

**financial & private sector development**

# Multifondos: Que hemos aprendido en los últimos años?

Heinz P Rudolph

April 2008

Cartagena, Colombia



THE WORLD BANK



# Multifondos: Que hemos aprendido?

- Fondos de Pensiones v. 1.0 (1980)
- Fondos de Pensiones v. 2.0 (2000)
  - Son los individuos racionales?
  - Educación financiera?
  - Opciones de Default
- Fondos de Pensiones v. 2.1 (2007)
- Conclusiones

# Fondos de Pensiones version 1.0 (1980)

- La administradoras de fondos de pensiones ofrecerían múltiples alternativas de inversión a los afiliados y estos elegirían los fondos más rentables sujetos a un nivel de riesgo
- La competencia permitiría bajar los costos

# Fondos de Pensiones version 1.0 (1980)

## Que pasó?

- Se impuso adicionalmente una garantía de retorno mínimo y los portafolios convergieron a estructuras muy similares (efecto manada)
- Los traspasos poco tenían que ver con la rentabilidad esperada de los fondos de pensiones
  - Las decisiones de traspasos de afiliados fueron guiadas por la fuerza de ventas de las AFPs.
- Las AFPs consolidaron un estructura oligopólica

## Podemos decir algo de la optimalidad de las carteras de activos?

- No existe un único portafolio que optimice el portafolio de los contribuyentes
- La dinámica de los portafolios bajo un esquema de retornos mínimos garantizados genera un esquema de equilibrios múltiples y por lo tanto puede ser ineficiente (Basak and Chabakauri (2007) y Basak, Pavlova y Shapiro (2007)).
- ...Multifondos!!!

# Fondos de Pensiones version 2.0 (2000)

## Multifondos

- Las administradoras de fondos de pensiones, podrían ofrecer hasta cinco fondos de pensiones.
- Las personas elegirían de acuerdo a sus preferencias de riesgo y retorno
- La competencia (**ahora sí!**) lograría reducir los costos y lograr portafolios eficientes

## Que paso?

- Se mantuvo la garantía de retorno mínimo (GRM) y en lugar de tener un único portafolio se tienen cinco portafolios.
- Dos tercios de los contribuyentes fueron incapaces de optar por un fondo de pensiones y por lo tanto toman el *default*
- Los costos de las AFPs permanecen relativamente constantes.

## Podemos decir algo de la optimalidad de estas carteras de activos? (1)

- El esquema de multifondos no guía a los contribuyentes en las carteras que debiesen mantener en sus 30s, 40s, 50s? (posibilidad de asignación ingenua)
- La competencia basada en retornos promedio genera carteras con equilibrios múltiples, los cuales pueden ser ineficientes.
- Las AFPs compiten por rentabilidad de corto plazo, lo que es subóptimo desde un punto de vista de *strategic asset allocation*. Campbell & Viceira (2001)



# Fondos de Pensiones version 2.0 (2000)

## Podemos decir algo de la optimalidad de estas carteras de activos? (2)

- Las pérdidas para los contribuyentes que se generan por malas decisiones de portafolios pueden ser considerables (Campbell y Viceira (2007))
- Poco sabemos de la optimalidad de las carteras de los fondos de pensiones. Las definiciones de instrumentos son bastante amplias (aun sin GRM)
  - Renta variable versus renta variable: El riesgo del índice accionario S&P 500 es distinto al de una empresa manufacturera en América Central
  - Renta fija versus renta fija: El riesgo de un bono de largo plazo indexado a la inflación es distinto al de un bono de corto plazo.

# Podemos suponer contribuyentes racionales?

- En un esquema de multifondos, la gran mayoría de las personas optan por no elegir un fondo de pensiones o bien por tomar decisiones basados en reglas simples
  - La literatura de behavioral economics ha reconocido este comportamiento (Benartzi & Thaler (2007))
- La elección de AFP es guiada por la fuerza de ventas (oferta)

# Que ha pasado en otras partes del mundo?

- **Suecia:** El 90% de los nuevos entrantes al sistema previsional no opta por un fondo.
- **Mexico y Peru:** Cuando se crean los multifondos, solo un pequeño porcentaje de personas optó por un fondo distinto al default.

*Campbell (2006) demuestra que la gente menos educada y más pobre es más proclive a tomar malas decisiones de inversión.*

# Educación Financiera?

- La educación financiera es útil para generar hábitos de ahorro en las personas, pero no debiésemos pretender educar para que las personas elijan óptimamente sus carteras de activos
- El diseño de las carteras óptimas es un tema muy complejo de ingeniería financiera que esta mas allá de las capacidades reales de las personas comunes y corrientes (Blake (2008)).
- ...El énfasis debiese estar en las *default options*

# Es importante diseñar adecuadas Opciones de Default

- Chile (lifestyle)

Opciones de Inversión		Hombres hasta 35 años Mujeres hasta 35 años	Hombres desde 36 a 55 años Mujeres desde 36 hasta 50 años	Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años
	Fondo A			
Fondo B				
Fondo C				
Fondo D				
Fondo E				

# Es importante diseñar adecuadas Opciones de Default

- Mexico (lifecycle)

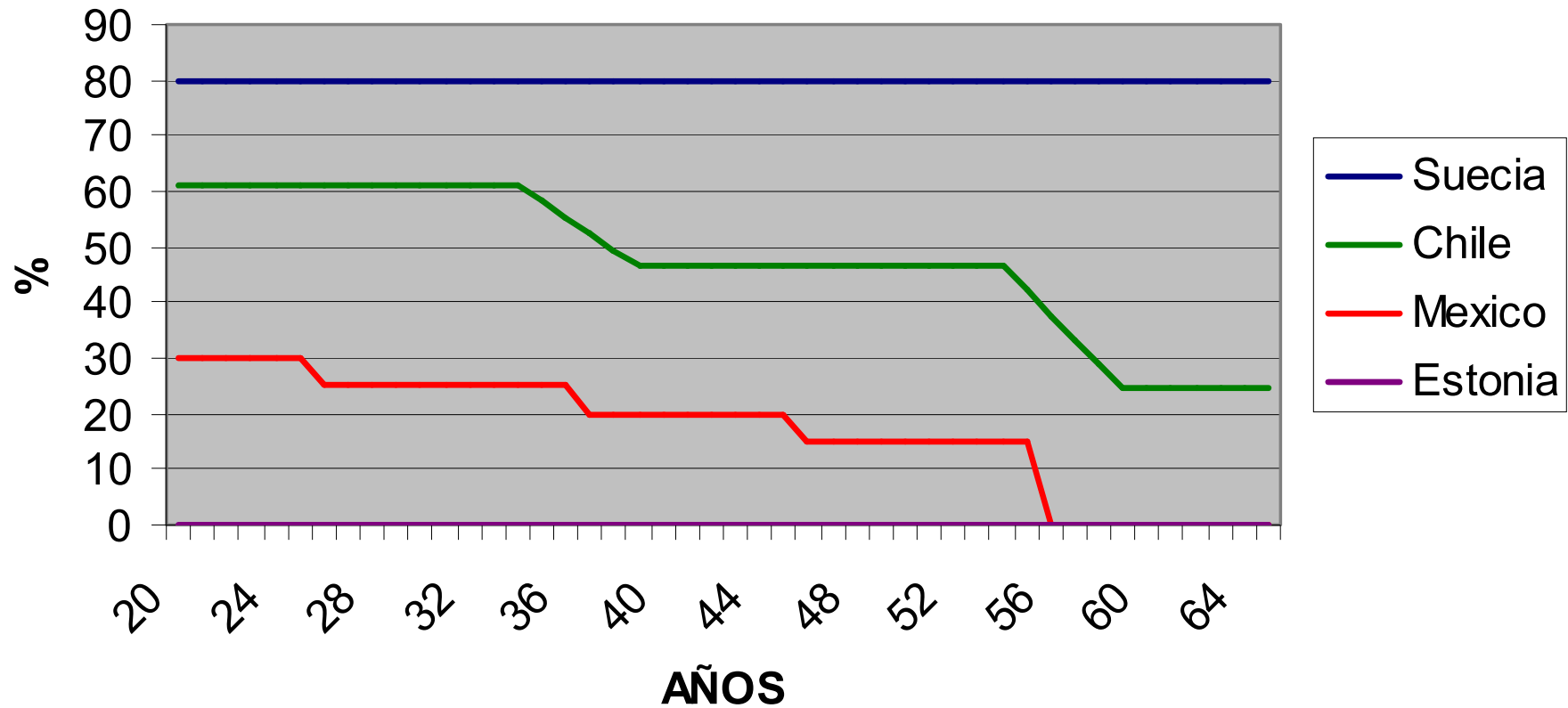
		<16 años	< 36 años > 27 años	< 45 años > 37 años	< 55 años > 46 años	>56 años
Opciones de Inversión	Siefore 5	■	x	x	x	x
	Siefore 4		■	x	x	x
	Siefore 3			■	x	x
	Siefore 2				■	x
	Siefore 1					■

# Es importante diseñar adecuadas Opciones de Default

- Suecia
  - Los fondos son invertidos en el fondo público (80 % en renta variable).
- Estonia
  - Los fondos son invertidos en un fondo conservador (100% renta fija)

# Alternativas de default en el ciclo de vida de las personas?

Renta Variable (% de los activos totales)





# Lifecycle v/ Lifestyle funds

- Chile: Aun cuando la ley permite a los afiliados contratar con la AFP futuros cambios de fondos de pensiones, esta opción no la están ejerciendo los contribuyentes.
  - Los contribuyentes típicamente se cambian de fondos de pensiones en los peores momentos (stock crush) y no de acuerdo a un patrón de ciclo de vida.
  - Calderon y Schwartz (2008) encuentran que las mayoría de la personas comete errores al cambiarse de fondos (Mexico)
- ***Los modelos de lifecycle se ajustan mejor a un esquema de contribuyentes con racionalidad limitada.***
  - El problema esta en los detalles

17

# Opciones de Default

El diseño del portafolio *benchmark* tiene que ver con:

- La tasa de cotización
- La edad a la que comienza a cotizar una persona
- La densidad esperada de cotizaciones
- La existencia de otras fuentes de ingreso para el retiro
- Las opciones de retiro: rentas vitalicias, retiro programado, suma fija
- ...los portafolios de referencia varían de país en país

# Multifondos: tres, cuatro...diez

- Lithuania: Tantos como puedan / quieran
- Chile, Mexico: Cinco
- Perú, Slovak Republic, Estonia: Tres
  
- No existe un número mágico de fondos pero:
  - Evitar crear fondos 100% en renta fija
  - Los fondos más intensivos en renta fija debiesen tener un objetivo de duración mínima (duration)
  - La renta fija de los fondos de pensiones debiese privilegiar instrumentos de largo plazo indexados a la inflación.
- Se debe poner énfasis en el diseño de un esquema que replique el ciclo de vida

# Multifondos: tres, cuatro...diez

- **La diversificación internacional es esencial para reducir la volatilidad de los fondos de pensiones**
  - En los primeros años después de la reforma es posible diseñar la regulación e inversiones con un *home bias*, pero luego es necesario promover portafolios internacionalmente bien diversificados
  - De lo contrario se generan riesgos de burbujas en los precios de activos (i.e. Chile 1999, Bulgaria 2007).
  - Los fondos de pensiones en Colombia tienen una participación significativa en ciertos segmentos de mercado (bonos corporativos)
  - La evidencia demuestra que los fondos de pensiones debiesen mantenerse abiertos a los riesgos de monedas (euro/dolar)
- **Los multifondos imponen un desafío para el desarrollo del mercado de capitales doméstico. El mercado debe ofrecer alternativas de inversión (Slovak Republic).**

20

# El modelo de supervisión tradicional (*compliance*) no es compatible con multifondos

- La supervisión tradicional (*compliance*) da una sensación de seguridad que no es cierta.
  - En la gran mayoría de los países, las multas y sanciones de los supervisores tienen poco que ver con el riesgo de los fondos de pensiones
- Es necesario migrar hacia esquemas de supervisión que miren el riesgo de las administradoras y de los fondos de pensiones.
  - Los desarrollos recientes en Chile apuntan en la dirección correcta
  - En este esquema es posible avanzar hacia la eliminación del retorno de garantía mínimo (Estonia)

21

## Diapositiva 21

---

**hpr1**

wb22494; 09/04/2008

# Fondos de Pensiones version 2.1 (2007)

- Un mecanismo de subasta de nuevos entrantes basado en comisiones, unido a un esquema de competencia *ex post*, permitiría reducir las comisiones (**la tercera es la vencida!**).
  - En las etapas iniciales de la vida de las personas los costos de administración son más importantes que el retorno del fondo.
- La (mayor) competencia llevará las carteras de los fondos de pensiones a niveles óptimos

22

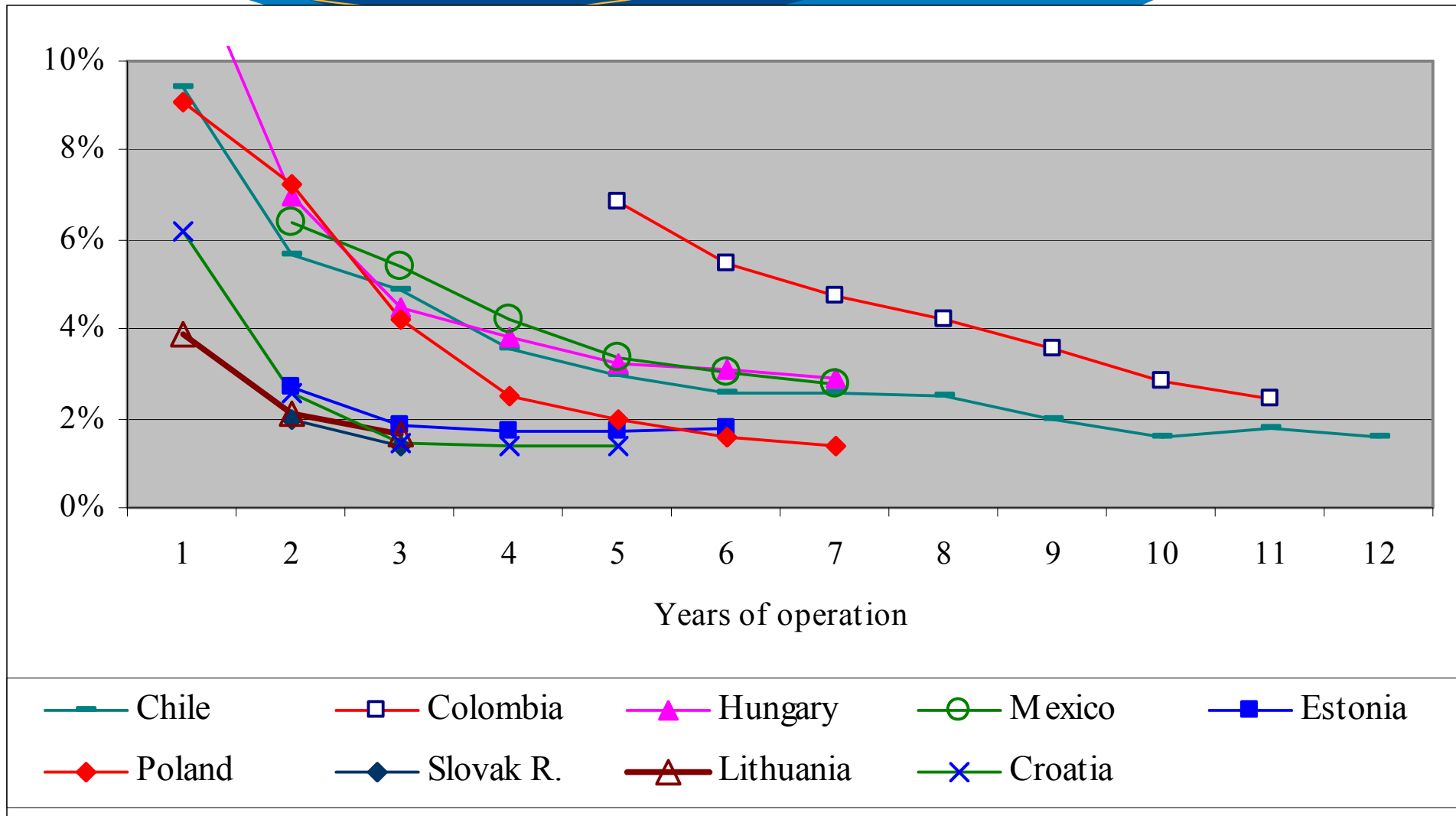
# Fondos de Pensiones version 2.1 (2007)

- Desde el punto de vista de la reducción de comisiones
  - Buena Suerte!
- No esta claro cual va a ser la función de reacción de las administradoras que no se ganen una licitación de nuevos entrantes.
- Las AFPs en Chile están preparadas para enfrentar una competencia muy fuerte.
  - Por que el promedio de empleados de las AFPs es alrededor de 1200, mientras que en los países Bálticos es inferior a 15?.
  - Para que se necesitan sucursales de AFPs en cada ciudad de mas de un par de miles de habitantes?

23



# Comisiones cobradas por los administradores (% Activos)



## Podemos decir algo de la optimalidad de las carteras de activos?

- Se avanza muy poco o nada.
- Las AFP probablemente seguirán compitiendo por retornos de corto plazo sin una visión estratégica respecto de las pensiones futuras (similar a los fondos mutuos)
- ...estos temas probablemente serán abordados en la versión 2.3

# Que nos dice la experiencia de otros países?

- Lituania (libre diseño de carteras de portafolios)
  - Las administradora no toman en consideración elementos de asignación estratégica (largo plazo) en el diseño de los portafolios de referencia. Mercado no contestable
- Estonia (diseño de carteras más restringido)
  - Un líder y varios seguidores (Satchkelberg Game). El líder diseña el portafolio de referencia y el resto lo sigue. El líder no toma en consideración elementos de largo plazo en el diseño del portafolio de referencia. Mercado mas contestable, pero con carteras suboptimas.

# Que nos dice la experiencia de Colombia?

- Colombia (portafolio sintético)
  - Esta en una posición privilegiada para avanzar en el diseño de portafolios que guarden relación con los objetivos de largo plazo.
  - El Estado es el único que tiene la capacidad y los incentivos para diseñar un portafolio de referencia que este alineado con los intereses de largo plazo de los contribuyentes.
    - Esto no estaba tan claro en el año 2000.

# Conclusiones

- Los multifondos son un paso necesario, pero impone otros desafíos
  - El escenario base debe suponer que las personas no van a elegir un fondo de pensiones (default options)
  - Los multifondos requiere cambiar el énfasis de la regulación hacia una supervisión basada en riesgo
  - Los multifondos deben ser acompañados por una profundización del mercado de capitales.

# Reflexión Final

Si una persona toma una mala decisión de inversión y obtiene una mala pensión, es problema de la persona

Si 2/3 de los cotizantes toman malas decisiones de inversión, que se traducen en bajas pensiones, es un problema del Gobierno.

**Los multifondos no desligan a los gobiernos de la responsabilidad de proveer pensiones dignas a las personas**

# financial & private sector development

**Muchas Gracias!**  
**[hrudolph@worldbank.org](mailto:hrudolph@worldbank.org)**

Heinz P Rudolph  
April 2008  
Cartagena, Colombia



THE WORLD BANK

