

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?)

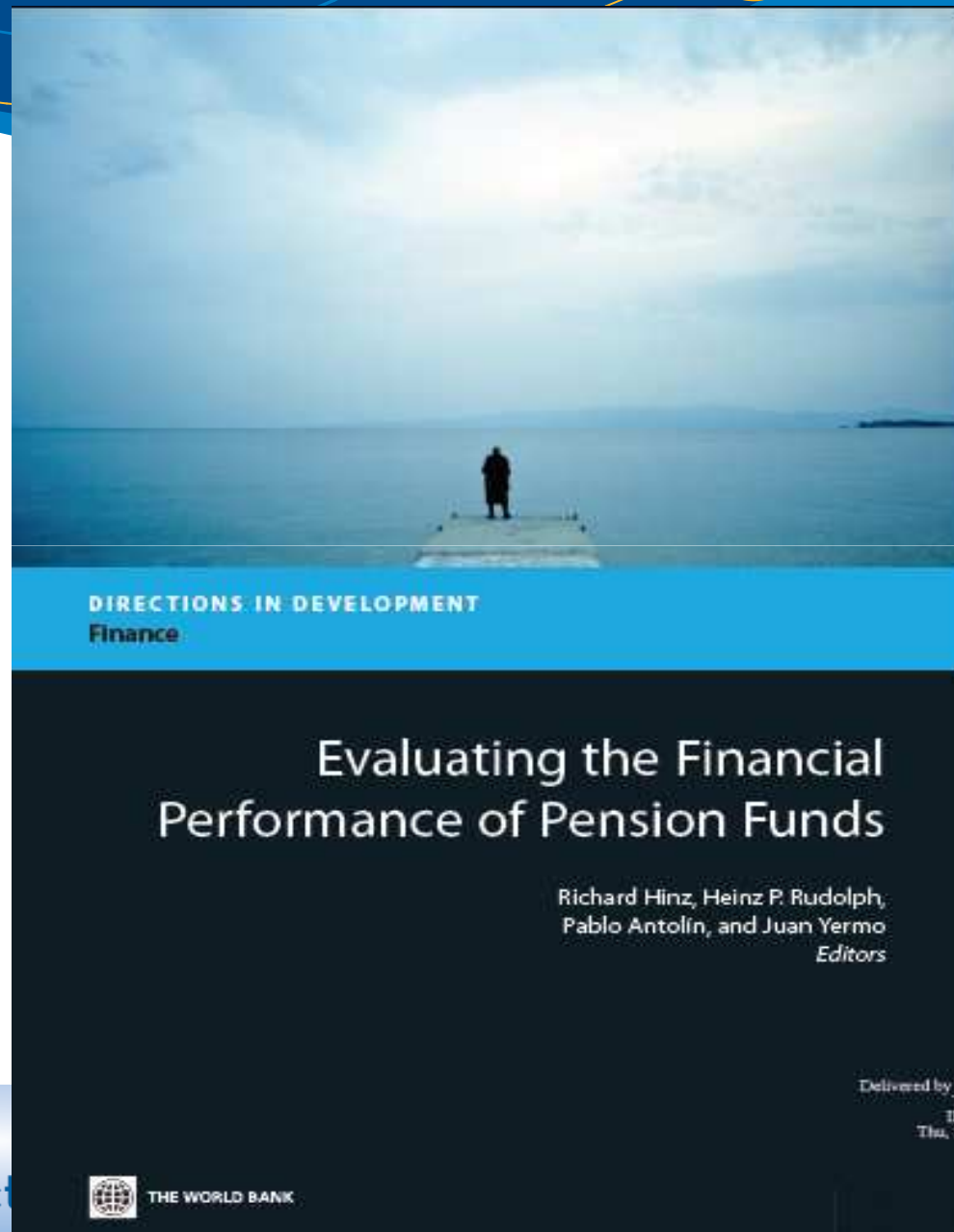
7

# 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.

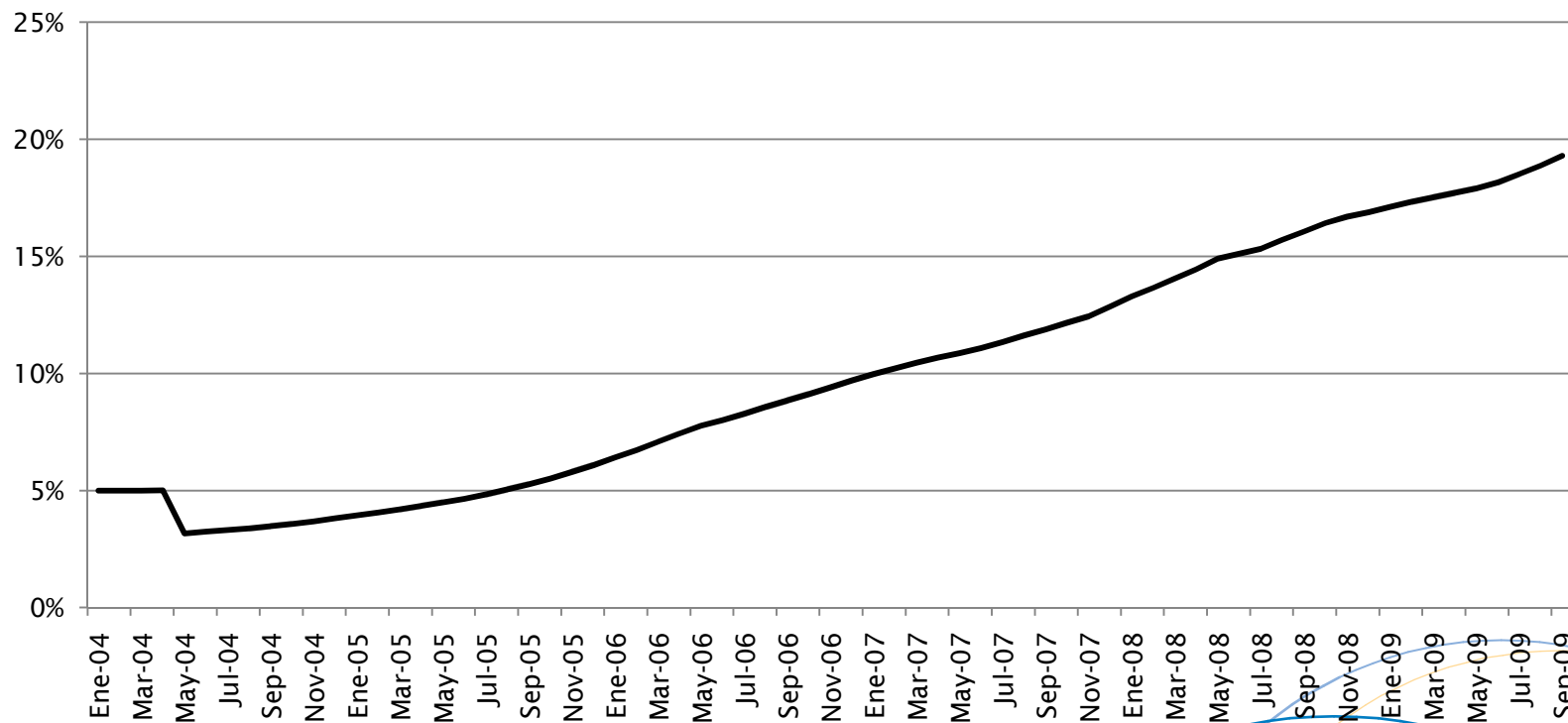
# Disponibilidad de datos

- 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](mailto:hrudolph@worldbank.org)

Heinz P Rudolph  
April 2010  
Cartagena, Colombia

