

DOS FONDOS DE PENSIONES POR AFP *

Augusto Iglesias

El autor propone autorizar a las AFP para que administren sólo dos Fondos de Pensiones: uno sujeto a los actuales límites de inversión y otro que se podría invertir exclusivamente en instrumentos de renta fija de bajo plazo promedio. Podrían optar por este segundo Fondo los pensionados bajo la modalidad de retiro programado, los mayores de cierta edad y quienes hayan presentado solicitud de pensión. En opinión del autor, no se justifica, por el momento, una mayor variedad de Fondos.

Distintas autoridades y comentaristas han pedido que se autorice a las AFP para que administren simultáneamente más de un Fondo de Pensiones, cada uno de ellos con su propia composición de portfolio. Bajo este esquema los afiliados podrían elegir entre AFP y, además, entre los distintos Fondos de una misma AFP. Los objetivos de esta modificación legal serían los siguientes:

- Permitir que los afiliados tengan acceso a portafolios que se ajusten mejor a sus preferencias personales. (El caso más evidente es el de

AUGUSTO IGLESIAS P. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Socio de PrimAmérica Consultores, S. A.

* Comentario presentado en seminario organizado por el Centro de Estudios Públicos el 29 de mayo de 1996.

- afiliados que están próximos al momento de pensionarse y que desean proteger el valor de su capital acumulado.)
- Disminuir los traspasos entre AFP. (Bajo las condiciones actuales, un afiliado descontento con la composición del portfolio del Fondo de Pensiones prefiere cambiarse de AFP, aun cuando esté conforme con los otros servicios que ésta le ofrece, o debe simplemente aceptar un portfolio distinto del que prefiere, si es que no desea perder estos servicios.)
 - Generar incentivos para que los afiliados inviertan en información sobre las características del portfolio y la calidad de la administración de cada AFP. (Se argumenta que como hoy en día los portfolios son prácticamente idénticos entre las AFP, los afiliados no tienen razones para preocuparse por la gestión de inversiones de cada una de ellas.)

A continuación analizaremos críticamente los argumentos en favor de este cambio.

Portfolios ajustados a preferencias personales

La actual prohibición para administrar más de un Fondo no es la causa de la gran uniformidad que se observa en el portfolio de las AFP. Hay al menos otras tres explicaciones para esta situación:

Rentabilidad mínima: En mi opinión, es esta exigencia legal la principal causa de la uniformidad de portfolios. En consecuencia, para obtener una mayor diferenciación de carteras de inversiones entre AFP, además de autorizar la administración simultánea de más de un Fondo, sería también necesario modificar la normativa actual de rentabilidad mínima.

Garantías estatales: La combinación de garantías estatales de rentabilidad mínima, rentas vitalicias y pensión mínima protege a los trabajadores frente al riesgo de bajas rentabilidades de sus Fondos de Pensiones. Eventualmente esto contribuye a “sesgar” sus demandas en favor de portfolios de mayor riesgo. Si este argumento es correcto, entonces, en la práctica, cualquiera sea la norma respecto al número de Fondos que podría administrar una AFP, no se observarían grandes diferencias entre las alternativas que brindaría cada una de ellas, pues todas tendrían incentivos para ofrecer los portfolios de mayor riesgo entre los que sean posibles dadas las restricciones legales. La excepción a este resultado estaría determinada por los trabajadores de mayor edad, próximos a pensionarse, quienes sí demandan “seguridad” para sus fondos.

Estructura de comisiones: Actualmente las AFP no están autorizadas a cobrar comisiones porcentuales sobre el fondo administrado (excepto la comisión por traspaso). Esto significa, entre otras cosas, que no pueden obtener ventajas directas por administrar portfolios más “riesgosos y rentables”. Por el contrario, si estos portfolios no son similares al portfolio promedio de las AFP, asumen el riesgo de caer bajo la rentabilidad mínima.

Por otra parte, la prohibición de cobrar comisiones sobre el fondo, junto a la prohibición de cobrar comisiones diferenciadas entre afiliados, hacen menos interesante para una AFP, desde un punto de vista comercial, ofrecer a sus afiliados un Fondo que sería demandado exclusivamente por un grupo relativamente reducido de afiliados (los de mayor edad) y que, además, pagarán comisiones durante poco tiempo.

Pensamos, en consecuencia, que la actual uniformidad de portfolios no se debe principalmente a la prohibición para administrar más de un Fondo, pero sí a otras características de la actual regulación, en particular la exigencia de rentabilidad mínima, las garantías estatales en el sistema y la estructura de comisiones.

Disminuir traspasos entre AFP

Aunque no conocemos estimaciones referentes a la proporción de traspasos que se explican por diferencias en las características del portfolio de cada AFP, pensamos que ésta debe ser muy baja. Como se señaló recién, la exigencia de rentabilidad mínima, junto a otras razones, hacen que los portfolios sean relativamente similares. Además, las garantías estatales explícitas e implícitas disminuyen la percepción de riesgo respecto a los distintos portfolios. En consecuencia, no esperamos que la autorización para administrar más de un Fondo tenga efectos significativos sobre el número de traspasos de afiliados entre AFP.

Incentivos para decisiones más informadas

Se argumenta asimismo que al abrirse oportunidad a las AFP para administrar más de un Fondo, se obligaría también a los afiliados a manifestar sus preferencias por los portfolios que ofrecerían distintas combinaciones de instrumentos financieros. Esto, a su vez, produciría dos efectos: los afiliados invertirían más en información y las AFP destinarían más recursos a informar sobre las características de sus respectivas carteras.

Sin embargo, pensamos que los afiliados no tienen incentivos para invertir en información por otras razones, algunas de las cuales ya hemos mencionado: una rentabilidad mínima garantizada, pensiones mínimas garantizadas y beneficios que se reciben en fechas muy futuras (y, por lo tanto, con fuerte descuento). En consecuencia, no cabría esperar que el cambio legal propuesto tenga efectos significativos sobre la calidad de las decisiones de los afiliados.

¿Qué se gana, entonces, con autorizar más de un Fondo de Pensiones?

Los comentarios anteriores nos llevan a concluir que la mayoría de los afiliados no tienen hoy incentivos para demandar una variedad significativa de portafolios.

Sin embargo, existe la notable excepción de los trabajadores de mayor edad que están próximos a pensionarse, muchos de los cuales, probablemente, desean proteger el valor de su fondo acumulado frente a variaciones no anticipadas en el precio de los distintos activos financieros, objetivo que podrían lograr invirtiendo en un portafolio concentrado en instrumentos de renta fija de baja duración. La situación de los trabajadores más jóvenes es distinta, pues la mayoría de ellos no están dispuestos a pagar (con una menor tasa de retorno) para protegerse de caídas no anticipadas en el precio de los activos. El plazo durante el cual este segmento de afiliados seguirá acumulando fondos es relativamente largo y, por lo tanto, ellos demandan principalmente altas rentabilidades, sin preocuparse por la variabilidad del retorno (excepto, por supuesto, *ex post*, cuando cae la rentabilidad; por ejemplo, lo sucedido en 1995).

Aunque se debe reconocer que los fondos diferenciados no son la única forma de proteger el valor de la pensión futura (de hecho, quien opta por retiro programado siempre tiene la alternativa de comprar una renta vitalicia en el momento que le parezca más oportuno) y que, además, debería existir un movimiento compensador en el precio de las rentas vitalicias frente a cambios en la rentabilidad de los fondos (si sube la tasa de interés y cae la rentabilidad, debería también bajar el precio de las rentas vitalicias, pues sube el retorno esperado de largo plazo de las reservas), en la práctica, una parte significativa de los afiliados de mayor edad parece no querer variabilidad alguna en su pensión (y, en consecuencia, optan por rentas vitalicias) y, por otra parte, es un hecho que el precio de las rentas vitalicias no se ajusta exactamente frente a los cambios de rentabilidad de los Fondos de Pensiones.

Concluimos, por lo tanto, que existe una demanda potencial por Fondos de renta fija con baja duración. Dado que implementar esta alternativa no presenta costos sociales, se justifica entonces autorizar a las AFP para que administren dos Fondos: uno diversificado y otro invertido en instrumentos de renta fija de “baja” duración. (Como el objetivo es minimizar las fluctuaciones en el valor del Fondo, no basta con invertir en renta fija; además, el plazo promedio al vencimiento de esos papeles debe ser corto.) Este último Fondo estaría abierto para todos los pensionados por retiro programado y para los afiliados mayores de cierta edad o que hayan presentado su solicitud de pensión.

Como decíamos, con este cambio legal no se reducirán significativamente los traspasos entre AFP ni se crearán incentivos para que los afiliados tomen decisiones más informadas, pero al menos se avanzaría en la solución de un problema que hoy afecta a quienes están próximos a pensionarse.

Quedaría pendiente el problema de ofrecer una mayor diversidad de portafolios al resto de los afiliados, para lo cual sería necesario aprobar otros cambios legales como, por ejemplo, eliminar el requisito de rentabilidad mínima y modificar la estructura de comisiones autorizadas. Sin embargo, pensamos que no se debería condicionar una eventual autorización para administrar dos Fondos a la aprobación de estas otras reformas.

Finalmente, conviene recordar que para aprovechar plenamente todo el potencial del nuevo sistema de AFP como generador de mejores pensiones existen otros posibles perfeccionamientos de diseño (propuestos por los profesores C. Díaz, G. Edwards y S. Valdés del Instituto de Economía de la Universidad Católica) que se deberían analizar. Éstos son la corrección en el cálculo de la tasa de interés del retiro programado y la creación de una nueva alternativa de pensión: las mensualidades vitalicias. □