las distribuciones de los distintos activos y portafolios
 - Miden el impacto de la desviación de una decisión de inversión sobre la futura tasa de reemplazo (y no sobre la rentabilidad presente)
 - En función de eso se clasifican los fondos (verde, amarillo y rojo)

21

Semáforos y Rentabilidad Mínima (2)

- En lugar de recibir un informe trimestral con información detallada, los contribuyentes reciben un sobre de color (verde, amarillo, rojo)
- El supervisor toma acciones prudenciales cuando los fondos son clasificados como amarillo y rojo
- ...
- Sin embargo estos esquemas son intensivos en datos, modelos, *risk management* y supervisión basada en riesgo
- Los esquemas de rentabilidad mínima son un segundo mejor
- Para que sean efectivos deben incorporar *benchmarks* en la definición del portafolio de referencia y no solo ser guiados por rentabilidades relativas

22

La rentabilidad mínima y el portafolio de referencia

- El portafolio sintético es una de las grandes fortalezas del sistema de pensiones Colombiano (**sí, leyó bien**)
- Introduce el concepto de que las AFPs necesitan guiarse no solo por el promedio de la industria, sino también por un índice exógeno
- Sin embargo, hasta el momento **no ha sido bien usado** y requiere perfeccionamiento en relación al tipo de activos que lo componen, sus ponderadores y la gobernanza
- Una buena definición del portafolio sintético puede lograr mover el equilibrio ineficiente actual, hacia portafolios que se aproximen hacia uno eficiente

23

La rentabilidad mínima

- La rentabilidad mínima en Colombia algo rígida comparado a otros sistemas
- Una mayor flexibilización de parámetros (por ejemplo, revisión mensual) debe ir acompañado por mejoramiento en el *risk management* de los fondos
- Necesidad de mudarse hacia esquemas de supervisión basada en riesgo.
- Flexibilización de inversiones sin mejoramiento en *risk management* y supervisión puede llevar a un equilibrio peor que el statu quo.

24

financial & private sector development

Muchas Gracias!
hrudolph@worldbank.org

Heinz P Rudolph
April 2010
Cartagena, Colombia

