



NOTAS DE PENSIONES

NRO. 42 – FEBRERO 2020

ESTRATEGIAS DE REFORMA PENSIONAL PARA MEJORAR LAS PENSIONES

Resumen Ejecutivo

¿Qué estrategias novedosas de reforma pensional pueden implementarse con el fin de mejorar las pensiones? Sin duda, se trata de una pregunta muy importante de responder, a la luz de las crecientes demandas de la sociedad, a las elevadas expectativas de la población, los bajos niveles de educación financiera y pensional, a los cambios en los mercados laborales, a la creciente longevidad de la población, a las presiones fiscales de los gobiernos y a la tendencia decreciente de las tasas de interés a nivel mundial, entre otros factores.

En la 4ta Convención Nacional de AFORES, celebrada en Ciudad de México los días 9 y 10 de octubre, destacados expositores dieron luces acerca de estrategias de reforma de pensiones que podrían implementarse con el fin de mejorar los resultados del ahorro, tanto obligatorio como voluntario, y así mejorar las pensiones de los trabajadores.

Mariano Bosch plantea cinco estrategias clave que se pueden implementar de forma inmediata para mejorar los sistemas de pensiones. Primero, se debe definir claramente el objetivo de pensión para el sistema de pensiones (en términos de tasa de reemplazo) con el fin de informar a los trabajadores si están cerca o lejos de alcanzar el objetivo en cuestión. Segundo, es esencial comprometerse con una política de fiscalización efectiva dirigida a combatir los niveles elevados de informalidad laboral. Tercero, es clave implementar y desarrollar sistemas de ahorro voluntario modernos, que aprovechen los resultados de la economía del comportamiento (por ejemplo, enrolamiento automático) para superar las restricciones

asociadas con la economía política de las pensiones (por ejemplo, dificultad en aumentar la tasa de cotización obligatoria). Cuarto, se deben establecer mecanismos de ajustes automáticos a los parámetros clave del sistema de pensiones, los que permitan alcanzar el objetivo de pensión deseado dando cuenta de los cambios demográficos que ocurren a través del tiempo. Y quinto, es necesario generar un buen mecanismo de rendición de cuentas a los ciudadanos, donde se señale con claridad en qué se está gastando el dinero de sus impuestos.

De acuerdo a Robert Merton, se debe transitar desde una perspectiva convencional, en la que el enfoque es la acumulación de ahorros y en la que el éxito se define en términos de la cantidad de riqueza pensional acumulada, hacia un nuevo enfoque basado en el ingreso pensional, que señale al trabajador qué tan cerca está de alcanzar su objetivo de ingreso pensional y en la que se utilice una estrategia de asignación de activos dinámica e individualizada. Así, es enfático en señalar que, si bien hay veces en que el fondo acumulado se ve muy grande, cuando éste se traduce en la pensión que es capaz de financiar, resulta insuficiente. Por ello, es recomendable poner la atención en la pensión que se está financiando. Para ello, se debería modificar la normativa actual de los sistemas de contribuciones definidas, siendo obligatorio informar al trabajador su coeficiente de financiación (*funded ratio*), el que corresponde al monto de la pensión periódica que se puede comprar con el fondo total acumulado, dividido por el objetivo de ingreso pensional. De esta manera, si el trabajador está lejos de cumplir con su objetivo de ingreso pensional (por ejemplo, tiene un *funded ratio* de solo 40%), en base a sus características personales se le asigna

automáticamente a un fondo de fecha objetivo (TDF, por sus siglas en inglés) con una asignación de activos acorde. Con la nueva solución, además, el trabajador estará consciente de la necesidad de llevar a cabo medidas correctivas para mejorar sus perspectivas de pensión (por ejemplo, de aumentar su tasa de ahorro). México es la primera nación en el mundo en introducir tal medida. Sudáfrica está discutiendo la introducción de dicha reforma, y en Estados Unidos se planea hacer el cambio próximamente.

Finalmente, Brigitte Madrian identifica algunos de los aspectos centrales de la arquitectura de la elección del trabajador, y cómo se pueden utilizar para generar mejores resultados de ahorro previsional voluntario. Al menos cuatro conclusiones surgen de la evidencia: (i) los resultados del enrolamiento automático son robustos, con un aumento de entre 28% a 33% en la tasa de participación a los planes de pensiones; (ii) los mensajes de enrolamiento automático simplificado son efectivos en aumentar la tasa de participación, logrando duplicar el porcentaje de trabajadores que optan por inscribirse en un plan de pensiones (en comparación con un mensaje no simplificado); (iii) los individuos responden de forma más elocuente frente las necesidades de su “yo futuro”, cuando tienen la oportunidad de ver una imagen física de ellos mismos en el futuro, optando por ahorrar más en el presente; y (iv) las estrategias de contacto con el aportante son más efectivas para aumentar el ahorro cuando el contacto se hace al inicio de su ciclo de gastos mensual (cuando recién recibe su salario).

¹ Mariano Bosch se desempeña como Especialista Principal y coordinador de pensiones en la División de Mercados Laborales y Seguridad Social del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Desde sus inicios en el Banco en 2011, ha liderado proyectos de investigación en el área de mercados laborales, pensiones y políticas de bienestar, y ha publicado diversos artículos en el área de mercados laborales y desarrollo en revistas de reconocido prestigio.

² Robert Merton es ganador del Premio Nobel de Economía de 1997 por diseñar un nuevo método para determinar el valor de los derivados. Es Profesor de Finanzas en el Massachusetts Institute of Technology (MIT) y el Profesor Emérito John and Natty McArthur University de la Universidad de Harvard. Científico Residente en Dimensional Holdings, Inc., donde es creador de Target Retirement Solution, un sistema global e integrado de soluciones de fondeo para el retiro. Ha recibido múltiples

Introducción

Con el objeto de dar luces sobre las estrategias de reforma de pensiones que podrían implementarse con el fin de mejorar los resultados del ahorro, tanto obligatorio como voluntario, y así mejorar las pensiones de los trabajadores, durante la 4ta Convención Nacional de AFORES se incluyeron algunas presentaciones dedicadas a responder esta interrogante. En esta Nota de Pensiones se abordan los principales aspectos señalados por tres destacados expertos que participaron con presentaciones en la señalada Convención: Mariano Bosch¹, Robert Merton² y Brigitte Madrian³. Un aspecto en que Bosch y Merton coinciden, es que es necesario establecer un objetivo pensional claro, con el fin de informar a los trabajadores sobre el estado en que se encuentran en términos de lograr la suficiencia pensional, es decir, si están cercanos de alcanzar su objetivo. Además, Bosch y Madrian coinciden en que es importante que las reformas consideren los positivos resultados de la economía del comportamiento para conseguir sistemas de ahorro voluntario modernos (como, por ejemplo, la característica de enrolamiento automático en el plan de pensiones británico NEST).

I. Reformas pendientes a los sistemas de pensiones

Mariano Bosch señala que el desafío pensional es un problema que se va a intensificar durante

premios y autor y co-autor de varias publicaciones académicas en materia de finanzas y pensiones.

³ Brigitte Madrian es Decana y Marriot Distinguished Professor en la Escuela de Negocios Marriot de la Universidad Brigham Young, donde posee una cátedra conjunta en el Departamento de Finanzas y en el Instituto de Servicio Público y Ética George W. Romne. Es una reconocida experta en Economía del Comportamiento y Finanzas de los Hogares. Su investigación se encuentra particularmente enfocada en el ahorro de los hogares y el comportamiento de la inversión. Su trabajo de investigación ha sido referencia en el diseño de planes de ahorro y ha influenciado reformas en materia de pensiones en Estados Unidos y otros países del mundo.

los próximos años, si no se abordan de manera adecuada las reformas estructurales de los sistemas de pensiones en la región. El autor plantea cinco estrategias clave que se pueden implementar de forma inmediata para mejorar los sistemas de pensiones, que son de utilidad tanto si el gobierno está enfrentando la introducción de una reforma pensional o ésta se está debatiendo en el parlamento. Además, en la ausencia de una reforma concreta, estas estrategias pueden ayudar a avanzar mientras se decide qué tipo de reforma requiere el país.

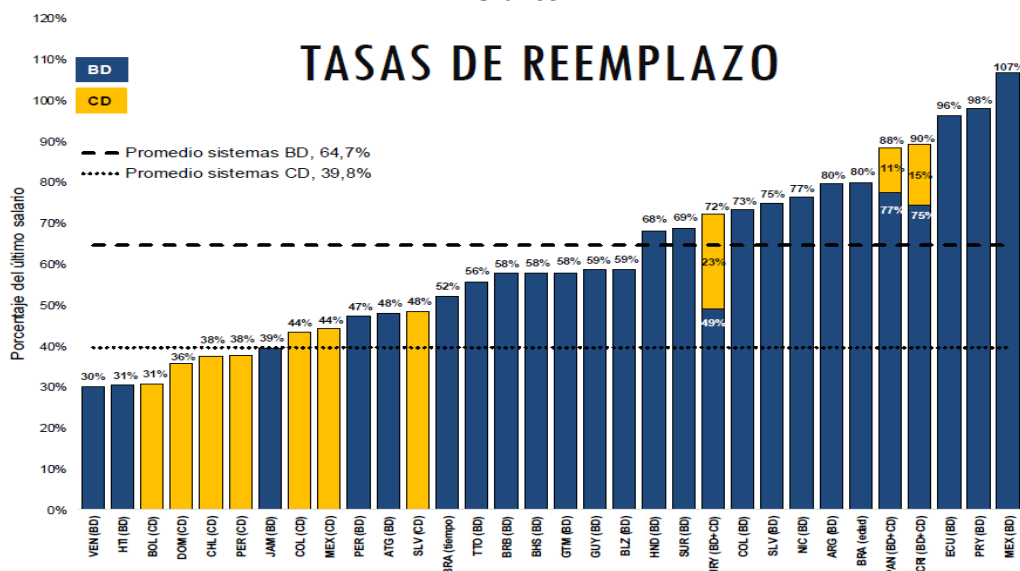
Cinco estrategias:

1. **Objetivo de pensión:** Un paso previo indispensable a cualquier reforma pensional debe ser una discusión profunda en la sociedad civil sobre el objetivo de tasa de reemplazo que el sistema de pensiones generará, sea éste de reparto o de capitalización individual. Dicha tasa podría ser 20%, 40% o incluso 60%. Lo importante es tener un objetivo delineado, porque esta claridad facilita mucho a la discusión. Si no existe un objetivo claro, es imposible informar a los participantes de un esquema pensional sobre el estado en que se

encuentran en términos de lograr la suficiencia pensional, es decir, si están cercanos o lejos de alcanzar el objetivo en cuestión. Asimismo, este indicador facilita la tarea del gestor de políticas públicas para entender si se están alcanzando o no los objetivos declarados. También ayuda a alinear los esquemas de inversión para alcanzar dichos objetivos.

En 2018, el BID realizó un estudio sobre las tasas de reemplazo (ver Gráfico 1). Se encontró que un individuo promedio que cotiza durante toda su vida laboral en los países latinoamericanos y del Caribe obtendrá resultados muy variados en función a su respectivo contexto nacional; es decir, depende del tipo de sistema utilizado en su país. Por ejemplo, existe un tema de injusticia intergeneracional en México, ya que si un individuo participa en el sistema antiguo tiene derecho a una tasa de reemplazo de 100% o más y, en el nuevo esquema mexicano, la tasa de reemplazo varía entre 20% y 40%. Por lo tanto, existe una brecha de justicia intergeneracional muy significativa.

Gráfico 1



Fuente: Mariano Bosch.

2. **Redoblar esfuerzos en la fiscalización:** Un gran desafío que encontramos en la región es que muchos no confían en la viabilidad de los esquemas pensionales. Indican que cualquier sistema está destinado a fracasar,

por la elevada informalidad de los mercados laborales en Latinoamérica. Este es sin duda un factor significativo, pero a medida que el equipo del BID ha conversado con los países involucrados, hemos notado que existe una

brecha importante en términos de comprometerse a una política de fiscalización efectiva dirigida a combatir los niveles elevados de informalidad.

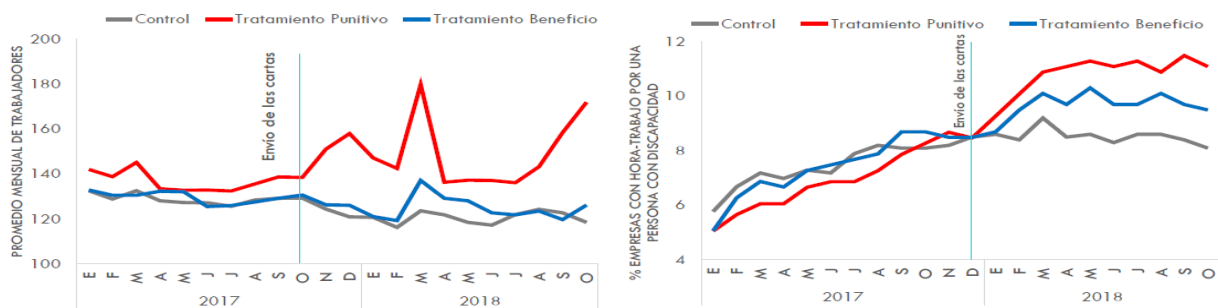
Por ejemplo, la economía peruana tiene uno de los mercados laborales más informales en América Latina. Solamente el 20% de los trabajadores peruanos contribuyen de forma activa a un sistema pensional. Junto a la agencia fiscalizadora de cotizaciones sociales, el equipo BID introdujo una medida muy sencilla. Empezamos a enviar notificaciones a las empresas con más de 50 empleados que tenían una responsabilidad de cotizar a las pensiones de sus trabajadores. Al inicio, se enviaron mensajes

netamente informativos. Después, las empresas recibieron mensajes mucho más enfáticos; es decir, avisamos de que estarían expuestos a multas si no cumplían con el marco regulatorio previsional.

El Gráfico 2 indica que el envío de notificaciones sobre eventuales multas (representadas por la línea roja) tuvo un impacto muy marcado, en términos de la proporción de empresas que optaron por formalizar sus trabajadores. Así es que, mientras es importante reconocer que efectivamente existen impedimentos importantes provenientes de los mercados laborales, nada nos impide avanzar en el combate de la informalidad.

Gráfico 2

Impulsar cobertura activa: formalización

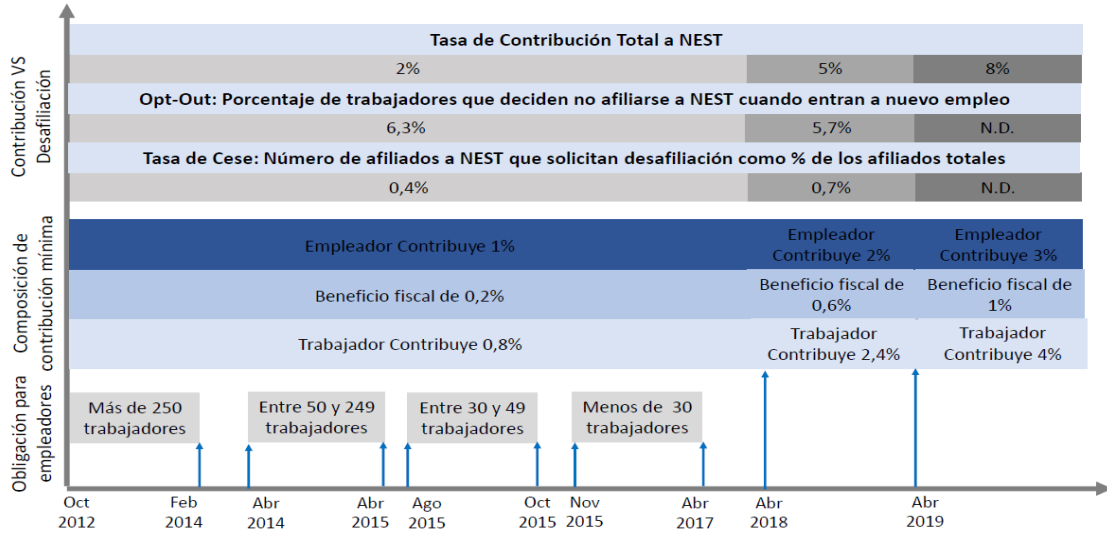


Fuente: Mariano Bosch.

- Sistemas de Ahorro Voluntario modernos:** Para superar las restricciones asociadas con la economía política, en cuanto a incrementar las contribuciones y alcanzar los objetivos de los sistemas de pensiones, una alternativa que existe es implementar y desarrollar los sistemas de ahorro voluntario modernos. Existen ejemplos muy útiles provenientes de una variedad de contextos nacionales, pero se destaca el ejemplo del NEST (*National Employment Savings Trust*), donde hay una obligación por parte de todas las empresas formales a ofrecer un programa de ahorro voluntario a sus trabajadores. Hay una opción estatal, en el caso de las empresas que no logran encontrar un proveedor del plan.

El programa empezó en 2012 con un enfoque en las empresas más grandes; es decir, con más de 250 trabajadores. Comenzó con tasas de contribución muy menores de alrededor de 1% con una pequeña ayuda fiscal, en el caso de los trabajadores, la cual fue agregada a una contribución proveniente del empleador. Poco a poco, empezaron a incluir a empresas de escala menor. Recientemente, empezaron a aumentar la tasa de contribución. La afiliación ha aumentado de forma dramática gracias a la introducción de este programa y pocas personas han optado por no incrementar la tasa de contribución voluntaria (ver Gráfico 3).

Gráfico 3



Fuente: Mariano Bosch.

Entonces, en países como México, Colombia y Perú donde ya existen programas de ahorro voluntario, se requiere un esfuerzo regulatorio y una iniciativa proveniente de la entidad fiscalizadora, para iniciar el proceso. Es una alternativa que está disponible hoy, que no requiere una reforma pensional para implementarlo y que será de gran utilidad en países donde es necesario aumentar la tasa de contribución obligatoria, pero existen fuertes restricciones políticas que impiden un aumento significativo de ella.

4. **Ajustes paramétricos automáticos:** Es cada vez menos factible tener debates pensionales cada cinco años dentro de nuestra región. Las discusiones que hemos visto en Chile, en Colombia y en Perú han aclarado una nueva realidad: introducir reformas pensionales que no son populares, implica un gran costo político para los funcionarios encargados de generar política pública previsional. Por lo tanto, hay que empezar a introducir los cambios mediante ajustes automáticos que ocurren por sí mismos como consecuencia de cambios demográficos a través del tiempo. Los ajustes automáticos tienen una relación muy fuerte con la primera estrategia, ya que la definición de un objetivo de pensión le da

sustento a los ajustes paramétricos necesarios para poder alcanzarlo.

Algunos países han introducido reglas de ajuste. En Brasil tienen una regla de inicio de pensión que se ajusta en función al momento en que se retira un individuo. En España, recientemente estaban debatiendo cómo ajustar el sistema de beneficio definido. Entonces, estas son medidas que se deben contemplar en los procesos de reforma.

5. **Rendición de cuentas:** Por último, es importante introducir mecanismos mucho más restrictivos en términos de la rendición de cuentas a la población. El gasto público más significativo de casi todos los países de América Latina es y continuará siendo, la proporción de recursos dirigidos a cubrir las pensiones. Por lo tanto, es necesario generar una rendición de cuentas a los ciudadanos, donde se señale con claridad en qué se está gastando el dinero. Muchos sistemas pensionales latinoamericanos son extremadamente regresivos y hay muy poca visibilidad de ello. Este tipo de evolución es necesaria para abordar los desafíos de reforma actuales y futuras.

II. Asignación dinámica de activos basada en modelos generacionales como solución óptima para financiar las pensiones

Identificar un objetivo pensional racional, alcanzable y adecuado

Para poder hablar de un marco pensional óptimo, Robert Merton señala que resulta preferible determinar el objetivo global del sistema. Por lo tanto, es esencial abordar el desafío de la suficiencia pensional, definiendo a qué nos referimos con una pensión adecuada.

“Una pensión adecuada es un ingreso vitalicio que permite – mediante la protección contra la inflación – mantener el mismo nivel de vida que una persona tiene al terminar la fase económicamente activa.”

Cabe notar que se ha optado por un enfoque en el ingreso pensional en vez de la cantidad de activos acumulados en una cuenta. Por lo tanto, no hay que interpretar la suficiencia pensional en términos de un balance de, por ejemplo, 20 millones o 200 millones de pesos. Al contrario, se debe evaluar la capacidad de generar el nivel de ingresos necesarios para alcanzar un determinado nivel de vida a futuro. Es decir, si bien hay veces en que el fondo acumulado se ve muy grande, cuando éste se traduce en la pensión que es capaz de financiar, resulta insuficiente. Por ello, es recomendable poner la atención en la pensión que se está financiando.

La nueva solución: Determinantes estructurales para alcanzar una pensión adecuada

La siguiente lista contiene los factores fundamentales para diseñar un marco pensional óptimo, sin limitar la flexibilidad e innovación:

1. Fijar un objetivo pensional único: la sustitución de ingresos.
2. Abordar los riesgos en términos de ingresos pensionales; es decir, evaluar el riesgo de deficiencia de ingresos, y no la volatilidad de los retornos.

3. Generar una estrategia de asignación de activos que aborde los riesgos de la deficiencia de ingresos pensionales.
4. Hacer uso eficiente de todos los activos pensionales.
5. Ofrecer un servicio personalizado basado en las características de cada cuenta individual.
6. Ajustarse a los cambios del mercado, así como a la vida personal del afiliado.
7. Generar estrategias que aborden la potencial apatía o falta de interés de algunos aportantes.
8. Entregar solo datos de relevancia al aportante, así como las alternativas de acción disponibles para mejorar su pensión.
9. Ofrecer estrategias de inversión robustas y de bajo costo.
10. Ofrecer una transición impecable y flexibilidad en la etapa de desacumulación.

¿Cómo difiere la nueva solución de la práctica actual?

El Cuadro 1 muestra la diferencia entre los fondos de fecha objetivo (TDF, por sus siglas en inglés) tradicionales y la nueva solución propuesta. La primera diferencia es que los TDF tradicionales, normalmente no especifican un objetivo bien delineado. Tampoco informan al afiliado sobre los parámetros relevantes necesarios para determinar en qué estado se encuentra en términos de suficiencia pensional. Los TDF optan por impulsar la acumulación de ahorros para el retiro. Es decir, en vez de enfocarse en la suficiencia pensional, están enfocados en la generación de riqueza pensional. La nueva solución, en cambio, está enfocada en fijar un objetivo tangible y entendible, en este caso, cuánto dinero necesita el trabajador para mantener un determinado nivel de vida.

En términos de la manera en que se miden los riesgos involucrados, la estrategia convencional empleada por el sector de TDF está enfocada en los retornos del portafolio, mientras que la nueva estrategia está enfocada en potenciales deficiencias de ingreso; es decir, en la volatilidad del coeficiente de financiación (*funded ratio*). El

funded ratio corresponde a cuánto ingreso se puede comprar con el fondo total acumulado, dividido por el objetivo de ingreso pensional.

La perspectiva convencional intenta definir el éxito en términos de la cantidad de riqueza pensional acumulada, mientras que la nueva solución trata de entregar una explicación clara de qué tan cerca está un individuo de alcanzar su objetivo de ingreso pensional. Así, se trata de comunicar la situación en términos del llamado *funded ratio*, es decir, si alcanzo un coeficiente de financiación de 90%, quiere decir que he alcanzado el 90% de mi objetivo de ingreso pensional.

La última diferencia entre estos dos enfoques dice relación con la estrategia de asignación de activos. En un TDF tradicional, los parámetros funcionan en base a la edad. En otras palabras, no se toman en cuenta los datos personales de los aportantes individuales del fondo. Ahora, si bien los TDF no constituyen una opción óptima, éstos son mejores de lo que existía antes ser introducidos. La nueva solución, por su parte, utiliza tanto la edad, como los datos personales de los trabajadores, para informarles sobre la construcción de su pensión.

Cuadro 1

| | Enfoque convencional de fecha objetivo (TDF) | Nueva solución |
|--|--|--|
| Objetivo de inversión | Acumulación de ahorros <i>No hay objetivo de ahorro específico</i> | Ingreso en el retiro <i>Objetivo de ingreso deseado específico</i> |
| Medición del riesgo | Volatilidad de retornos del portafolio | Volatilidad del funded ratio <i>Deficiencias de ingreso</i> |
| Medición del éxito | Cantidad de riqueza pensional acumulada | Funded ratio <i>Relativo al objetivo de ingreso deseado</i> |
| Estrategia de asignación de activos | Proporciones genéricas <i>Sólo basadas en la edad</i> | Dinámica e individualizada <i>Basada en la edad, ingreso, funded ratio</i> |

Fuente: Robert Merton.

Impacto de las tasas de interés sobre la financiación de la pensión

Si un individuo compra \$100.000 de ingresos vitalicios (protegido contra la inflación), ¿cómo se calcula cuánto cuesta dicho nivel de ingreso? Todo opera en torno a un solo factor: la tasa de interés; es decir, a mayor tasa de interés menor costo.

El Gráfico 4 muestra cuánto cuesta comprar una cantidad fija de ingreso pensional en el mercado estadounidense. Lo más impresionante es que la línea no es constante. De hecho, alcanza un nivel de fluctuación casi tan marcado como la bolsa de valores. Esto implica que una vez que

determinamos cuánta riqueza tenemos, hay que considerar que existe un elevado riesgo en términos de cuánto ingreso pensional podemos comprar, lo cual se deriva directamente del riesgo generado por la tasa de interés.

Riesgo de tasas de interés para los jubilados durante la fase de acumulación de recursos

El Gráfico 5 da una idea del mercado mexicano en términos de ingreso pensional. Este muestra el comportamiento de las tasas de interés real y nominal entre 2006 y 2018, es decir, el rendimiento de los bonos a largo plazo dentro de la economía mexicana. La diferencia en ingreso para alguien que se jubila en el momento de

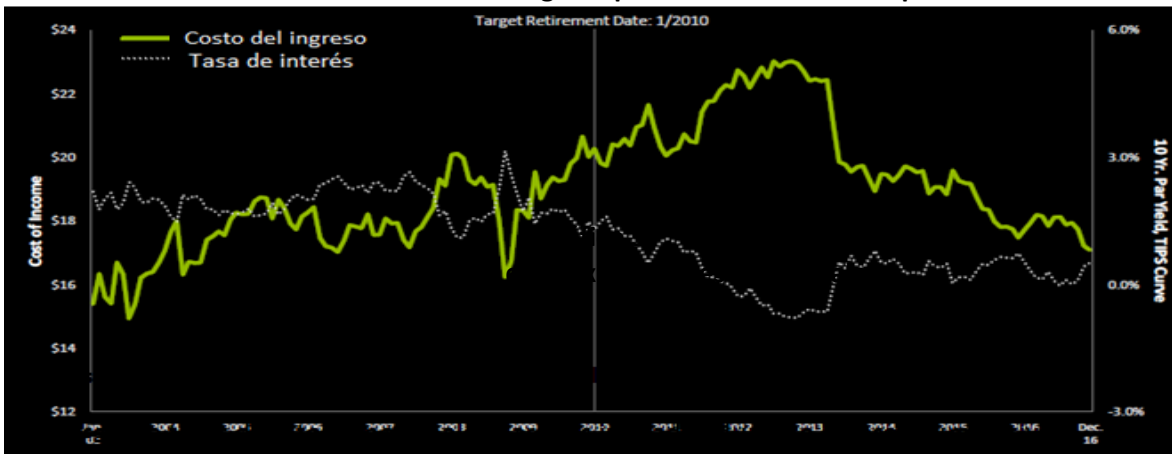
mayor tasa de interés real versus si esa misma persona se jubila en el momento de menor tasa de interés real, es de 29%, mientras que repitiendo el ejercicio con la tasa de interés nominal esta diferencia llega a un 37%.

El tiempo promedio necesario para proteger una renta vitalicia inmediata es de 11 años para la tasa de interés real y de 9 años para la tasa de interés nominal. Dado que la regulación obliga a informar a los afiliados sobre los activos bajo gestión, los administradores de activos usualmente ponen más énfasis sobre la

volatilidad de la riqueza que en la volatilidad del ingreso para el retiro, optando así por duraciones más cortas de lo apropiado, lo que aumenta el riesgo del nivel de pensión a medida que el trabajador se acerca al momento de su jubilación.

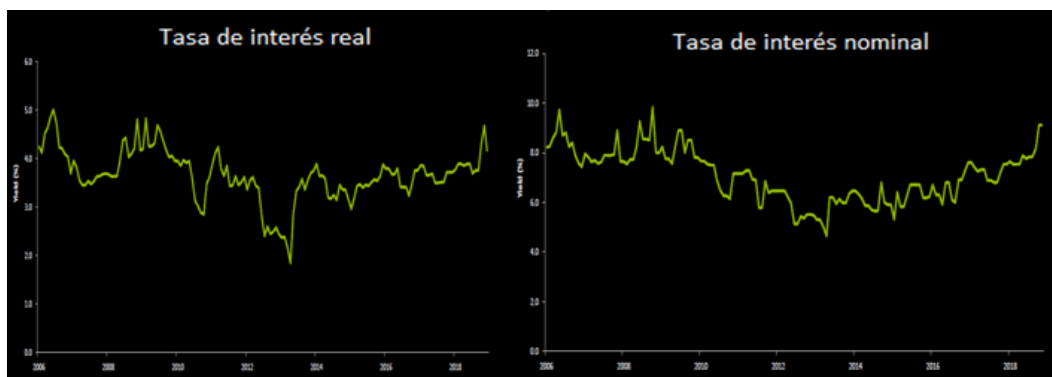
Hay una manera bastante sencilla de remediar este escenario: modificar el marco regulatorio de los esquemas de contribución definida para que estén obligados a informar sobre el coeficiente de financiación (*funded ratio*).

Gráfico 4
Midiendo el costo del ingreso para el retiro en el tiempo



Fuente: Robert Merton.

Gráfico 5
Tasas de interés en México. Reales y nominales



Fuente: Robert Merton.

Coficiente de financiación versus valor de activos netos

Para proporcionar otro ejemplo se presenta el Gráfico 6. A mano izquierda se pueden apreciar los retornos de los Bonos del Tesoro de EE.UU. a 90 días, los cuales son bastante estables. Sin

embargo, en términos de ingreso pensional, los Bonos del Tesoro de EE.UU. a 90 días son uno de los activos más riesgosos que un individuo puede tener. Uno debe determinar qué activo de cobertura es el más apropiado con respecto a su objetivo de jubilación. Por ejemplo, la volatilidad de los Bonos del Tesoro implica un nivel mínimo

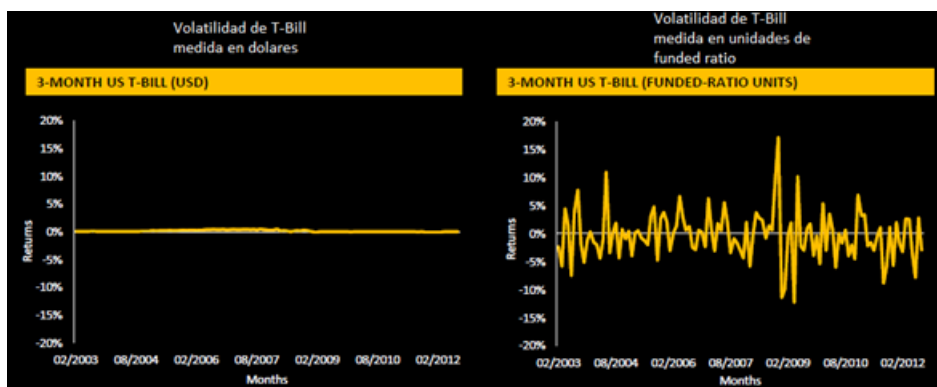
de riesgo cuando se considera únicamente como un valor de activo. Sin embargo, cuando estos instrumentos se miden en unidades de *funded ratio*, se detectan altos niveles de riesgo (ver lado derecho del Gráfico 6).

Riesgo y retorno: la riqueza versus el ingreso pensional

La dinámica entre riesgo y retorno requiere una gestión adecuada. Para hacerlo, el primer paso es medir el *trade-off* riesgo-retorno correctamente. En el lado izquierdo del Gráfico 7 se incluyen los activos usuales [bonos del tesoro (bajo riesgo, bajo retorno), acciones (alto riesgo,

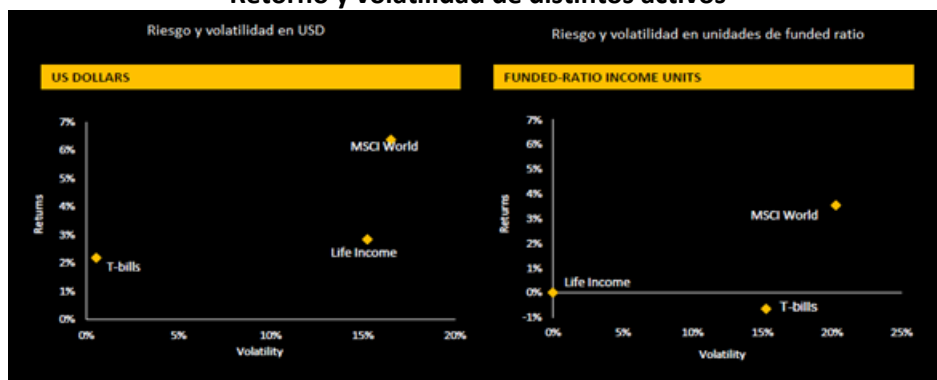
alto retorno) y rentas vitalicias (bajo retorno, alto riesgo)] y el trade-off riesgo-retorno se mide en US dólares. Sin embargo, cuando el trade-off riesgo-retorno se mide en términos de unidades del *funded ratio*, la renta vitalicia resulta ser completamente libre de riesgo: paga un ingreso pensional de por vida, pase lo que pase. En tanto, las acciones, si bien generan retornos impresionantes, también generan niveles de riesgo bastante marcados. Los Bonos del Tesoro, a su vez, generan casi el mismo nivel de riesgo que las acciones, pero con potenciales retornos mucho menores. Entonces, en estas circunstancias los Bonos del Tesoro constituyen casi la peor alternativa disponible.

Gráfico 6
Volatilidad de los Bonos del Tesoro en Estados Unidos, distintas medidas



Fuente: Robert Merton.

Gráfico 7
Retorno y volatilidad de distintos activos



Fuente: Robert Merton.

Afortunadamente, la reciente reforma implementada en México permite a los participantes del fondo evitar una dinámica particular que ocurre en la economía de los Estados Unidos. El Cuadro 2 muestra la fecha objetivo de algunos fondos (el año en que el trabajador comienza a desacumular recursos),

así como la duración promedio de los activos de renta fija estadounidense que se encuentran en el portafolio, expresada en años. El escenario demuestra cómo los TDF suelen asignar recursos a instrumentos de vencimiento muy corto. Esto es desconcertante, ya que mientras que un fondo que no comienza a pagar pensiones sino hasta el año 2035, y luego continúa pagando

durante otros 20 años, implica un horizonte relativamente largo.

¿Qué explica la preferencia por tantos instrumentos de corto plazo? Esto significa que casi todos los TDF en Estados Unidos están exponiendo a los participantes de su fondo a enormes riesgos de tasas de interés. ¿Cuál es la lógica detrás de tal postura? Esto se debe principalmente al hecho de que los administradores de activos se centran en mostrar el valor del activo bajo gestión para financiar a los participantes. Si ellos toman bonos a largo plazo y se mueven las tasas de interés, se crea una gran volatilidad de valor. A la gente no le gusta ver este tipo de dinámica, se molesta y tal vez se cambien a otro TDF. Por lo

tanto, para no molestar a las personas, los administradores de activos generalmente tienden a seguir estrategias de inversión extremadamente desaconsejables, producto de la presión por mostrar resultados positivos en términos del valor de los activos.

Muchos detractores pueden afirmar que el público se sentirá incómodo si se cambia a una estrategia orientada hacia el nivel de los ingresos en la jubilación. Sin embargo, nadie sugiere que los administradores de activos no revelen el valor de los fondos. Simplemente se intenta sugerir que el nivel ingreso pensional sea nuestro enfoque principal y que el valor de los fondos quede en un nivel de importancia secundario.

Cuadro 2

| <i>Fecha objetivo</i> | <i>Duración promedio de activos de renta fija, en años</i> |
|-----------------------|--|
| 2005 | 4.99 |
| 2010 | 5.14 |
| 2015 | 5.10 |
| 2020 | 5.37 |
| 2025 | 5.61 |
| 2030 | 5.88 |
| 2035 | 6.18 |
| Todos los años | 5.43 |

Fuente: Robert Merton.

Lo anterior constituye una forma mucho mejor de explicar los problemas de adecuación de las pensiones a las personas. Si un individuo, por ejemplo, gana \$50.000 por año, y ve que está en camino a tener \$ 30.000 por año durante la jubilación, estará más motivado hoy para tomar medidas correctivas, y será consciente de que necesita aumentar su tasa de ahorro. Podemos determinar de inmediato dónde estamos en el espectro de ingresos de jubilación. Por el contrario, si simplemente le indicamos a un participante de un fondo mexicano que tiene \$2 millones en su cuenta, no tendrá idea de cómo está su situación en términos de los ingresos que obtendrá en la jubilación.

Ahora se tiene la oportunidad de enseñarles a los afiliados otra forma de ver su estado de ingresos en la jubilación, mediante cambios en los marcos regulatorios. México es la primera nación en el mundo en introducir tal medida. Sudáfrica está discutiendo la introducción de dicha reforma, y

en Estados Unidos se planea hacer el cambio próximamente.

Cómo se construye la nueva solución

Para construir una nueva solución es necesario encontrar una trayectoria óptima para asignación activos en cada momento del tiempo, la que debería aplicar la teoría del ciclo de vida para considerar la evolución del capital humano y el capital financiero, y gradualmente volverse más conservadora con el tiempo. Luego, uno debe asegurar que la combinación de activos proporcione un crecimiento razonable a través de una exposición diversificada a acciones y activos de cobertura. Por último, la gestión del riesgo del nivel de ingreso pensional debe abordarse identificando el saldo de los activos que permite reducir la incertidumbre en relación con el objetivo de pensión de cada afiliado.

Luego, lo que corresponde hacer es integrar todas las fuentes de ingreso para el retiro, con el

fin de generar una “hoja de balance” personal para cada aportante. El Cuadro 3 contiene una

lista de todas las fuentes de ingreso para el retiro para un aportante de clase media en México.

Cuadro 3

| Activos | Pasivos |
|--|-------------------------------|
| SIEFORES/ISSSTE Plan pensional de contribución definida Plan ocupacional de beneficio definido Pensión básica del Estado Contribuciones proyectadas (es decir, capital humano) | Objetivo de ingreso pensional |

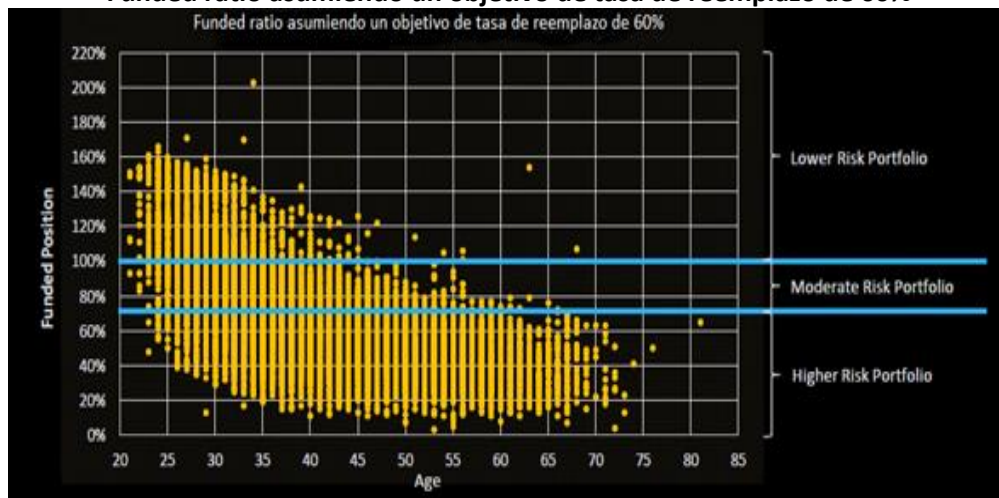
Fuente: Robert Merton.

En este caso el factor determinante principal es el activo llamado “contribuciones proyectadas”. Si un individuo tiene 30 años de edad, estará generando contribuciones durante los próximos 35 a 40 años. Sin embargo, si una persona tiene 55 años, lo más probable es que será capaz de generar 10 años más de contribuciones. Por lo tanto, los trabajadores jóvenes poseen una cantidad de capital humano enorme en términos de sus futuras contribuciones. La mayoría de los activos que los trabajadores poseen en términos de su capacidad de generar ingreso pensional a futuro son relativamente seguros. Por lo tanto, en los más jóvenes es racional que se utilice una estrategia de inversión más agresiva. Este concepto es la lógica subyacente de una asignación de activos más riesgosa.

El Gráfico 8 muestra el estado de los individuos frente a su objetivo de ingreso para el retiro en un plan de pensiones ocupacional de Canadá. Claramente, los aportantes dentro de un mismo grupo etario requieren portafolios con distinto riesgo, porque mientras muchos están logrando sus objetivos de ingreso pensional, otros necesitan tomar medidas correctivas para cerrar su respectiva brecha entre su pensión proyectada y su pensión objetivo. Por lo tanto, en términos estrictamente empíricos, el supuesto de que todos dentro del mismo grupo etario tienen las mismas necesidades de ingreso pensional es problemática, incluso en escenarios donde todos los participantes de un determinado fondo trabajan en el mismo lugar.

Gráfico 8

Funded ratio asumiendo un objetivo de tasa de reemplazo de 60%



Fuente: Robert Merton.

Para realizar una asignación de activos dinámica, es necesario primero tener en cuenta el balance

generado en la cuenta previsional, las contribuciones, el salario, la edad, la fecha de

jubilación esperada, y el objetivo de ingreso pensional. Todo ello permitirá determinar qué tan cerca están los trabajadores de alcanzar su objetivo de ingreso para el retiro.

Posteriormente, es necesario evaluar la asignación de activos dinámica para cada participante en términos de cambios en el mercado, así como en las circunstancias particulares de los individuos. Al final del día, se trata de una asignación basada en el *funded ratio* y el capital humano.

Mientras es posible generar un TDF para cada participante dentro de un determinado grupo, es un poco más eficiente categorizar a los individuos en grupos. Robert Merton ha diseñado este tipo de soluciones personalizadas, y es factible generar soluciones para cada aportante dentro de un plan a costo relativamente bajo. Sin embargo, es mucho más común categorizar a los aportantes en grupos basándose en un determinado conjunto de características.

El primer paso es reunir datos sobre los participantes individuales, y en tal caso la mejor estrategia es utilizar la información ya disponible en las bases de datos para construir grupos. En base a esto se determina qué tan cerca está el aportante de su objetivo de ingreso pensional y se asigna una combinación de activos más adecuada. Luego de 12 meses, se efectúa el análisis del aportante en términos de su coeficiente de financiación, sueldo, cambios laborales y otros factores. Con esto se determina el mejor TDF y se realiza el cambio. En estas circunstancias, las personas se mueven dinámicamente de un TDF a otro en función de su *funded ratio*, así como de cualquier factor individual y de mercado que intervenga. Los TDF tradicionales no ejecutan este análisis, y simplemente permanecen enfocados en la edad de un individuo, en detrimento de todos los demás factores involucrados.

Implementación

Un sistema de información para el aportante mediante datos enfocados en el ingreso pensional es mucho más fácil de introducir que un ajuste dentro del sector de TDF. Los

administradores de fondos pueden temer que este tipo de estrategia atentará contra sus estrategias de retorno total, pero no es el caso. Hay que percibir los informes orientados a informarse sobre la suficiencia pensional como una simple transición hacia otra divisa. Por ejemplo, un administrador de fondos en México no tendrá ningún problema en empezar a manejar los recursos de personas que viven dentro de EE.UU. El único factor que cambia en este escenario es la divisa involucrada. Las estrategias generales de inversión no cambian. Por lo tanto, hay que percibir la nueva divisa como el ingreso pensional, la cual está reemplazando a la divisa anterior: la riqueza pensional. Si bien es un cambio importante, el grado de dificultad involucrado para el sector previsional es limitado.

El aspecto más complicado de la implementación involucra casos en los que las carteras se mueven mucho. Dada la cantidad de activos gestionados involucrados, cuestiones como la liquidez de los mismos se vuelven cada vez más relevantes. En ese sentido, se debe garantizar que la asignación dinámica de activos ocurra de manera eficiente y rentable.

La forma más eficiente de mejorar las tasas de rendimiento en México es aumentar la diversificación internacional de las carteras, pero por lo pronto se ha hecho un gran cambio normativo ya que se trata de la primera nación en incorporar los ingresos pensionales en la asignación dinámica de activos.

III. El rol de la economía del comportamiento para los resultados sobre el ahorro pensional voluntario

La economía del comportamiento incorpora perspectivas provenientes de la economía, así como de otras disciplinas conductuales como la psicología, sociología y otras, con el fin de enriquecer los modelos económicos para mejorar nuestra habilidad de comprender y predecir el comportamiento humano, los resultados del mercado y las políticas públicas.

Brigitte Madrian señala que un concepto proveniente de la economía del comportamiento que tiene mucha aplicabilidad

a la toma de decisiones financieras es la “arquitectura de la elección”. La literatura indica que, tal como se aplican los parámetros arquitectónicos a los espacios físicos, con vistas diseñar un espacio que cumpla con los requerimientos de los usuarios de un edificio y otorgar una experiencia positiva dentro de dicho espacio, también se puede evaluar la arquitectura de la elección en términos de su habilidad de generar un escenario que optimice los resultados de los individuos mediante una toma de decisiones adecuada.

A continuación, se identifican algunos de los aspectos centrales de la arquitectura de la elección, y cómo se pueden utilizar para generar mejores resultados sobre ahorro pensional en las sociedades.

1. El proceso por el cual se toma una decisión

Existen dos escenarios típicos en términos de las estrategias que un empleador puede utilizar para fomentar una cultura de ahorro en el lugar de trabajo. En el primer escenario, el plan requiere que los trabajadores tomen la responsabilidad de inscribirse en un plan y empezar a acumular ahorros (la opción por defecto es “hacer nada”). En el segundo escenario, el empleador asegura que los trabajadores estén inscritos automáticamente en un determinado plan de ahorro (la opción por defecto es “ahorrar”). En este último escenario de enrolamiento automático, si el trabajador opta por no hacer nada, dado que la opción por defecto es “ahorrar”, el resultado final es que

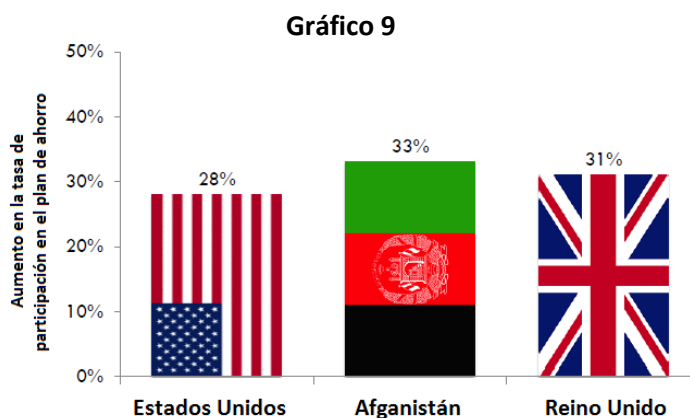
2. La estructura de las opciones

En términos del ahorro, una de las decisiones cruciales es la de escoger una determinada asignación de activos.

⁴ Sesgo hacia el presente (tendencia a la procrastinación): el enrolamiento automático ayuda a disminuir este sesgo, es decir, la tendencia humana de postergar las decisiones de ahorro. Obligar los participantes de salir del plan de pensiones es la mejor manera de combatir la tendencia

empieza a generar riqueza para el retiro. Claramente, el primer escenario contiene una gran deficiencia, ya que, si la persona no toma una decisión, nunca empieza a asignar recursos a su cuenta de ahorro previsional.

Los resultados del enrolamiento automático son significativamente robustos. Como se puede apreciar en el Gráfico 9, utilizar una estructura de este tipo correlaciona con un aumento de entre 28% a 33% de la tasa de participación en un determinado plan de ahorro. Algunas de las razones que explican la efectividad del enrolamiento automático son que, por un lado, simplifica el comportamiento (en un escenario por defecto, no requiere que las personas actúen para que el resultado sea “ahorrar”), y por otro, aborda simultáneamente variados sesgos conductuales (tales como el sesgo hacia el presente⁴, y la racionalidad y atención limitada).



Fuente: Brigitte Madrian.

¿Qué se sabe sobre la manera en que la estructura de las opciones de inversión influye sobre los resultados?:

1. Cuando los individuos tienen una cantidad elevada de opciones de inversión, suelen enfocarse más en aquellas que son más fáciles de evaluar, es decir, en las alternativas más

humana de postergar las decisiones de ahorro, porque nos asegura que, si no somos capaces de tomar una decisión, los ahorros previsionales empiezan a acumularse por sí mismos.

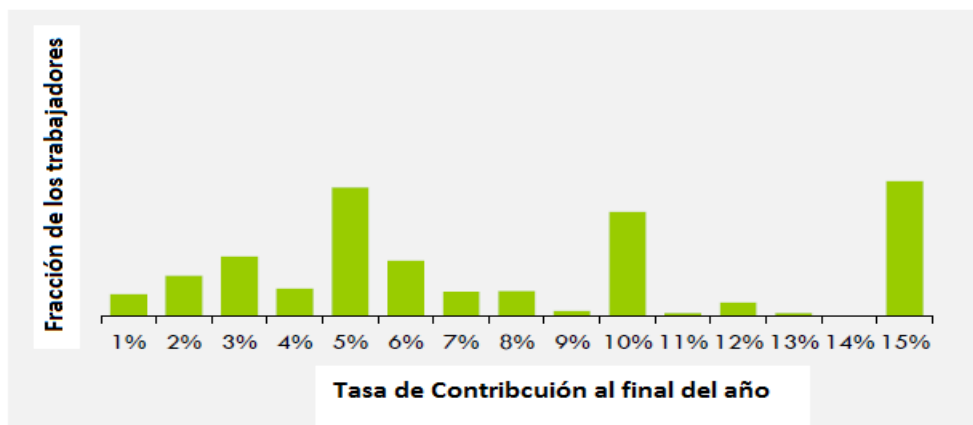
familiares, tales como acciones de empresas domésticas (sesgo local). Esto trae como consecuencia una tendencia a invertir menos en las acciones de empresas internacionales.

2. Los seres humanos también asignamos una mayor ponderación a la opción de inversión por defecto, de modo que, si no se toma una decisión, una gran cantidad de los recursos terminan dentro de la alternativa por defecto generada por el proveedor de servicios financieros.
3. Las personas siempre se enfocan más en las alternativas de inversión que aparecen al inicio o al final de una determinada lista.
4. El número de opciones incluidas en un determinado escenario de decisión es clave. Un estudio realizado hace algunos años atrás examinó la relación entre cuántas personas optaron por inscribirse en un plan de ahorros y la cantidad de opciones disponibles en términos de asignación de activos. Los investigadores encontraron que por cada 10 fondos adicionales agregados al menú de opciones existe una reducción de 2 puntos porcentuales en la propensión a participar en el plan de pensiones. Ello se explica porque un aumento en el

número de opciones disponibles tiene una correlación directa con un aumento en la complejidad en el proceso de toma de decisiones.

5. Cuando se evalúan los niveles de las tasas de ahorro de las personas, no existe una distribución normal ordenada. Al contrario, se termina con una distribución como se puede apreciar en el Gráfico 10. El patrón de conducta que observamos es que las personas normalmente escogen múltiplos de cinco; por ejemplo, prefieren ahorrar 5%, 10%, o 15% de su sueldo. Este comportamiento es de esperar, porque claramente estas cifras son más fáciles de gestionar.
6. La estrategia que utilizamos para presentar datos relevantes al trabajador es muy relevante. En un estudio realizado por el Banco Mundial en México y Perú, los investigadores ofrecieron cuatro productos de ahorro, presentando a los participantes las cantidades involucradas en términos de porcentajes, así como en pesos. Los investigadores encontraron que los individuos eran mucho más propensos de escoger el producto de ahorro con más rendimiento si las comisiones estaban expresadas en pesos.

Gráfico 10



Fuente: Brigitte Madrian.

Guía para planificar el ahorro

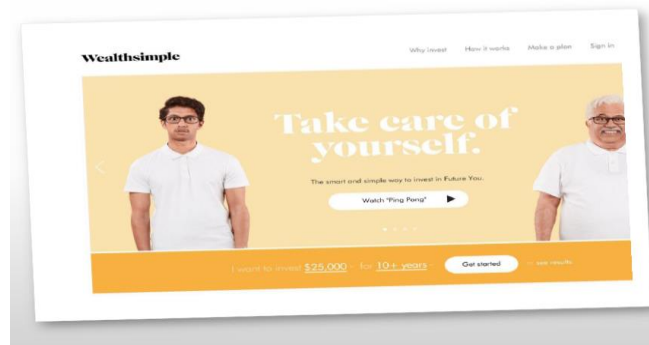
Una herramienta efectiva y de bajo costo para las empresas que buscan mejorar los resultados de ahorro de sus trabajadores, consiste en una guía de los pasos necesarios para empezar a asignar una proporción del sueldo a una cuenta de ahorro previsional. En esta guía se indica cuánto tiempo requiere cada paso, y se dan consejos sobre cómo realizar mejores decisiones. Una guía de este tipo (de extensión máxima de una plana), aumenta en 20% la probabilidad de que los individuos dentro de la empresa opten por inscribirse en un plan de ahorros.

Ver la imagen física propia a futuro

Un punto que los investigadores han empezado a evaluar es la siguiente pregunta: ¿qué motiva a

los individuos a ahorrar para el retiro? Mucha de la evidencia indica que los individuos responden de forma más elocuente frente las necesidades de su “yo futuro”, cuando tienen la oportunidad de ver una imagen física de ellos mismos en el futuro.

La siguiente imagen proviene de una campaña mediática general por una empresa de servicios financieros. La empresa ha tomado a un individuo que aparentemente está en su tercera década de vida, para luego generar su retrato a futuro (en unos 40 más). La lógica detrás de la campaña es que, si las personas tienen una oportunidad de estar cara a cara con su yo futuro, optan por ahorrar más en el presente. Los experimentos realizados apoyan el uso de este tipo de estrategia, ya que la vasta mayoría optan por incrementar su tasa de ahorro cuando tienen la oportunidad de conocer a su yo futuro.



El modo en que se describen las opciones disponibles

Otro aspecto de la arquitectura de la elección es el modo en que uno describe las opciones a las personas que están tomando decisiones. Un interesante estudio intentó evaluar la habilidad de los individuos de medir su expectativa de vida a futuro, un factor importante en términos de tomar decisiones sobre el retiro. En el estudio, los sujetos recibieron dos versiones de la misma pregunta. La primera versión preguntó “¿Cuáles son las probabilidades de que **vivas** hasta “X” edad”? La segunda versión propone la misma cuestión de la siguiente manera: “¿Cuáles son las probabilidades de que **mueras** a “X” edad?”

Los investigadores encontraron que, si se le pregunta a un individuo sobre la probabilidad de que viva hasta una determinada edad, éstos tienden a asumir una postura mucho más

optimista en términos de su expectativa de vida proyectada, con respecto a la que tienen cuando se les pregunta cuándo esperan morir. La lógica detrás de esta diferencia es que la manera en que presentamos la pregunta influye sobre los procesos mentales utilizados por los individuos para evaluar cómo responder. Por ejemplo, cuando se pregunta a los individuos si esperan alcanzar los 95 años de edad, empiezan a pensar en todas las cosas que están haciendo para contribuir a dicho resultado tan positivo, por ejemplo, comer verduras orgánicas o hacer ejercicio. Sin embargo, cuando se consulta en términos de la probabilidad de que un individuo muera a una edad determinada, estamos provocándolos a pensar en un conjunto de factores más negativos (por ejemplo, en los individuos que han muerto en accidentes, o de cáncer, y en los vicios que conducen a una muerte temprana). Así, un ajuste en la presentación de la pregunta tiene un impacto

inmediato sobre la percepción de los individuos en términos de su expectativa de vida esperada.

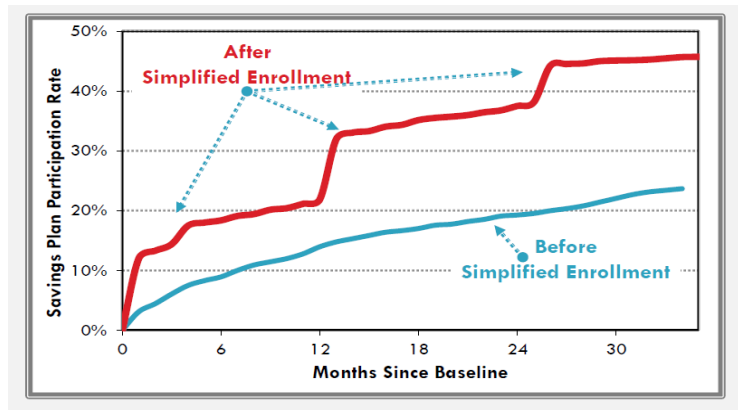
¿Cómo traducir los conceptos anteriores en una arquitectura productiva de la elección? Por ejemplo, la investigación indica que si se logra provocar a las personas a pensar en las razones por las cuales deberían postergar la jubilación, los individuos tienden a jubilarse a mayor edad.

3. El momento de la elección

El último elemento de la arquitectura de la elección es el momento en que uno elige. Un primer estudio analizó las formas en que podría ser posible motivar a los individuos a inscribirse en un plan de ahorro patrocinado por el empleador. En esta instancia no se utilizó un mecanismo de enrolamiento automático, sino una carta con un formulario simplificado de afiliación, con el fin de facilitar el proceso a través del cual los trabajadores se inscriben en el plan. Así, los trabajadores pueden inscribirse en el plan marcando una X en el formulario. Los trabajadores, al reenviar la carta con el formulario completo, quedan inscritos en un plan de pensiones invertido en un fondo diversificado con fecha objetivo (TDF) y a una tasa de contribución del 5% del salario. El Gráfico

11 muestra el impacto que el mecanismo tuvo sobre una población fija de referencia. La línea roja muestra la evolución en la tasa de participación cuando se envían tres cartas con el mensaje de afiliación simplificado (una en el mes cero, otra en el mes 12, y la otra en el mes 24). La línea celeste muestra la evolución en la tasa de participación cuando no hay intervención mediante cartas con mensaje simplificado. Durante el primer año, inicialmente la tasa de participación se incrementó en 12 puntos porcentuales (entre el mes 0 y 1) para los trabajadores a los que les llegó la carta con el mensaje simplificado. Entre el mes 12 y 13 la tasa de participación para este grupo se incrementó en 10 puntos porcentuales (lo que coincide con el envío de la segunda carta), y luego se incrementó en 5 puntos porcentuales entre los meses 25 y 26 (lo que coincide con el envío de la tercera carta). El impacto acumulado de las tres cartas enviadas es elevado: a los 26 meses, hay una tasa de participación de 41%, la que más que duplica a la tasa de participación de 20% que tuvieron los trabajadores que no recibieron la carta con el mensaje simplificado. Es decir, después de tres años, las cartas con mensaje simplificado lograron duplicar el porcentaje de trabajadores que optaron por inscribirse en el plan.

Gráfico 11



Fuente: Brigitte Madrian.

Este estudio ofrece dos lecciones importantes. En primer lugar, una estrategia que simplifica el escenario puede generar dividendos muy significativos. En segundo lugar, el estudio demuestra la importancia crítica de revisar el asunto con los individuos involucrados. Por ejemplo, se podría intentar categorizar el aumento inicial de 12 puntos porcentuales en la

tasa de participación como casi insignificante. Sin embargo, como se puede apreciar del gráfico, el impacto agregado a través del tiempo es enorme. Está dinámica aparentemente constituye más evidencia de que, mientras los seres humanos suelen tener un deseo innato de ahorrar, no logran actuar y empezar a ahorrar. Por lo tanto, es sumamente importante otorgar una segunda e incluso una tercera oportunidad

de tomar una decisión sobre la vejez de su futuro yo.

Momentos clave del ciclo de gastos mensual

Otra estrategia que puede resultar efectiva en términos de mejorar los resultados de ahorro es contactar a los aportantes en un momento clave de su ciclo de gastos mensual. Los hogares que reciben un cheque mensual tienden a funcionar en torno de un ciclo mensual financiero. Al inicio del mes, justamente después de que han sido

remuneradas, las personas tienen muchos recursos disponibles y existe una tendencia a gastar más. Al final del mes, suelen tener menos dinero y son menos propensos a gastar. ¿Cuál de estos dos momentos sería más propicio para pedir que el aportante evalúe su suficiencia previsional? Lógicamente, lo óptimo sería abordar el asunto con los individuos al inicio del ciclo financiero mensual. La evidencia inicial proveniente de experimentos indica que este factor es muy relevante a la hora de diseñar estrategias de contacto con el aportante.

Referencias bibliográficas

Videos de las charlas de la Cuarta Convención Nacional de AFORES, disponibles en Youtube:

Mariano Bosch: <https://www.youtube.com/watch?v=9bkl4RfmdRE>

Robert Merton: <https://www.youtube.com/watch?v=9bkl4RfmdRE>

Brigitte Madrian: https://www.youtube.com/watch?v=mPXn_Yolw70