

GOBIERNO DE CHILE
SUPERINTENDENCIA DE AFP

Sistema de Pensiones: Impacto de la Información en las Decisiones

Solange Berstein J.
Superintendente de AFP
16 de Noviembre de 2006

Agenda

1. Pensiones e Información en el mundo
2. El Sistema Chileno y la información a los afiliados
3. Recientes Perfeccionamientos
4. Desafíos

1. Información en los Sistemas de Pensiones es una preocupación mundial de los reguladores...

- OECD Conference on Financial Education
New Delhi, India - Sept. 2006
(Experiencias de programas de educación: mdos. financieros, pensiones y seguros)
- OECD: Improving Financial Literacy
Moscow, Rusia - Nov. 2006
(Eficacia de programas de educación financiera)
- Proyectos de trabajo de la IOPS sobre información y también con el WPPP

...Pero también de la academia!

- EEUU: Evaluación del impacto de enviar "Cartola" con proyección de beneficios
Mastrobuoni (2006): "Do better-informed workers make better retirement choices? A test based on the Social Security Statement"
- EEUU: Información de empleadores impacta positivamente el ahorro de los empleados. Sin embargo, opciones por omisión (tanto en participación como en elección de plan de ahorro) tienen un impacto mayor

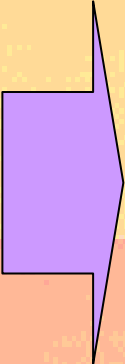
Duflo y Saez (2003): "Implications of Information and Social Interactions for Retirement Saving Decisions"

Choi et al (2001): "Defined contribution pensions: plan rules, participant decisions, and the path of least resistance"

Madrian y Shea (2000): "The power of suggestion: Inertia in 401(K) participation and savings behavior"

2. Sistema Chileno de Pensiones: Canales de Información

- Información en las agencias
- Cartolas cuatrimestrales
- Sitios web de las AFP, SAFP y otros
- Publicidad de las AFP



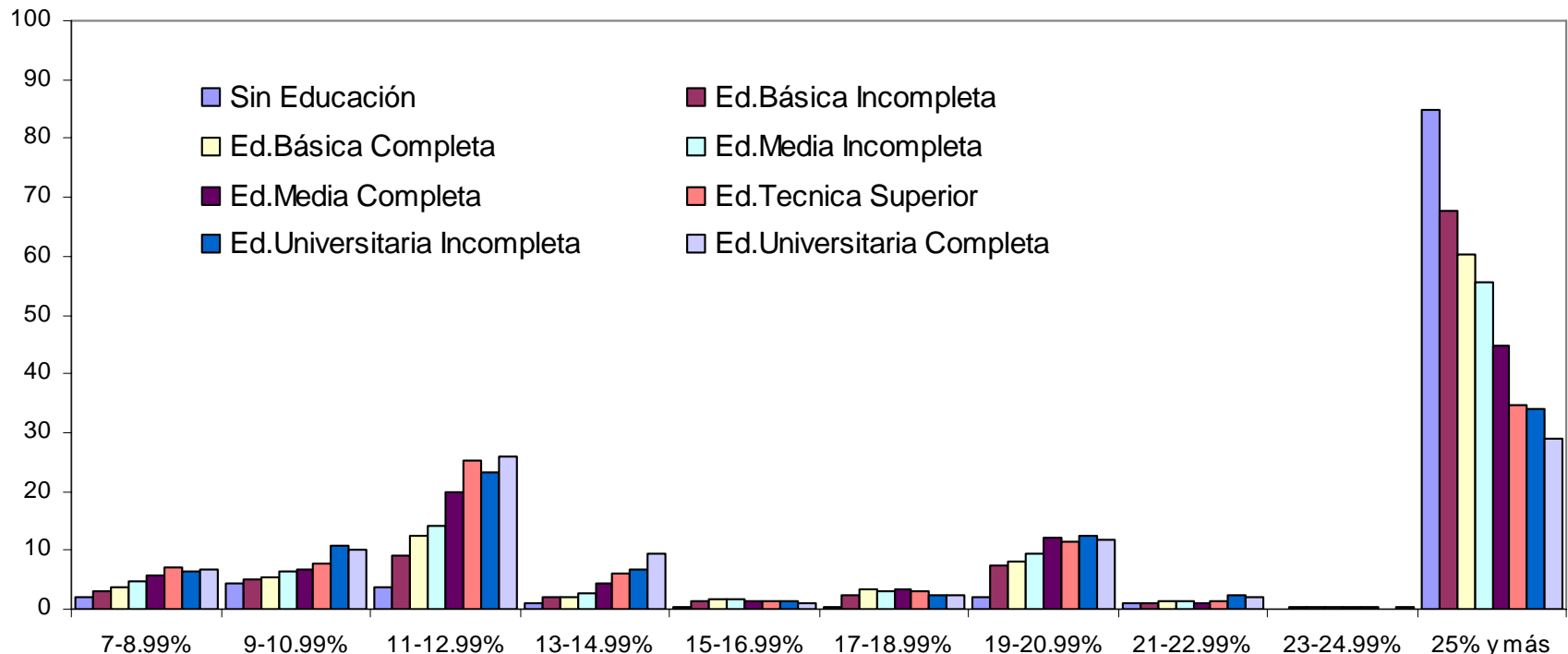
Sin embargo, estos canales parecen insuficientes para hacer frente a dos importantes temas:

- Un sistema nuevo, de capitalización individual
- Decisiones que ahora debe tomar el afiliado y que antes tomaba el Estado

La evidencia de la Encuesta de Protección Social (EPS) es preocupante:

1. Pocos saben cuánto aportan para el sistema de pensiones (53%), y los que dicen saber...

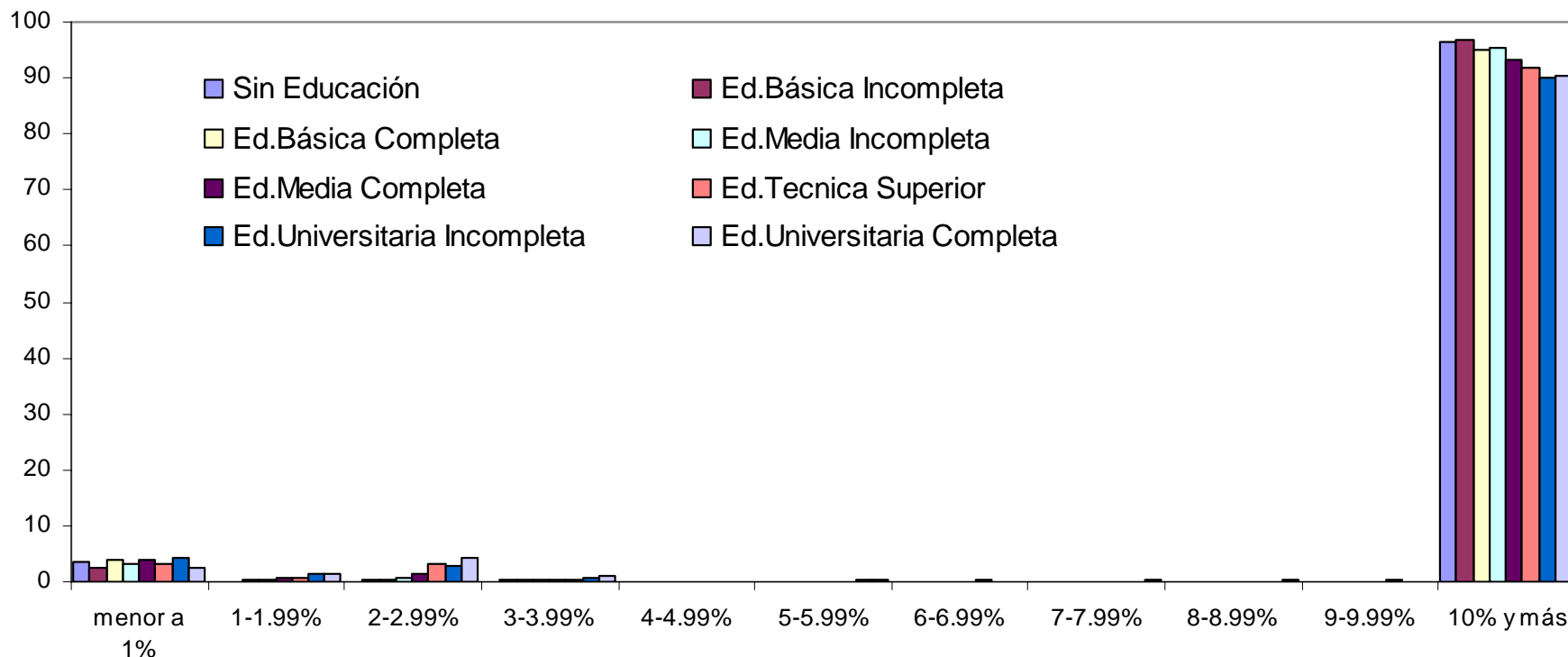
¿Cuánto le descuentan para el sistema de pensiones?
(% de los que están afiliados a AFP y contestan que saben)



La evidencia de la Encuesta de Protección Social (EPS) es preocupante:

2. Casi nadie sabe que existe una comisión variable (4%), y nuevamente los que dicen saber...

¿Cuál es el monto de las comisiones variables?
(% de los que están afiliados a AFP y contestan que saben)



3. Recientes perfeccionamientos guiados por la SAFP

- Modificación del anexo de costos y rentabilidad
- Creación del Anexo de Proyección de Pensión Personalizada
- Creación de un Indicador de Calidad de Servicio
- Nueva Circular de otorgamiento de clave de internet
- Modificación de Circular que exige cartola anterior como requisito para cambiarse de AFP

Anexo de costos y rentabilidad

- Se simplificó información de rentabilidad
 - Reduciendo el número de períodos de 5 a 2
 - Modificando la forma en que se calcula y presenta la rentabilidad de la cuenta
- Se incluyó información de costos personalizada

Los costos se presentan en \$ anuales en forma personalizada

COSTO POR COMISIONES

Si durante 12 meses usted cotizara mensualmente por un sueldo de \$ 1.035.885 la comisión* total anual que pagaría en cada AFP sería :

A.F.P.	Comisión porcentual Total anual **		Comisión fija saldo anual	Comisión Total anual	Diferencia anual respecto de la AFP de menor costo
	%	\$ (1)	\$ (2)	\$ (1) + (2)	\$
CUPRUM	2,49	309.528	0	309.528	28.488
HABITAT	2,23	277.200	3.840	281.040	0
PLANVITAL	2,55	316.980	8.280	325.260	44.220
PROVIDA	2,25	279.684	4.680	284.364	3.324
SANTA MARIA	2,29	284.664	8.340	293.004	11.964
SUMMA BANSANDER	2,42	300.816	8.280	309.096	28.056

* Este cálculo supone que las comisiones no variarían en los próximos 12 meses. Las AFP pueden cambiar las comisiones dando aviso con 90 días de anticipación.

** Incluye \$ 88.257 que corresponde al costo anual promedio del seguro de invalidez y sobrevivencia.

Anexo de Proyección de Pensión Personalizada (PPP)

3 Diseños:

- Jóvenes menores de 30 años: incentiva al ahorro temprano
- Adultos con más de 10 años para cumplir la edad de pensión: proyecta pensión a la edad legal
- Adultos con menos de 10 años para cumplir la edad de pensión: proyecta pensión a edad legal y edad legal +3

Mientras + Joven ahorres, + plata cuando jubiles

Tus primeros ahorros ganan intereses por más años. De hecho, la mayor parte de tus ahorros al pensionarte corresponderán a los aportes que realices entre los 20 y 30 años.

Si esta moneda representa tus ahorros al pensionarte, lo que aportaste en cada etapa de tu vida es:



Este cálculo considera el ahorro efectuado entre los 20 y 60 años, remuneración creciendo al 2% anual y ganancia de los ahorros de 5% al año.

- Preocúpate que tu empleador pague tus cotizaciones todos los meses por el total de tu remuneración. Revisa tu cartola de AFP
- Si eres independiente, cotiza directamente en tu AFP
- Al cotizar, además, tú y tu familia están protegidos por un seguro de invalidez y muerte. Infórmate de su cobertura y beneficios.

Su futuro está en sus manos, ¡Infórmese hoy de su pensión!

Datos Personales:

Nombre: Estanislao Francisco Ruiz Reyes
RUT: 9.546.779-4
Edad: 43

Información a 30 de Abril de 2005

Monto acumulado \$ 7.137.584
Bono de Reconocimiento \$ 460.815
Promedio 6 últimas remuneraciones \$ 317.419

Importante: En los últimos 12 meses, usted cotizó: **6 meses**

¿Qué pasaría con su pensión si usted...

	Recibiría una Pensión Estimada de
...no cotiza nunca más y se pensiona a los 65 años?	\$113.018
...sigue cotizando todos los meses por una remuneración de \$ 317.419 hasta pensionarse a los 65 años?	\$176.054

Para el cálculo de la Pensión Estimada se considera una ganancia de sus ahorros del 5% al año y como beneficiario una esposa 2 años menor.

Usted puede mejorar su pensión:

- Si es independiente, puede cotizar directamente en su AFP.
- Recuerde que puede pensionarse después de cumplir la edad legal. Si posterga su jubilación, aumenta el monto de su pensión.
- Infórmese sobre el Ahorro Previsional Voluntario (APV) y la Cuenta de Ahorro Voluntario (Cuenta 2).
- Existe una pensión mínima garantizada por el Estado de \$77.077. Si su pensión estimada es inferior a este monto, infórmese sobre los requisitos para obtener este beneficio.

Si desea obtener una proyección de pensión más detallada, contáctese con su AFP en:

AFP xxxxxxxx www.afpxxxx.cl F: 800-xxx-xxxx

Indicador de Calidad de Servicio (ICSA)

- Considera de 39 variables estandarizadas, relativas a la operación de las AFP y a la satisfacción de los afiliados
- Se publica cuatrimestralmente el resultado de cada AFP, separado en 3 áreas:
 - Trámite de pensiones
 - Gestión de cuentas
 - Relación con el afiliado

¿Cuál es la

CALIDAD DE SERVICIO

de las AFP?



¿Cuál es la

RENTABILIDAD

de mis fondos?



¿Cuánto **COBRA**
cada una de las AFP?



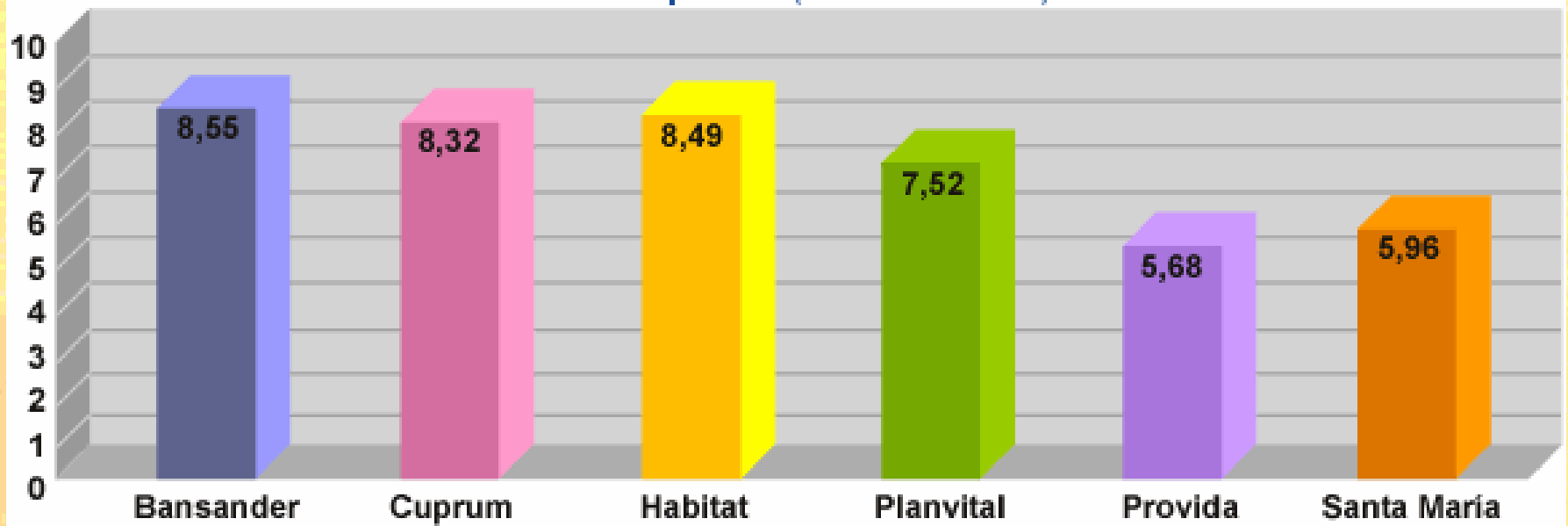
¿En qué AFP estoy
AFILIADO?



¿Dónde están las
AGENCIAS
de cada AFP?



ICSA total por AFP (Enero-Abril 2006)



Nueva Circular de otorgamiento de clave de internet

- ANTES: El afiliado debía solicitar esta clave e ir a buscarla a la sucursal
- AHORA: Se facilita el proceso de entrega
 - Las AFP deberán entregar la clave donde el afiliado lo requiera
- ADEMÁS:
 - Se elimina el requisito del folio de la última cartola para traspasos
 - Se podrán recibir y resolver reclamos en los sitios web de las AFP

Modificación de Circular que exige cartola anterior como requisito para cambiarse de AFP

- ANTES: Cartola cuatrimestral anterior era requisito para cambiarse de AFP
- AHORA: Afiliado deberá firmar documento con información de las comisiones de las AFP

INFORMACIÓN PARA TENER EN CUENTA ANTES DEL CAMBIO DE AFP

Información de las comisiones que cobran las AFP para cotizantes dependientes e independientes

A.F.P.	Septiembre 2006 Comisiones mensuales	
	Fija (\$)	(%)*
BANSANDER	690	2,42
CUPRUM	0	2,48
HABITAT	320	2,23
PLANVITAL	690	2,55
PROVIDA	0	2,39
SANTA MARÍA	450	2,42

**Incluye 0,71% que corresponde al costo anual promedio del seguro de invalidez y sobrevivencia*

**Infórmese sobre la rentabilidad de su Fondo de Pensiones,
las comisiones y el resultado de la medición de la calidad
del servicio de su AFP en www.safp.cl
Es su derecho informarse.**

Nombres, Apellidos y firma del Afiliado

Fuente: Comunicado de prensa del ddmmaa

¿Por qué comisiones y no otras variables?

- Es una de las 3 variables clave (además de rentabilidad y calidad de servicio), pero es poco observada por los afiliados, ya que se descuenta automáticamente del ingreso
- La información respecto a esta variable es poca, por lo que es importante que al menos al momento del traspaso los afiliados la conozcan
- Sin embargo, ésta no debe ser la única variable a considerar al momento del traspaso (ver leyenda)
- El trabajador deberá asignar el peso relativo de cada variable

¿Rentabilidad y Riesgo?

- RENTABILIDAD:
 - La rentabilidad pasada no es necesariamente un buen predictor de la rentabilidad futura
 - ¿Qué rentabilidad informar? ¿Neta, bruta, ajustada por riesgo, a qué plazo?
- RIESGO:
 - No existe una única medida de riesgo
 - Es un concepto poco intuitivo y difícil de difundir

4. Desafíos:

- Hacer evaluación de impacto de las medidas que se han tomado durante los últimos años
- Evaluar nuevas estrategias para entregar más y mejor información a los afiliados
- Actualmente la SAFP está trabajando en un indicador de riesgo de cartera



GOBIERNO DE CHILE
SUPERINTENDENCIA DE AFP

Sistema de Pensiones: Impacto de la Información en las Decisiones

Solange Berstein J.
Superintendente de AFP
16 de Noviembre de 2006



Competencia e Información en el Mercado de AFP

JORGE TARZIJA

Universidad Católica de Chile
jtarzija@faceapuc.cl



Introducción

- Entre principales costos de búsqueda de AFP “más conveniente”: complejidad de entender información sobre comisiones de AFPs y de comparar rentabilidad esperada y riesgo de cada fondo.
- Entre principales beneficios de búsqueda: mejores condiciones de precio o calidad que se pueden obtener al cambiarse de AFP, lo que es función de la varianza de cada una de estas variables entre los distintos actores.
 - Costos de búsqueda también influyen costos de cambio de afiliados para trasladarse de AFP, a pesar de no haber impedimentos legales significativos para hacerlo.
 - El que afiliados no tengan incentivos para comparar entre distintos oferentes fomenta existencia de costos de cambio, disminuyendo sensibilidad al precio.
- Síntesis: Para incrementar competencia, al menos en precio y rentabilidad-riesgo, la sola disminución de barreras a entrada no basta. Se requiere además:
 - **Esfuerzo adicional en entrega y calidad de información a afiliados** e incentivarlos fuertemente a realizar actividades de búsqueda de información.



Algunos antecedentes generales

- Diferencia en costo anual entre AFP más cara y más barata (datos aproximados).

Salario (aprox)	\$125.000	\$360.000	\$1.070.000
Diferencia entre más cara y más barata (aprox)	\$9.500	\$18.000	\$45.000



Lo recién planteado tiene similitudes con la situación del mercado de AFP en Chile:

- Producto de la importante proporción de los afiliados que están desinformados acerca del precio, AFPs no tiene incentivos a bajarlos, y el sistema termina con un nivel de precios superior al competitivo.
- Hay que incentivar la competencia a través de medidas adecuadas, esta me parece una que va claramente en la dirección correcta.



Otros temas

- El que el producto sea obligatorio, o de un monto no muy alto, no explica baja competencia en precio:
 - Ver ejemplo de seguro obligatorio de autos
 - Ver tema de cuentas de luz
- Temas en los que hay que avanzar:
 - Informar que comisión afecta sueldo líquido de la persona.
 - Separar comisión de cotización en el sueldo.
 - Dar información más directa y didáctica acerca de efectos de diferenciales en precios en salarios líquidos.
 - Hacer campañas realmente masivas, con compromisos transversales.
- El precio es muy importante. La rentabilidad es ex post, el precio es ex ante.
 - Ex post, una diferencia en precios es menos importante que una en rentabilidad
 - El precio debiese ser relevante y la información sobre el también.
- Asimetrías de información trae fallas de mercado importante.



Información de precio y rentabilidad

- No es fácil intentar incluir dentro de un mismo parámetro al costo de administración y a la rentabilidad. Son dos cosas distintas, sobre todo cuando la rentabilidad informada es la ex post.
 - La relevante es la rentabilidad ex ante, pero no se puede medir.
 - Si la rentabilidad fuese la ex ante, parecería más correcto tratar de incluirla en una misma medida con los costos (para así ayudar a tomar decisiones ex ante).
 - Costos y rentabilidad ex post son dos dimensiones distintas del problema, sobre todo para la toma de decisiones.
 - Los ciclos de vida de los afiliados son distintos, sus saldos acumulados son diferentes, etc.



Conclusiones

- Se requiere ahondar en esfuerzo conjunto entre gobierno y privados para educar e informar acerca del sistema.
 - Esta aumentando la expectativa de vida de las personas, etc., lo que hace que pensiones sean un tema muy importante en políticas públicas.
 - Dada características del producto, se justificaría que Estado y privados se asocien y destinen importantes recursos para subsidiar actividad de informar.
- Menores barreras a entrada aumentarán competencia, pero no necesariamente disminuirán precios. Es fundamental complementar baja en barreras con:
 - Fuerte disminución en costo de información para afiliados.
 - Insensibilidad precio no es porque producto sea obligatorio o de bajo monto.
 - Mayor y mejor información disminuye costos de cambio.
- Necesidad de mayor información se refuerza al considerar que mercados laborales serán más flexibles.
 - Si sistema no está bien arraigado, tendremos problemas de imprevisión y bajas pensiones de manera extensiva.
- El tema de la asimetría de información y su efecto en los precios es uno transversal a varios mercados hoy en Chile. La autoridad se tiene que preocupar.





GOBIERNO DE CHILE
SUPERINTENDENCIA DE AFP

Información del Sistema de Pensiones para los Afiliados: El Rol de la SAFP

Gonzalo Reyes
Jefe División Estudios
Superintendencia de AFP

Agenda

- Información de los Afiliados y cómo toman sus decisiones.
- Iniciativas de la Superintendencia:
 - Costos y Rentabilidad
 - Pensión Esperada
 - Calidad de Servicio
- Desafíos Pendientes

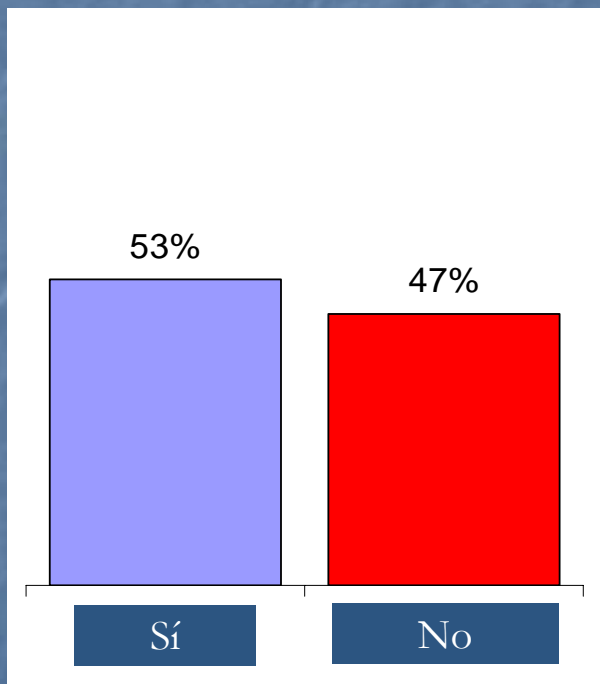
Variables de Información Relevantes para los afiliados

- Rentabilidad
- Costo
- Riesgo
- Calidad de Servicio
- Pensión Esperada

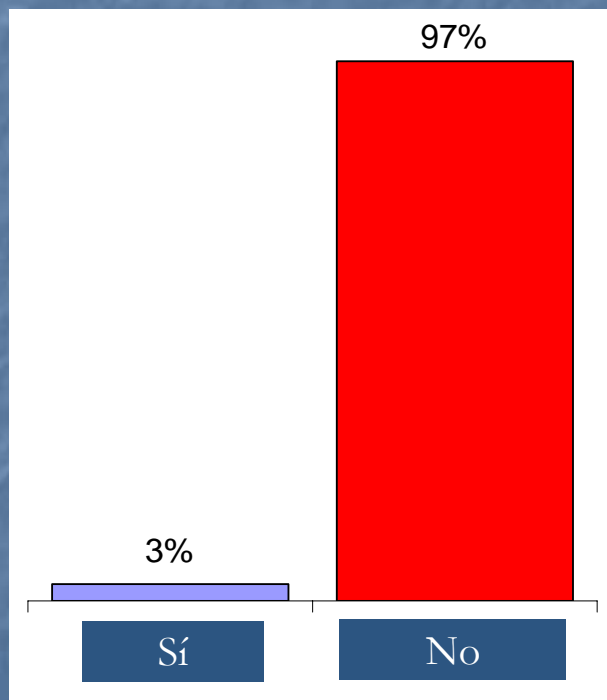
Información de los Afiliados

- Encuesta EPS muestra escasa información respecto a variables clave.

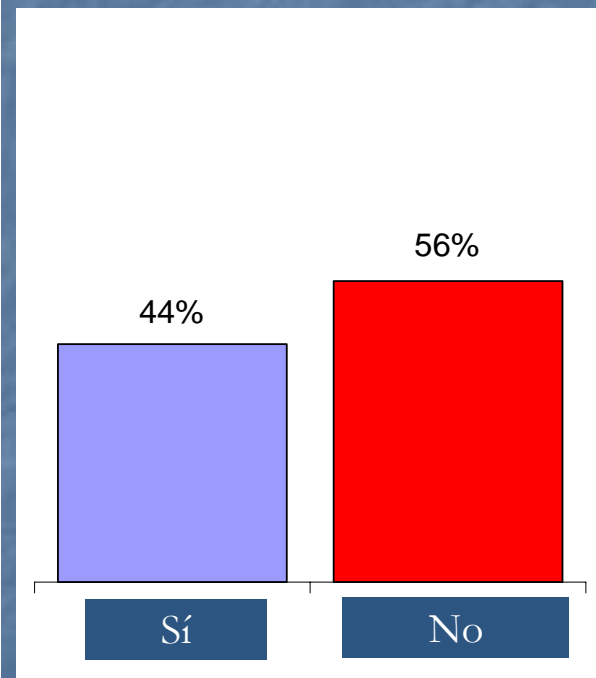
¿Conoce cuánto aporta mensualmente?



¿Sabe cuánto le cobra su AFP?

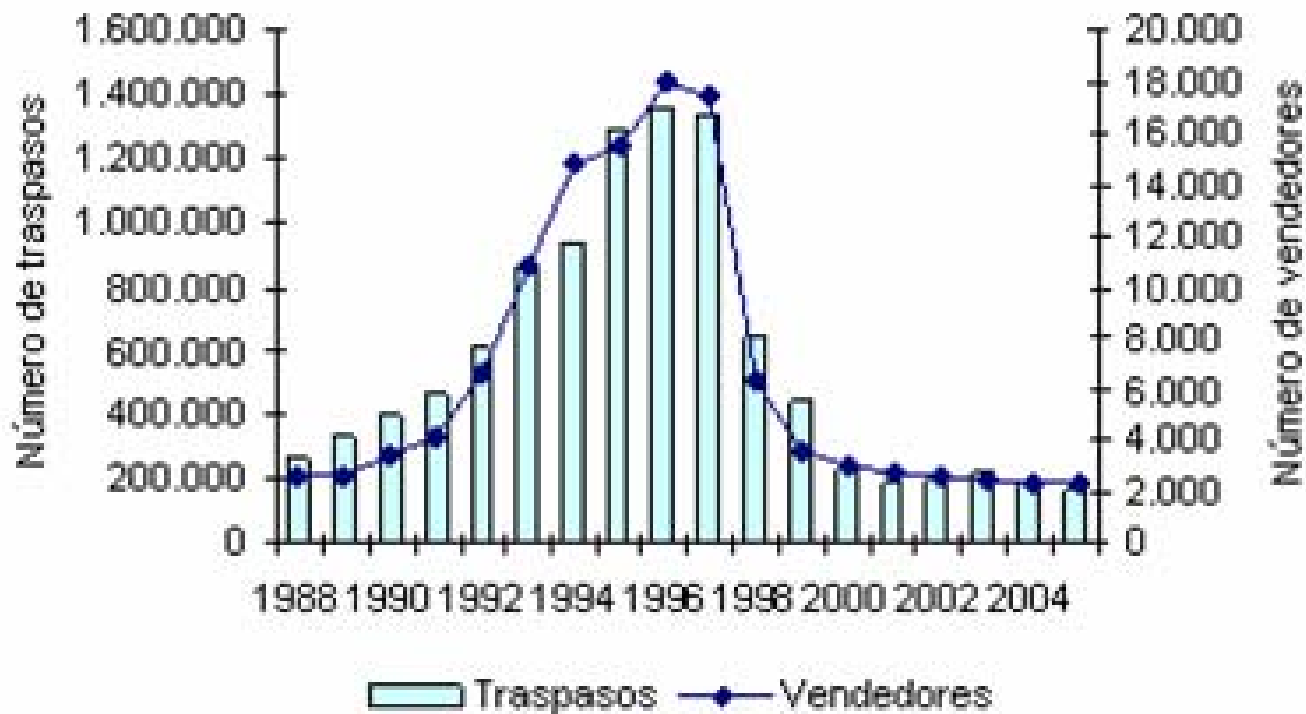


¿Sabe cuánto saldo tiene acumulado?



En consecuencia decisiones de traspaso entre AFP son muy influenciadas por esfuerzos de venta.

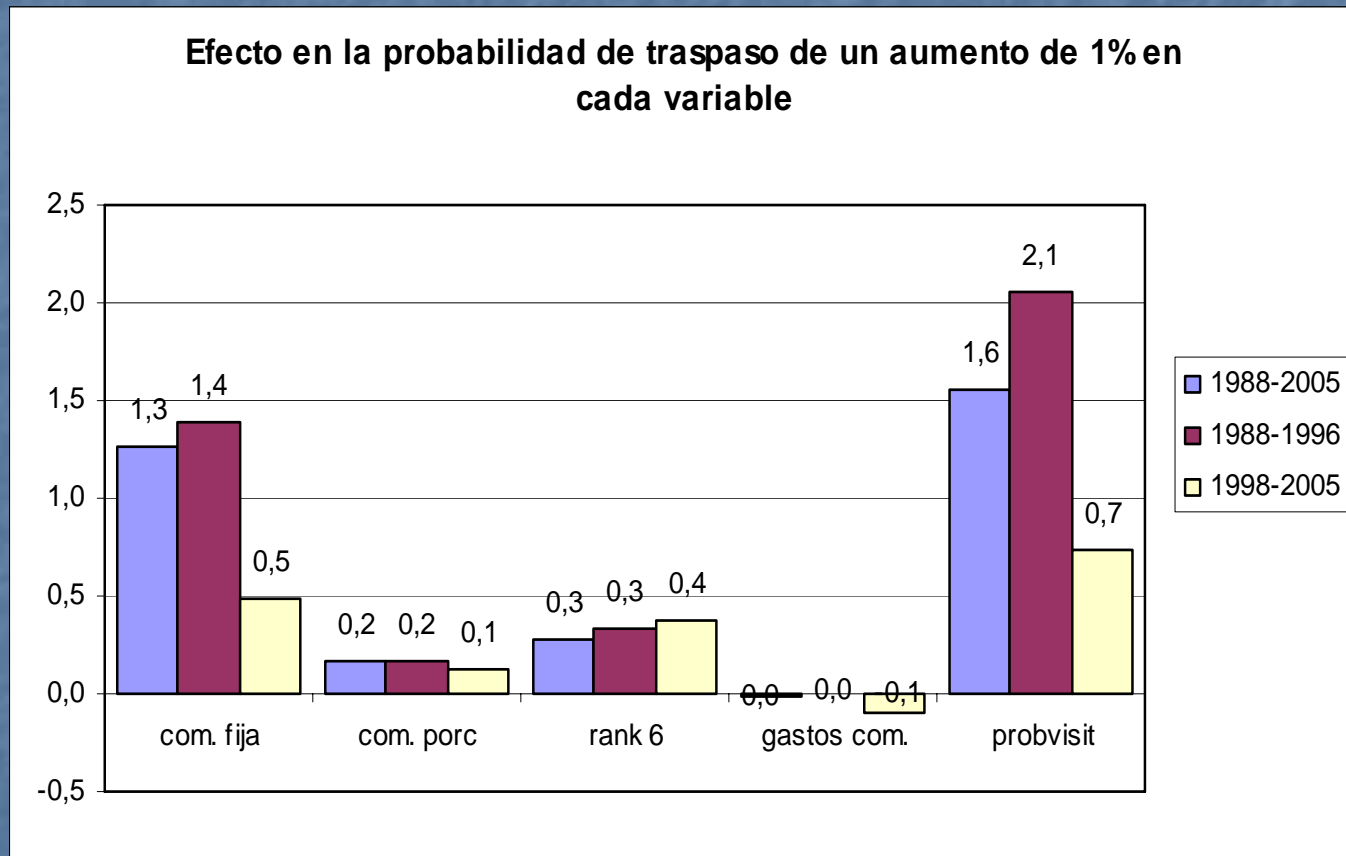
Determinantes de Traspasos



Evidencia Econométrica con Datos Individuales

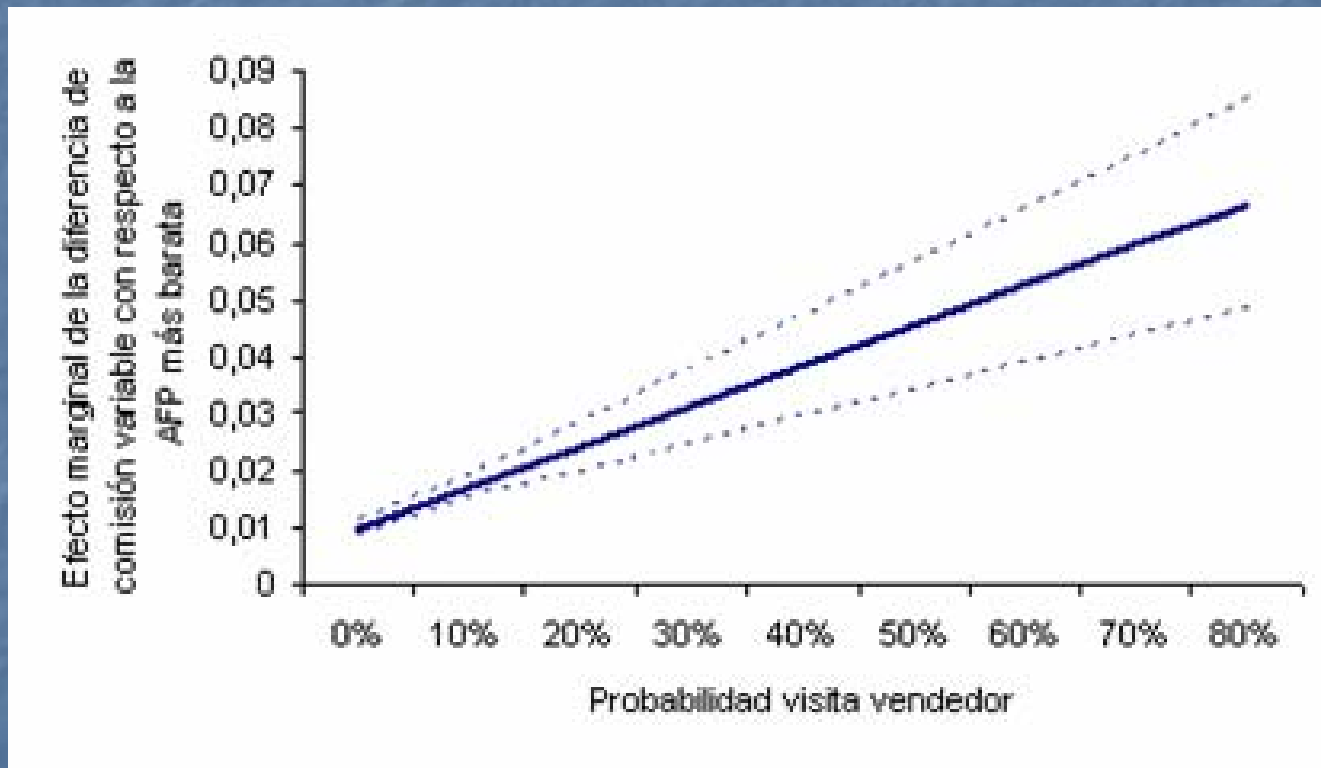
- Cabrita (2006) encuentra que la probabilidad de ser visitado por un vendedor es una de las variables más importantes para determinar los traspasos
- Los vendedores aumentan la sensibilidad de la demanda por las variables relevantes, pero pierden importancia post-1998
- En este período y luego de la implementación de multifondos, gana importancia la rentabilidad

Principales Resultados



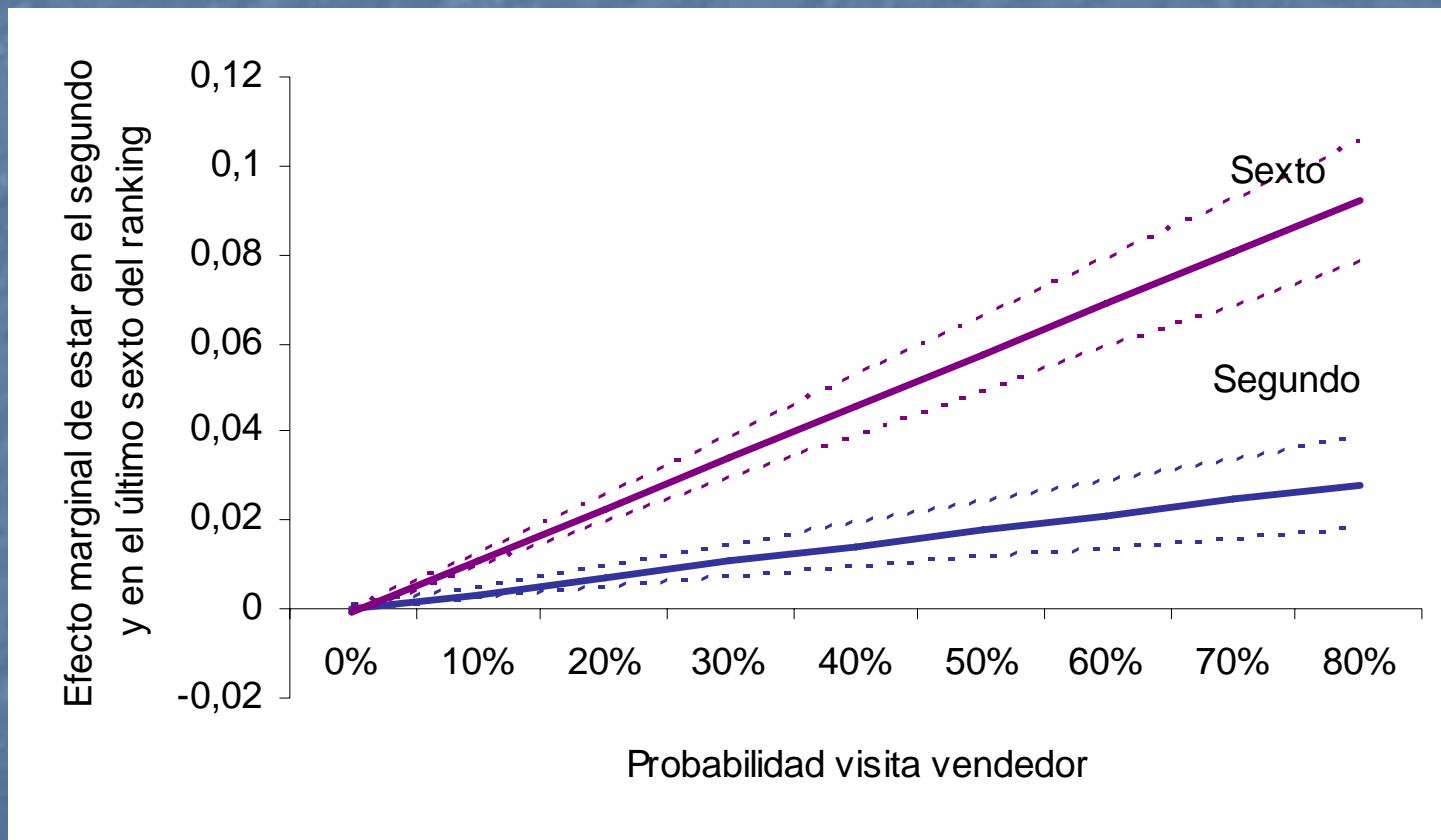
Fuente: Cabrita (2006)

Interacción del efecto vendedor y Comisión variable



Fuente: Cabrita (2006)

Interacción del efecto vendedor y Rentabilidad



Fuente: Cabrita (2006)

Iniciativas de la Superintendencia de AFP

- Información de rentabilidad como anexo a cartola cuatrimestral
- Cuadro de Costos Comparativo
- Proyección de Pensión Personalizada
- Índice de Calidad de Servicio
- Información online en sitio Compare AFP:
http://www.safp.cl/icsa/compare_afp.html

Rentabilidad y Costos

- Idealmente: Combinar ambos parámetros y mostrar rentabilidad neta de costos.
- Sin embargo, comisiones sobre flujo y rentabilidad sobre stock dificultan elaborar un indicador útil e informativo.
- Al inicio de la vida activa, las comisiones son muy altas como % del saldo: Efecto prepago.
- Al final de la vida activa, la rentabilidad bruta es muy similar a la neta de costos.

Ejemplos

(Fondo C, periodo mayo 2003 - abril 2004, valores anualizados)

	Rentabilidad de la cuota	Tir promedio	Tir personalizada*	Rentabilidad ciclo de vida**	Tir promedio por AFP
Cuprum	11,69	10,89	-23,03	9,39	10,57
Habitat	10,39	9,64	-30,59	7,76	9,21
Plan Vital	11,04	10,10	-34,94	7,41	9,42
Provida	11,45	10,69	-25,79	8,71	10,01
Santa María	11,15	10,32	-31,76	8,14	9,74
Summa Bansander	11,78	10,93	-31,92	8,97	10,55

*Se tomó el caso de un salario muy bajo y saldo cero, mayor saldo mejoraría la TIR

**R ciclo = r cuota - c/s

Fuente: Castro y Berstein (2005)

Indicadores de Rentabilidad y Costos

- Fáciles de entender
- Que provean información útil para la toma de decisiones.
- Ejercicio de simulación.
 - Utilizando datos históricos, Castro y Berstein(2005) calculan resultados de ahorro acumulado por la misma persona utilizando distintas estrategias de elección de AFP.

Ejercicio simulación

"Brecha porcentual de cada jugadora con respecto a la jugadora adivina"

Jugadora	Brecha de saldo		Brecha de TIR global	
Experta	-10,00%	±7%	-13,10%	±2%
Profesional	-8,00%	±7%	-9,60%	±2%
Especuladora	-7,60%	±7%	-10,00%	±2%
Ahorrativa	-13,50%	±7%	-14,50%	±2%
Aleatoria	-12,40%	±7%	-15,90%	±2,8%
Desinteresada	-12,40%	±7%	-15,90%	±3,5%

En 20 años

Focus Group

Cualitativa
Exploratoria

MINIGRUPOS FOCALES

Grupo Objetivo

- Hombres y Mujeres
- Entre 25 y 63 años
- Pertenecientes a los estratos socioeconómicos C2 y C3
- Afiliados a alguna AFP

Segmentación

HOMBRES Y MUJERES				
EDAD/GSE	25 - 35 AÑOS	38-50 AÑOS	55-63 AÑOS	TOTAL
C2	1	1	1	3
C3	1	1	1	3
TOTAL	2	2	2	6

Período de
Evaluación

Los minigrupos fueron realizados entre los días 17 y 22 de Diciembre de 2003

-los grupos elegían entre distinto formato de tablas, lenguaje, periodos, y expresaban su nivel de comprensión general.

Conclusiones generales

- Las personas no comprenden la “mecánica” básica del sistema.
- Existen dificultades con los conceptos básicos relativos al ahorro (rentabilidad)
- Rechazo de los términos técnicos
- Necesitan información concluyente y concisa
- Valoración por el respaldo del gobierno

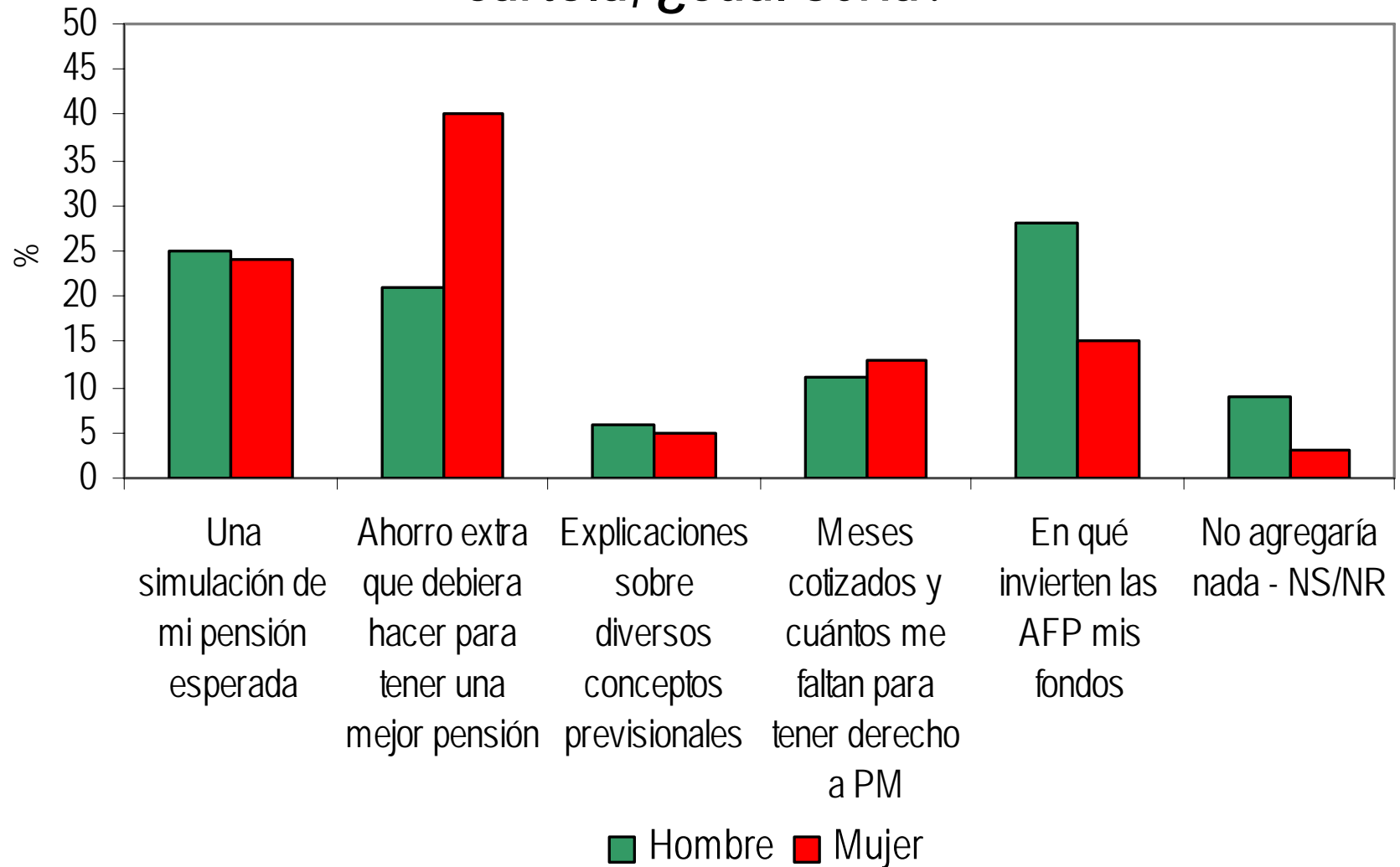
Decisiones

- Menos es Más
- A pie de pagina las precisiones técnicas
- Mayor rol al logo del gobierno
- Cuadro de costos personalizado
- Menos datos de rentabilidad de la cuota
 - Dos cuadros (períodos de 12 y 36 meses) por fondo y AFP
- Se mantiene el concepto de rentabilidad de la cuenta promedio (no se personaliza)
 - Para afiliado promedio por Fondo y AFP

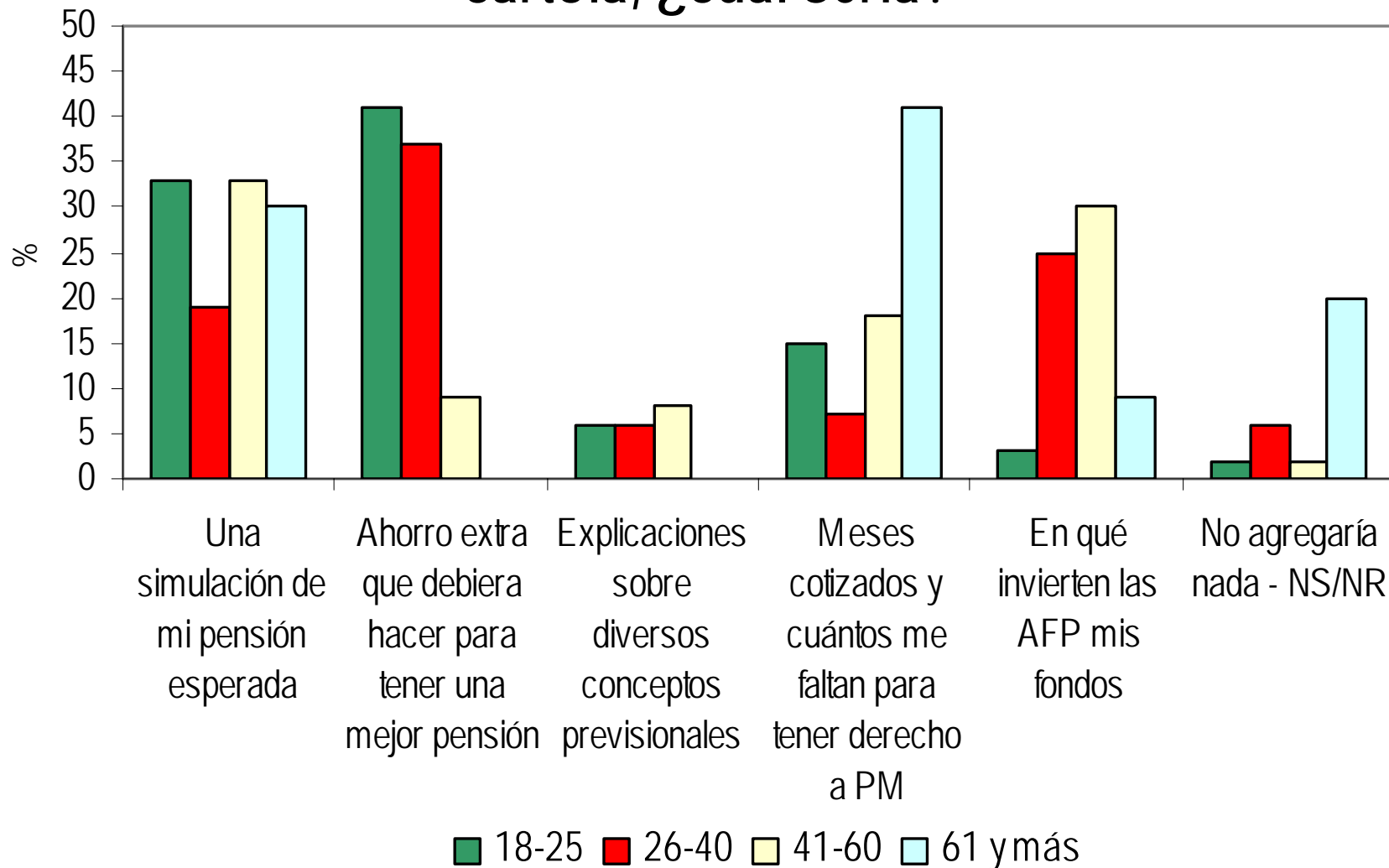
Pensión Esperada

- Sistema de Capitalización Individual, Contribuciones Definidas.
- Conociendo el saldo acumulado es difícil proyectar el nivel de la pensión para un afiliado común y corriente.
- Demanda por conocer una noción de la pensión que se podrá obtener.
- Información útil para decidir si es necesario aumentar el esfuerzo de ahorro

Si tuviera que elegir un nuevo elemento en la cartola, ¿cuál sería?



Si tuviera que elegir un nuevo elemento en la cartola, ¿cuál sería?



Criterios utilizados

- Trabajar en conjunto con la Asociación de AFP, para contar con respaldo de la industria desde el inicio.
- Para que no se perciba como una promesa, se debe proyectar más de 1 escenario
- No proyectar a los muy jóvenes, ya que tienen poca historia de cotizaciones
- Entregar sugerencias para mejorar pensión
- Utilizar lenguaje simple
- Realizar un focus group para testear el nuevo anexo

Focus Group realizado por Adimark

- 6 grupos:
 - Hombres y Mujeres
 - Entre 18 y 65 años
 - Grupos socioeconómicos C3 y D
 - Afiliados al Sistema de Pensiones
 - Residentes en Santiago

Principales conclusiones del Focus Group

- Jóvenes: la pensión es un tema asociado a la vejez, lejano, complejo, con el que no se sienten identificados
- Adultos: tema complejo, por lo que no realizan acciones para aumentar comprensión
- El anexo requiere cierto nivel de abstracción y dominio de vocabulario técnico (cuadros de doble entrada, porcentajes, rentabilidad real anual, UF, etc.)

Principales conclusiones del Focus Group

El nuevo material debe:

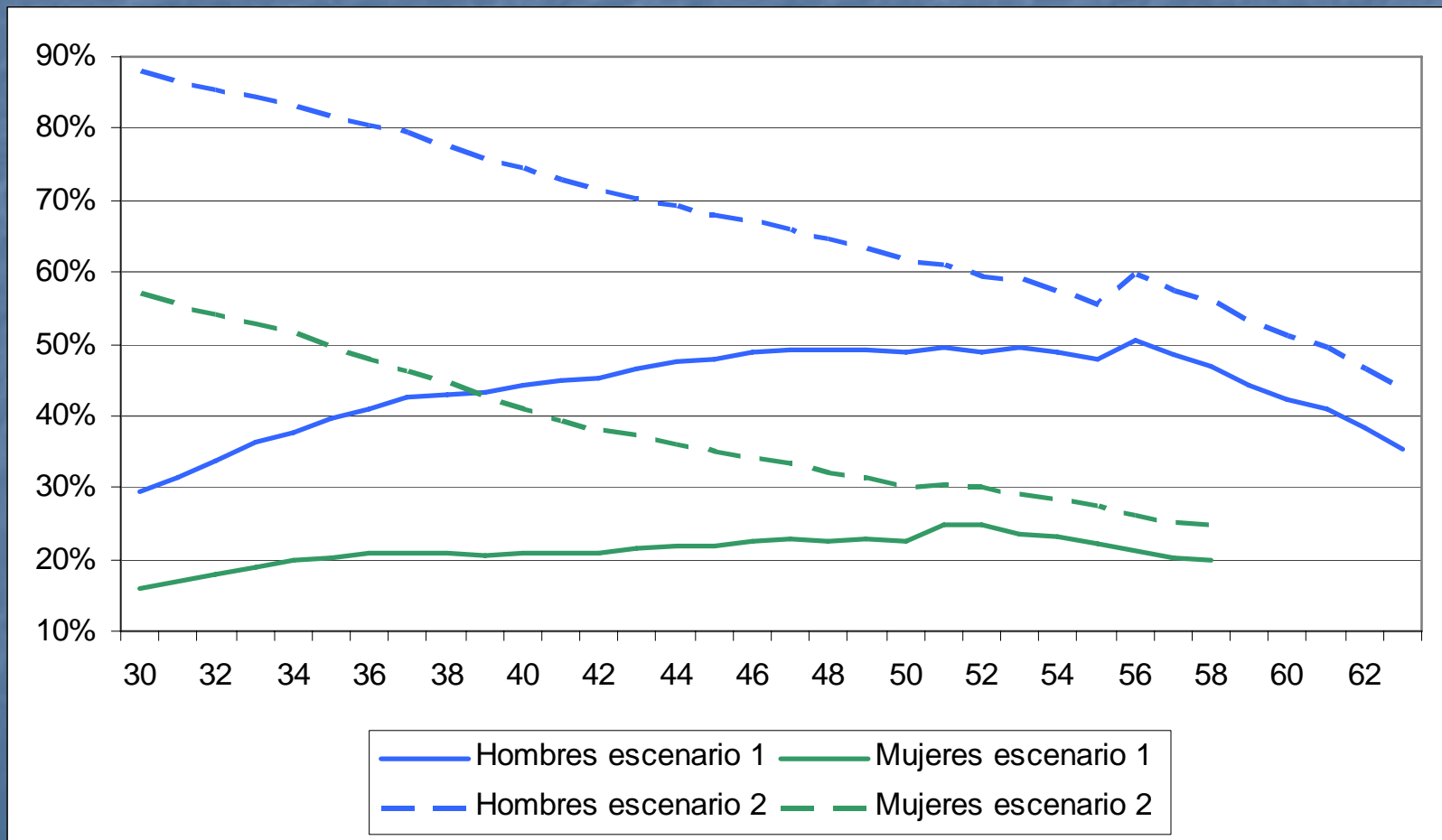
- Generar cercanía
 - Frases y diseños que logren generar identificación con la etapa de vida de cada segmento
- Presentar información concreta
 - Ejemplos concretos en lenguaje sencillo
 - Invitaciones deben movilizar al lector
- Transmitir confianza, transparencia, seriedad
 - Evitar la incorporación de elementos infantiles

Metodología de Proyección

- Dos grupos:
 - Afiliados mayores de 30 años a más de 10 años de cumplir edad legal de pensión.
 - Afiliados entre 10 y 3 años antes de cumplir edad legal de pensión.
- Primer Grupo. 2 Escenarios.
 - Deja de cotizar y se pensiona a edad legal
 - Cotiza todos los meses y se pensiona a edad legal.
- Segundo Grupo:
 - Cotiza la mitad de los meses siguientes y se pensiona a edad legal
 - Cotiza mitad de los meses siguientes y se pensiona 3 años después de edad legal
- Rentabilidad 5% y salario igual a promedio de últimas 6 cotizaciones.

Principales Resultados

Tasas de Reemplazo Promedio según sexo y escenario



Calidad de Servicio

- AFPs como prestadores de un servicio de ahorro para la vejez.
- Afiliados obtienen servicios de:
 - Atención de consultas y reclamos
 - Obtención de documentos, certificados
 - Gestión de cuentas
 - Trámites de pensión
- Relación con AFP eventual o poco frecuente
- Ventaja del fiscalizador: Relación constante

Índice de Calidad de Servicio

- Transformar medidas de desempeño recopiladas a través de la supervisión en indicadores relevantes de calidad de servicio para el afiliado.
- 39 variables divididas en tres áreas temáticas:
 - Trámite de Pensiones
 - Relación con el Afiliado
 - Gestión de Cuentas
- Escala relativa de 1 a 10 para cada variable
- Medición 3 veces al año
- Se publica Índice general y por área.

Ejemplos de variables medidas

- Trámite de Pensiones:
 - Tiempo Promedio en tramitar solicitud
 - Retrasos en trámites
- Relación con el Afiliado:
 - Atraso en envío de cartolas
 - Disponibilidad de sitio web
- Gestión de Cuentas:
 - Acreditación de Recursos en las cuentas
 - Recuperación de DNP.

Desafíos Pendientes

- Desarrollar Información sobre el riesgo de las inversiones (Más relevante en el esquema multi-fondos)
- Perfeccionar medición de rentabilidad neta de costos
- Actualizar constantemente el ICOSA
- Impulsar estrategias de información masivas que permitan a los afiliados del sistema mejorar su comprensión.



Divulgación de información e impacto en las decisiones de inversión de las AFP

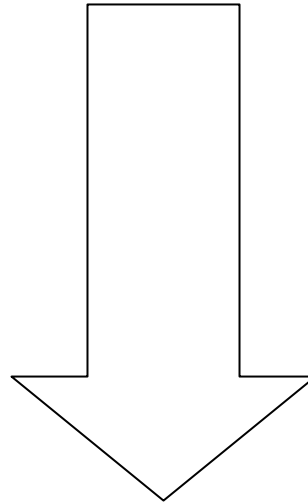
Eduardo Walker
Profesor Titular

Escuela de Administración
Pontificia Universidad Católica de Chile

*Seminario “Sistema de pensiones e impacto de la información en las decisiones”
SAFP, Casapiedra, 16 de Noviembre, Santiago.*

Problema

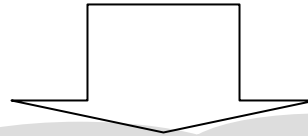
Divulgación de información
(Estructura, contenidos)



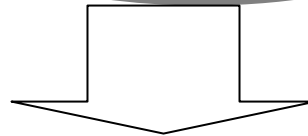
Decisiones de Inversión
(Fondo)

Problema

Divulgación de información
(Estructura, contenidos)



Forma de competir
(Incentivos)



Decisiones de inversión
(Fondo)

Incentivos actuales asociados a la competencia en inversiones

1. *Ranking unidimensional (por rentabilidad)*
 - AFP competirán por posiciones en el ranking de relativamente corto plazo. El riesgo pertinente es el riesgo relativo
2. *Herding (“efecto manada”)*
 - Naturalmente hay tendencia a moverse juntos
3. *Trampa de la ineficiencia (“efecto ancla”)*
 - Si el portafolio agregado (ancla) es ineficiente, no hay incentivos de mercado a corregirlo
4. *Incentivos a la toma de riesgo (sistemático)*
 - Tomar parsimoniosamente más riesgo mejora la posición esperada en el ranking => incentivos a llegar al máximo
5. *Perspectiva del riesgo y horizonte de inversión*
 - Volatilidad no siempre es sinónimo de riesgo
 - Hay diferencias en los portafolios de menor riesgo en función del horizonte de inversión.
 - No son obvios los incentivos de mercado a ofrecer portafolios₄ eficientes de bajo riesgo para horizontes de largo plazo

Sesgos relacionados con expectativas de inversionistas (o afiliados)*

1. Sobreconfianza
 - Sobrestimamos la precisión de la propia información.
 - Calibramos mal las probabilidades (siempre: 80%→100%; nunca: 20% → 0%)
2. Optimismo y *wishful thinking*
 - 90% de las personas se considera mejor que el promedio
 - Confundimos deseos con creencias
3. Representatividad
 - Ignoramos tamaño de muestra (“hot hands”)
 - Suponemos que pequeñas muestras *deben* representar a la población
4. Conservadurismo
 - Si el modelo subyacente es desconocido, demoramos más en revisar nuestras creencias
5. Perseverancia de las creencias
 - Minimizamos la evidencia que nos contradice
6. Anclaje
 - Anclamos arbitrariamente las creencias

Comportamiento de inversionistas*

- **Transacciones excesivas**
 - Altos costos de transacción
- **Mala selección de activos**
- **Insuficiente diversificación**
 - Sesgo local
- **Ventas**
 - Menor disposición a realizar pérdidas que ganancias
- **Compras**
 - Tendencia a comprar activos que llaman la atención; p.ej. que en el pasado les ha ido muy bien o muy mal

¿Rol de la información?

AFP

- Ranking
- Herding
- Trampa de la ineficiencia
- Toma de riesgo
- Horizonte y perspectiva del riesgo



AFILIADOS

- Transacciones excesivas
- Mala selección de activos
- Insuficiente diversificación
- Disposición a realizar pérdidas y ganancias
- Tendencia a comprar activos llamativos

=> En temas de inversiones, los incentivos de mercado no siempre son adecuados. Intuyo que en un sistema obligatorio en algunos aspectos el problema se exagera.

Proposiciones referidas a información

- Mientras más corto es el intervalo de tiempo para el ranking de rentabilidad, mayor *herding*
 - En períodos cortos, la volatilidad domina a la rentabilidad esperada. Tracking error es de magnitud más importante que la eventual creación relativa de valor
 - Induciría rotación excesiva de afiliados entre fondos o entre AFP

Dar conferencias de prensa (SAFP) más espaciadas en el tiempo y presentar la información de rentabilidad de otra manera, con matices...

- Mientras más transparentes sean las decisiones de inversión del sistema, mayor nivel de *herding*

Transparentar el cálculo de la rentabilidad mínima pero dar mayor período de protección a las decisiones individuales de inversión

Otras proposiciones

- Hacer parcialmente exógeno el portafolio para calcular la rentabilidad mínima
 - Evitar la mayor importancia relativa de las decisiones de AFP grandes sobre el benchmark para la rentabilidad mínima
 - Evitar caer en la trampa de la ineficiencia
 - Mitigar incentivos a la toma de riesgo
- Procurar que los portafolios de menor riesgo (D, E) se adecuen a horizontes más largos, invirtiendo sustancialmente en papeles en UF de largo plazo a tasa fija
 - El sistema quedará anclado (por un tiempo) en portafolios eficientes...

Sobre riesgo...

- Dudo que haya medidas objetivas de riesgo que sean útiles
 - Problema fundamental: horizonte de inversión, complejidad de la interpretación
 - Las medidas útiles son subjetivas (requieren de muchos supuestos) – no pueden tener “aval oficial”
 - Las medidas “objetivas” son engañosas
- No hay más remedio que invertir pacientemente recursos en educación financiera...
 - ...de afiliados líderes del sistema
 - Importante rol para intermediarios especializados
- Buscar soluciones de mercado que mitiguen el riesgo de las pensiones finales

Impacto de la información

Noviembre 2006

Información al Público

Comunicado mensual

2.4 Fondos de Pensiones Tipo D:

Para los Fondos de Pensiones Tipo D se informó que la rentabilidad real durante el mes de febrero de 2006 fue de 0,64% deflactada por UF. Con este resultado, la rentabilidad real acumulada durante el año alcanzó a un 3,57% y a un 4,05% en los últimos 12 meses. Asimismo, la rentabilidad real promedio de este tipo de Fondo desde sus inicios, es decir, desde septiembre de 2002 a la fecha es de 6,26% anual.²

En el siguiente cuadro se presenta la rentabilidad obtenida por los Fondos de Pensiones Tipo D:

RENTABILIDAD REAL DEL FONDO TIPO D DEFLACTADA POR U.F. (3)

Fondo de Pensiones Tipo D	Período			
	Febrero 2006	Acumulada Ene 2006-Feb 2006	Últimos 12 meses Mar 2005-Feb 2006	Promedio anual Sep 2002-Feb 2006
BANSANDER	0,58	3,47	4,39	6,90
CUPRUM	0,60	3,46	3,71	7,15
HABITAT	0,66	3,81	4,81	6,17
PLANVITAL	0,74	3,72	4,01	5,68
PROVIDA	0,66	3,40	3,63	5,85
SANTA MARIA	0,64	3,72	4,17	6,03
Promedio (4)	0,64	3,57	4,05	6,26

Nota: La rentabilidad es variable, por lo que no se garantiza que rentabilidades pasadas se repitan en el futuro.

Comunicado mensual

2.4 Fondos de Pensiones Tipo D:

Para los Fondos de Pensiones Tipo D se informó que la rentabilidad real durante el mes de septiembre de 2006 fue de 0,74% deflactada por UF. Con este resultado, la rentabilidad real acumulada durante el año alcanzó a un 5,54% y a un 2,48% en los últimos 12 meses. Asimismo, la rentabilidad real promedio de este tipo de Fondo desde sus inicios, es decir, desde septiembre de 2002 a la fecha es de 5,81% anual.²

En el siguiente cuadro se presenta la rentabilidad obtenida por los Fondos de Pensiones Tipo D:

RENTABILIDAD REAL DEL FONDO TIPO D DEFLACTADA POR U.F. (3)

Fondo de Pensiones Tipo D	Periodo			
	Septiembre 2006	Acumulada Ene 2006- Sep 2006	Últimos 12 meses Oct 2005- Sep 2006	Promedio anual Sep 2002- Sep 2006
BANSANDER	0,73	5,48	2,68	6,37
CUPRUM	0,73	5,81	2,46	6,67
HABITAT	0,90	5,92	3,34	5,77
PLANVITAL	0,66	5,63	2,32	5,31
PROVIDA	0,68	5,15	1,94	5,41
SANTA MARIA	0,69	5,59	2,41	5,60
Promedio (4)	0,74	5,54	2,48	5,81

Nota: La rentabilidad es variable, por lo que no se garantiza que rentabilidades pasadas se repitan en el futuro.

Comunicado mensual

Explicación de la rentabilidad del mes de septiembre de 2006

La rentabilidad de 0,74% del mes de septiembre de 2006 se explica principalmente por la rentabilidad de los títulos accionarios de emisores nacionales, que representan el 11% de la cartera de instrumentos de los Fondos de Pensiones Tipo D e impactaron en un 0,49% a la rentabilidad de estos Fondos. Los sectores que más influyeron en este resultado fueron eléctrico y recursos naturales, con aportes de 0,28% y 0,13%, respectivamente, mientras que los sectores servicios, industria y telecomunicaciones aportaron 0,05%, 0,04% y -0,01%, respectivamente

Los títulos de renta fija de emisores nacionales, que representan el 52% de la cartera de inversiones, realizaron un aporte a la rentabilidad de los Fondos de Pensiones Tipo D de 0,19%, resultado en el cual se incluyen las pérdidas netas de capital registradas en el período, debido a variaciones de las tasas de interés de mercado del mes de septiembre con respecto a las del mes anterior.

Asimismo, la inversión en el extranjero (12% de la cartera) impactó un 0,03% a la rentabilidad de los Fondos de Pensiones Tipo D. Por tipo de instrumento extranjero, el aporte de los títulos de renta variable fue de 0,03%, mientras que el impacto de los títulos de renta fija fue nulo.

Por su parte, la contribución a la rentabilidad de los instrumentos de intermediación financiera (23% de la cartera) fue de 0,02%.

Finalmente, el aporte de las cuotas de fondos de inversión a la rentabilidad del Sistema fue 0,01%.

Comunicado mensual

2.3 Fondos de Pensiones Tipo C:

Con respecto a este Tipo de Fondo la Superintendencia informó que durante el mes de octubre de 2006 la rentabilidad real alcanzó a 2,25% deflactada por UF. Con este resultado, la rentabilidad real acumulada durante el año alcanzó a un 9,60% y a un 10,03% en los últimos 12 meses. Asimismo, la rentabilidad real promedio de este tipo de Fondo desde sus inicios, es decir, desde 1981 a la fecha, es de 10,06% real anual.²

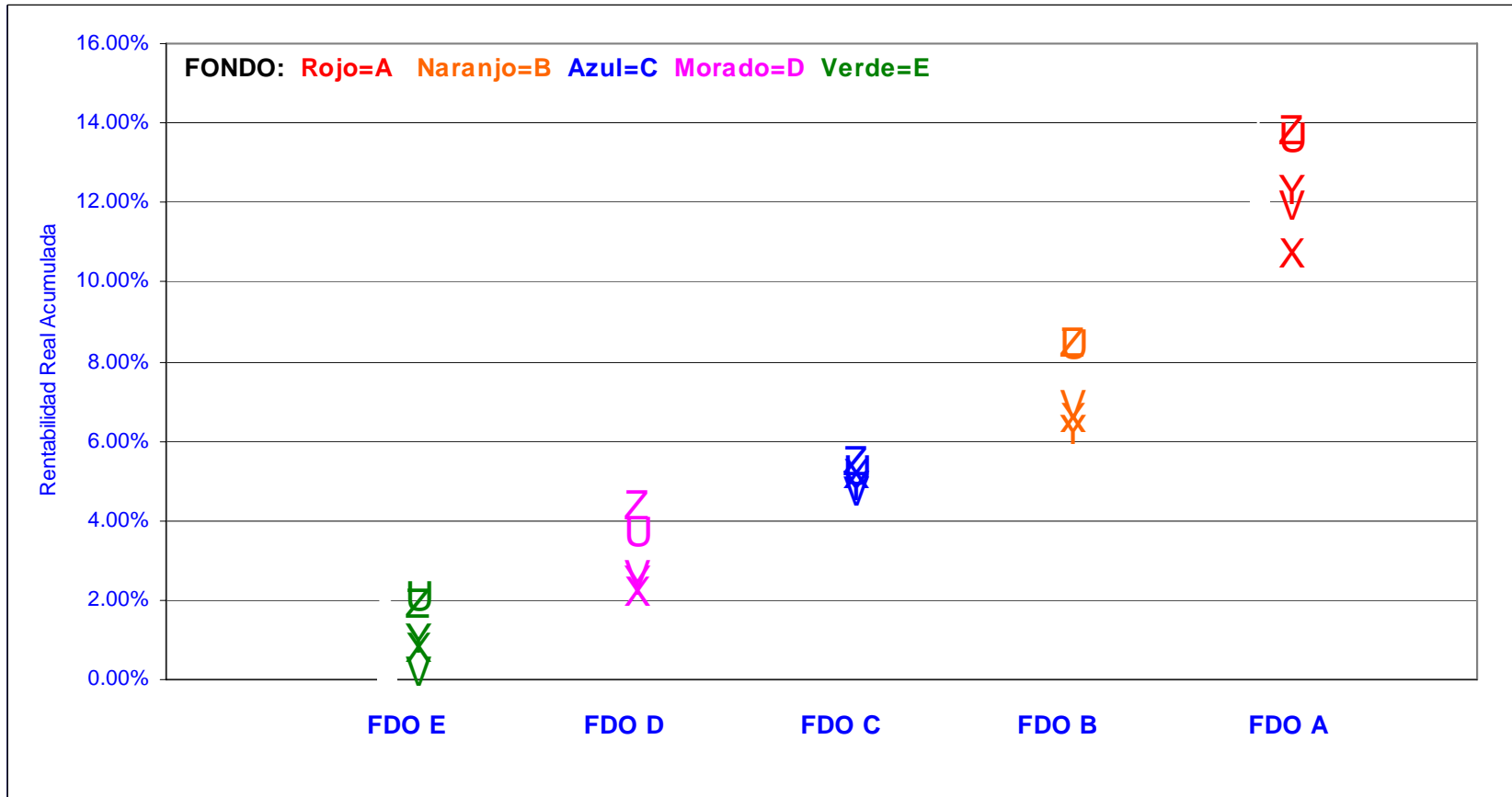
En el siguiente cuadro se presenta la rentabilidad obtenida por los Fondos de Pensiones Tipo C:

RENTABILIDAD REAL DEL FONDO TIPO C DEFLACTADA POR U.F. (3)

Fondo de Pensiones Tipo C	Período				
	Octubre 2006	Acumulada Ene 2006- Oct 2006	Últimos 12 meses Nov 2005- Oct 2006	Promedio anual Sep 2002- Oct 2006(5)	Promedio anual Jun 1981- Oct 2006
BANSANDER	2,36	9,67	10,13	8,24	10,29
CUPRUM	2,11	9,52	10,04	8,64	10,33
HABITAT	2,43	9,77	10,20	7,92	10,08
PLANVITAL	2,32	9,70	9,92	7,97	10,29
PROVIDA	2,16	9,44	9,86	7,87	9,90
SANTA MARIA	2,23	9,71	10,09	7,85	9,83
Promedio (4)	2,25	9,60	10,03	8,05	10,06

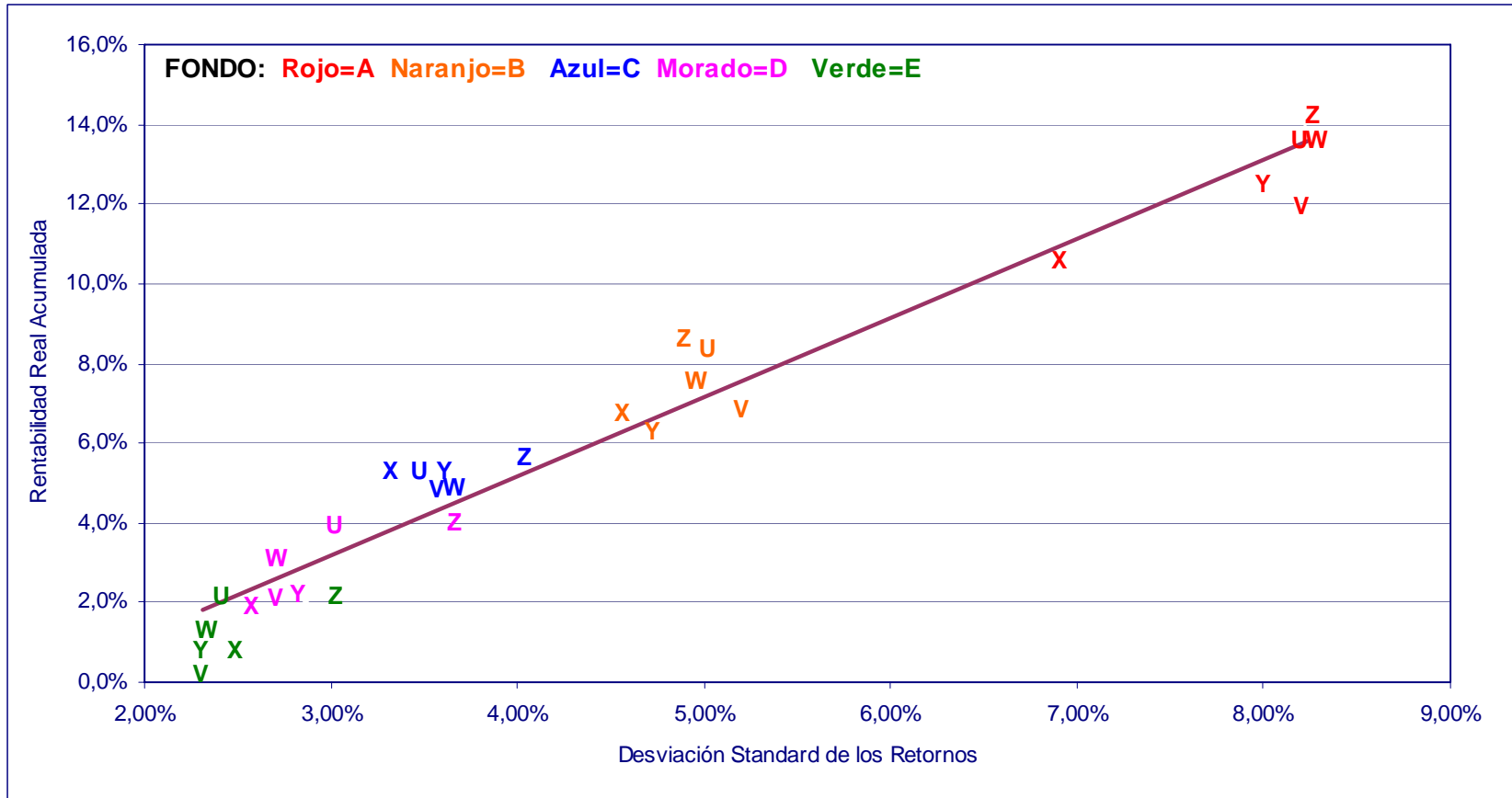
Riesgo

RENTABILIDAD Y RIESGO PROMEDIO ACUMULADA DICIEMBRE 2004 ANUALIZADA



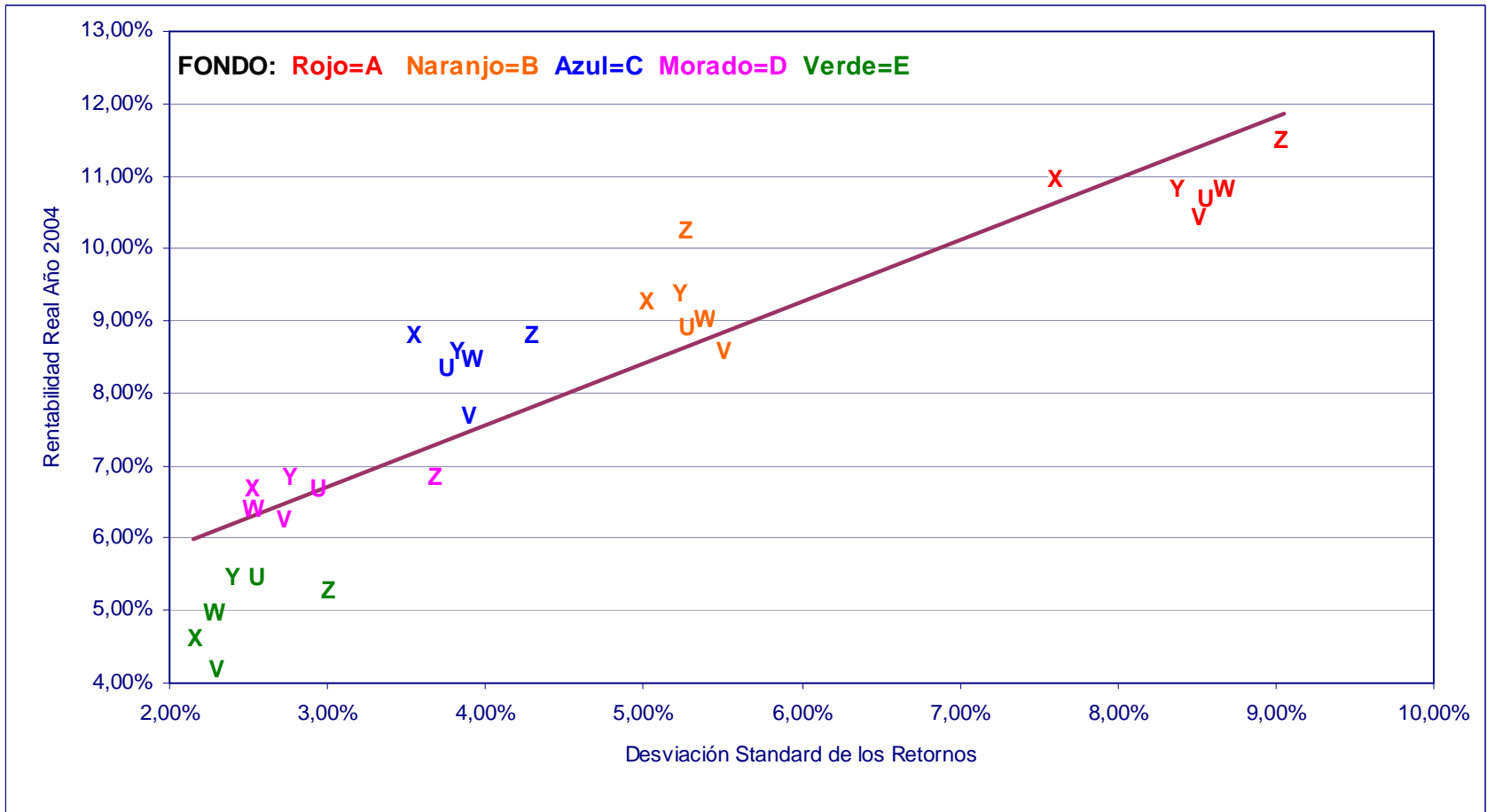
Rentabilidad y Desviación Estándar desde septiembre 2002 a diciembre 2004

RENTABILIDAD Y RIESGO PROMEDIO ACUMULADA DICIEMBRE 2004 ANUALIZADA



Rentabilidad y Desviación Estándar desde septiembre 2002 a diciembre 2004

RENTABILIDAD Y RIESGO PROMEDIO ACUMULADA AÑO 2004 (diciembre) ANUALIZADA



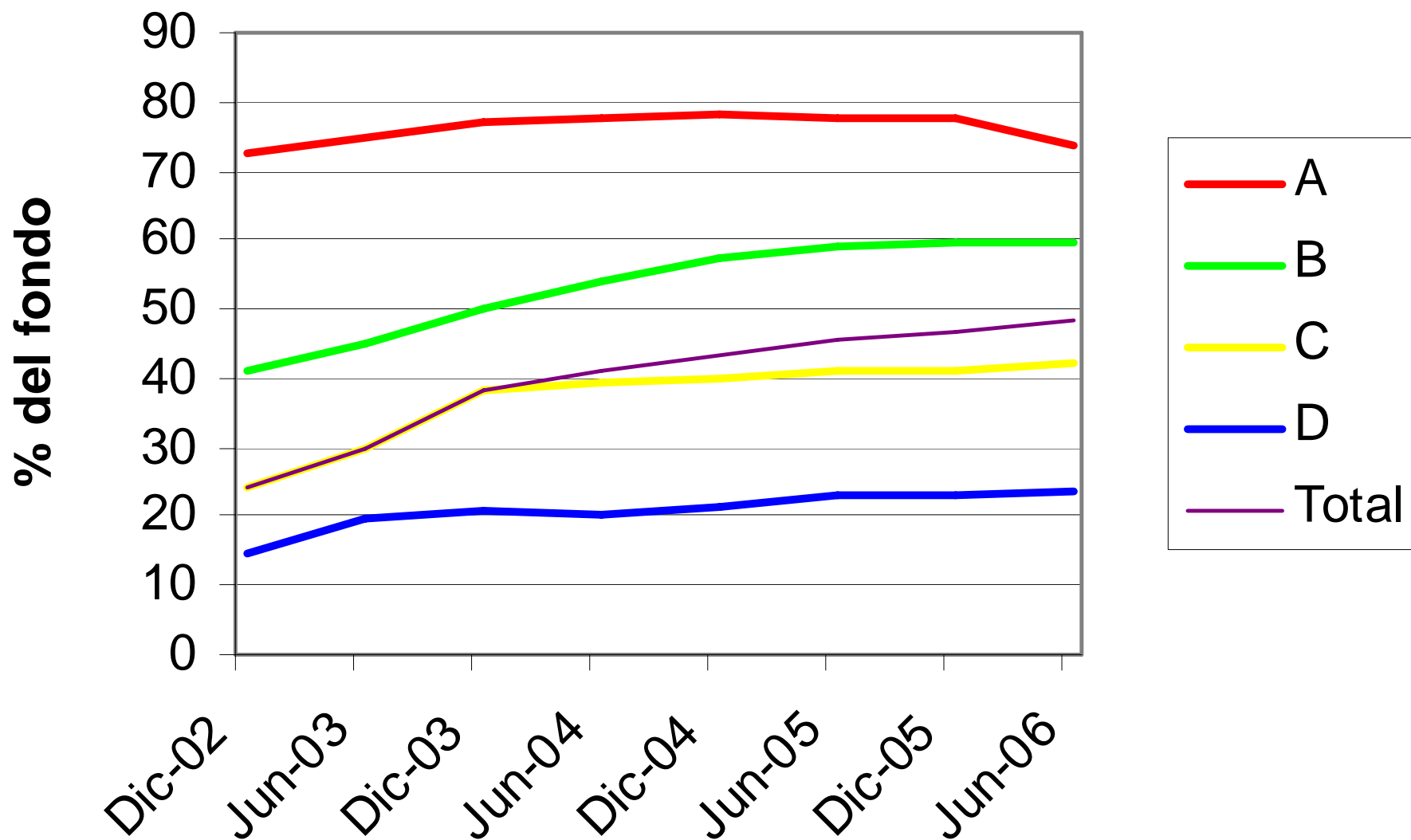
Rentabilidad y Desviación Estándar acumulada año 2004

Evolución

Evolución Renta Variable

	A	B	C	D	Total
Dic-02	72.49	41.34	24.04	14.75	24.25
Jun-03	75.07	45.23	29.96	19.78	29.90
Dic-03	76.99	50.17	37.99	20.76	38.06
Jun-04	77.53	54.01	39.60	20.48	40.99
Dic-04	78.02	57.21	40.14	21.38	43.22
Jun-05	77.83	59.12	41.08	22.82	45.55
Dic-05	77.43	59.42	40.85	22.94	46.86
Jun-06	73.60	59.64	42.46	23.85	48.40

Inversión Renta Variable



Ideas

Ideas

- Cambiar la comunicación mensual de la SAFP, por una cuatrimestral.
- Comunicar retornos de períodos relevantes para un fondo de pensiones.
- Incluir medidas de riesgo en la presentación de resultados y evolución de las mismas.
- Realizar análisis de resultados, de los períodos relevantes, profundizando respecto de las fuentes de retorno y riesgo.

Ideas

- Consolidar la información de carteras entregadas, de manera de no poder conocer las carteras individuales.
- Cambiar la frecuencia de entrega mensual por cuatrimestral.
- Incorporar en el cálculo de rentabilidad mínima el concepto de riesgo.

Cómo impacta la divulgación de información en las decisiones de inversión.

Eduardo Vildósola
Gerente de Inversiones y Estudios
Bansander AFP

Tabla de Contenido

- El valor de la información
- Qué informa hoy la SAFP en rentabilidad
- El problema del énfasis del corto plazo en rentabilidad
- Qué informa hoy la SAFP en carteras de inversión
- La necesidad de tener y conocer un benchmark
- Qué debería informar la SAFP
- Conclusiones

El valor de la información

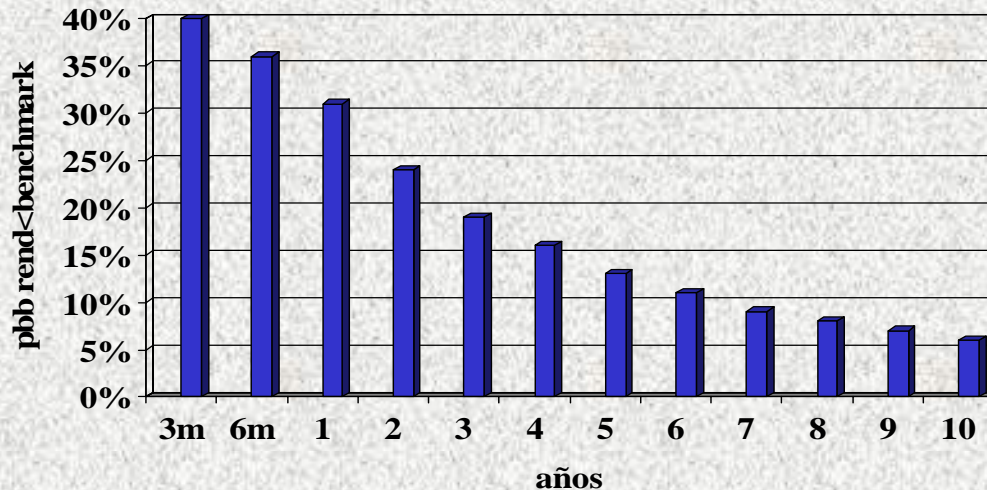
- La información tiene valor para los afiliados y gestores de inversiones y ayuda a tomar mejores decisiones.
- No importa quien sea, tomando decisiones informadas acerca de que hacer con su dinero ayudará a construir un futuro más estable para su familia” Alan Greenspan.
- Sin embargo, informar mal tiene un alto costo y lleva a tomar malas decisiones tanto a los afiliados como a los gestores de inversiones.
- Informar mal:
 - Poner mal los énfasis
 - No entregar toda la información relevante para los afiliados y gestores
- La información entregada por la SAFP es utilizada por la fuerza de ventas del sistema para la función de atracción de cotizantes.
- Es necesario examinar si puede mejorarse la calidad de la información entregada.

Qué Informa hoy la SAFP: Rentabilidad

- Publicación mensual de rentabilidad :
 - La rentabilidad es sin duda el principal factor que explica la intención de cambio de los afiliados (aproximadamente un 60% de los clientes afirman cambiarse por rentabilidad: Adimark)
 - Los afiliados son muy sensibles al ranking de rentabilidad. Estudio de Rodrigo Cerda concluye que para una AFP, pasar del lugar 6 al 1 en rentabilidad significa disminuir su tasa de salida de cotizantes en casi 40 por ciento.
 - La publicación mensual, en la práctica ha llevado a un mayor énfasis en la rentabilidad de corto plazo ya que entrega 4 columnas, de las cuales las 2 primeras son rentabilidad del mes y acumulado año (que hasta la mitad del año ó el 50% del tiempo de publicación, son menores a 6 meses).
 - Los vendedores utilizan estos rankings de corto plazo para traspasar cotizantes.
 - Cambiarse de AFP con rentabilidades de corto plazo lleva a errores.

Informar rentabilidad de corto plazo lleva a errores

- Sólo en el largo plazo se puede determinar si un gestor de inversiones aporta valor o sólo tiene suerte.
- En la industria de fondos mutuos de USA, un fondo del cuartil superior en rendimiento ($IR=0.50$), tiene 40% de probabilidad de tener una rentabilidad inferior al benchmark en un período de 3 meses, sin embargo en tres años esta probabilidad cae a 18% y en 5 años, baja a 13%



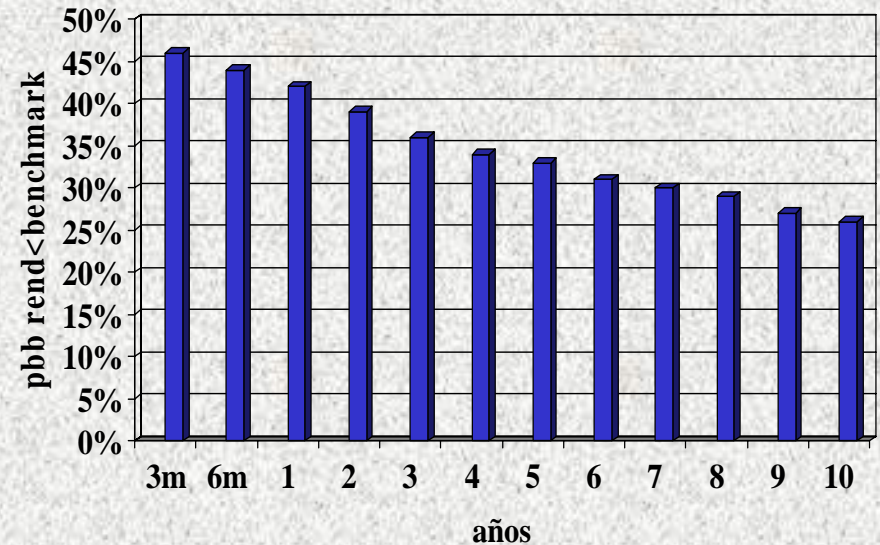
Fuente: Active Portfolio Management, Grinold & Kahn. Fondo con $IR=0.5$

IR de F.Mutuos Extranjeros: 2 cuartiles superiores

PROMEDIO	0,08
-----------------	-------------

GLOBAL LARGE CAPS	0,08
GLOBAL SMALL CAPS	0,06
INTERNATIONAL (ex US)	0,16
INTERNATIONAL (ex US) SMALL CAPS	0,13
US LARGE CAPS VALUE	0,11
US LARGE CAPS GROWTH	0,08
US LARGE CAPS BLEND	0,18
US MID CAPS VALUE	0,07
US MID CAPS GROWTH	0,03
US MID CAPS BLEND	0,07
US SMALL CAPS VALUE	0,06
US SMALL CAPS GROWTH	0,08
US SMALL CAPS BLEND	0,08
EUROPE LARGE CAPS VALUE	0,04
EUROPE LARGE CAPS GROWTH	0,06
EUROPE LARGE CAPS BLEND	0,11
EUROPE ex UK	0,08
EUROPE SMALL CAPS	0,07
UK LARGE CAPS	0,07
JAPAN LARGE CAPS	0,05
JAPAN SMALL CAPS	0,05
PACIFIC INC JAPAN	0,06
FAR EAST EX JAPAN	0,09

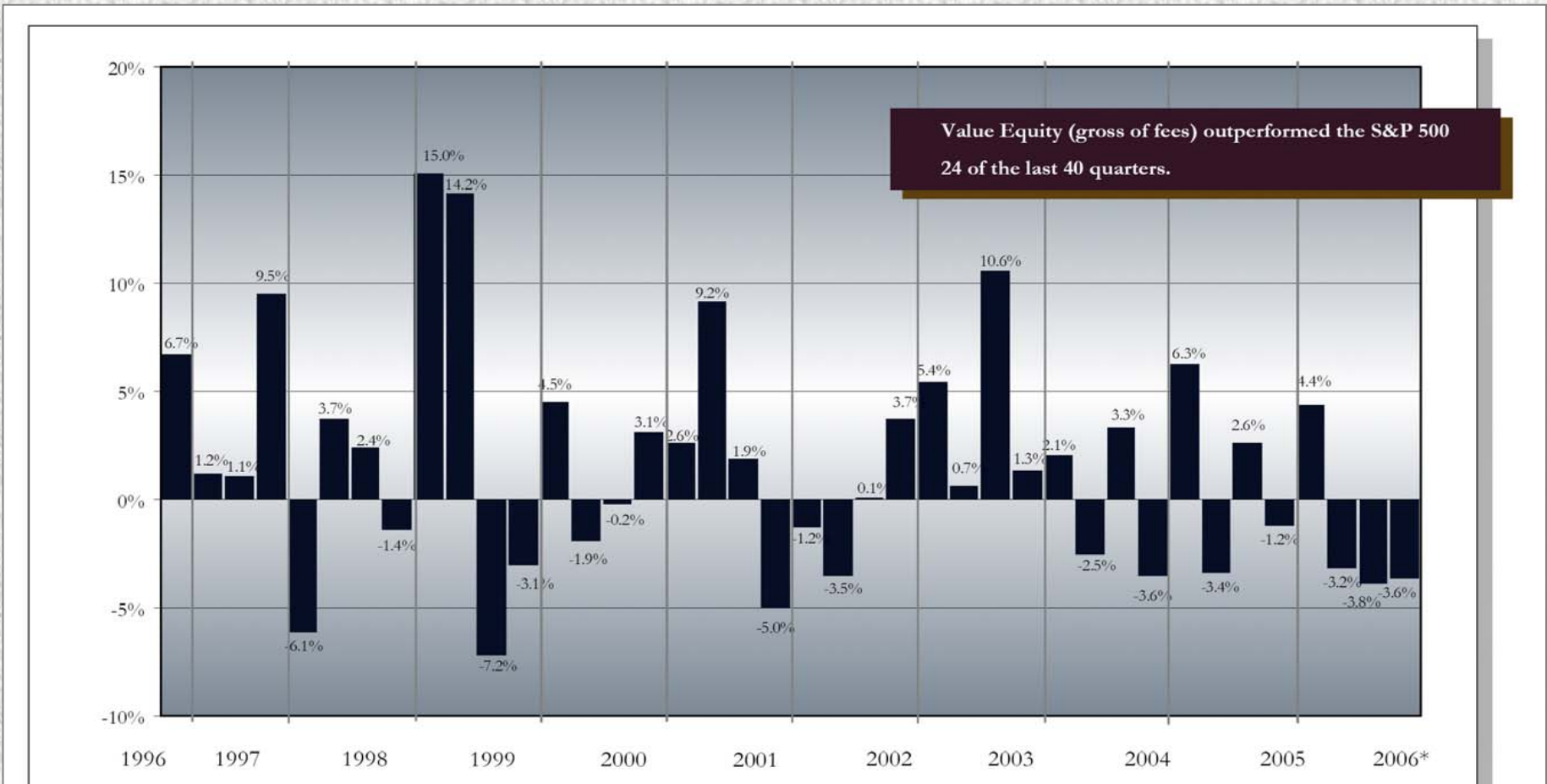
Prob. Bajo desempeño con IR = 0.2



Fuente: Celfin Capital

Diferencia de Retorno Semestral

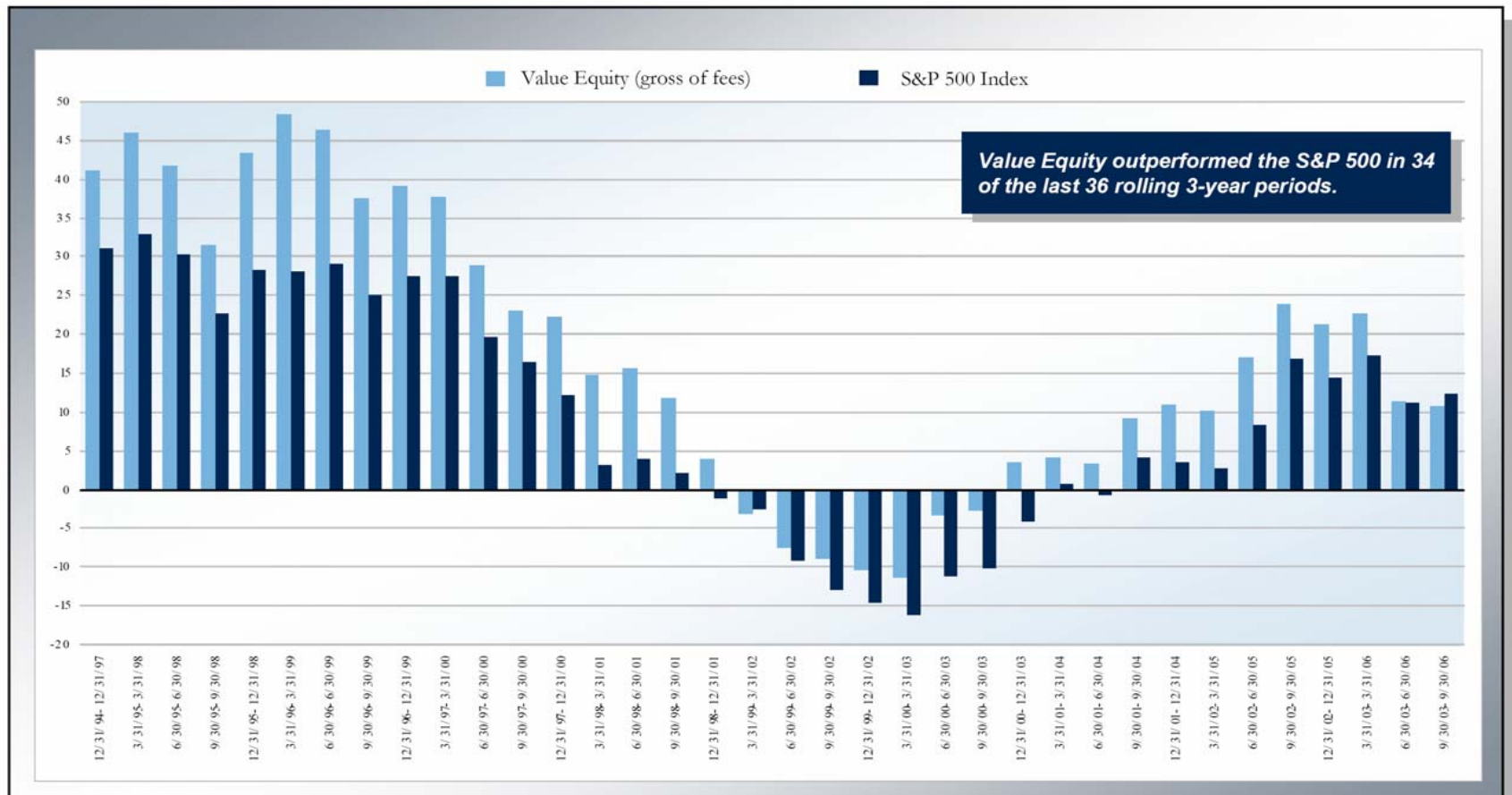
Fondo Value v/s Benchmark



Diferencia de Retorno 3 Años Móviles

Fondo Value v/s Benchmark

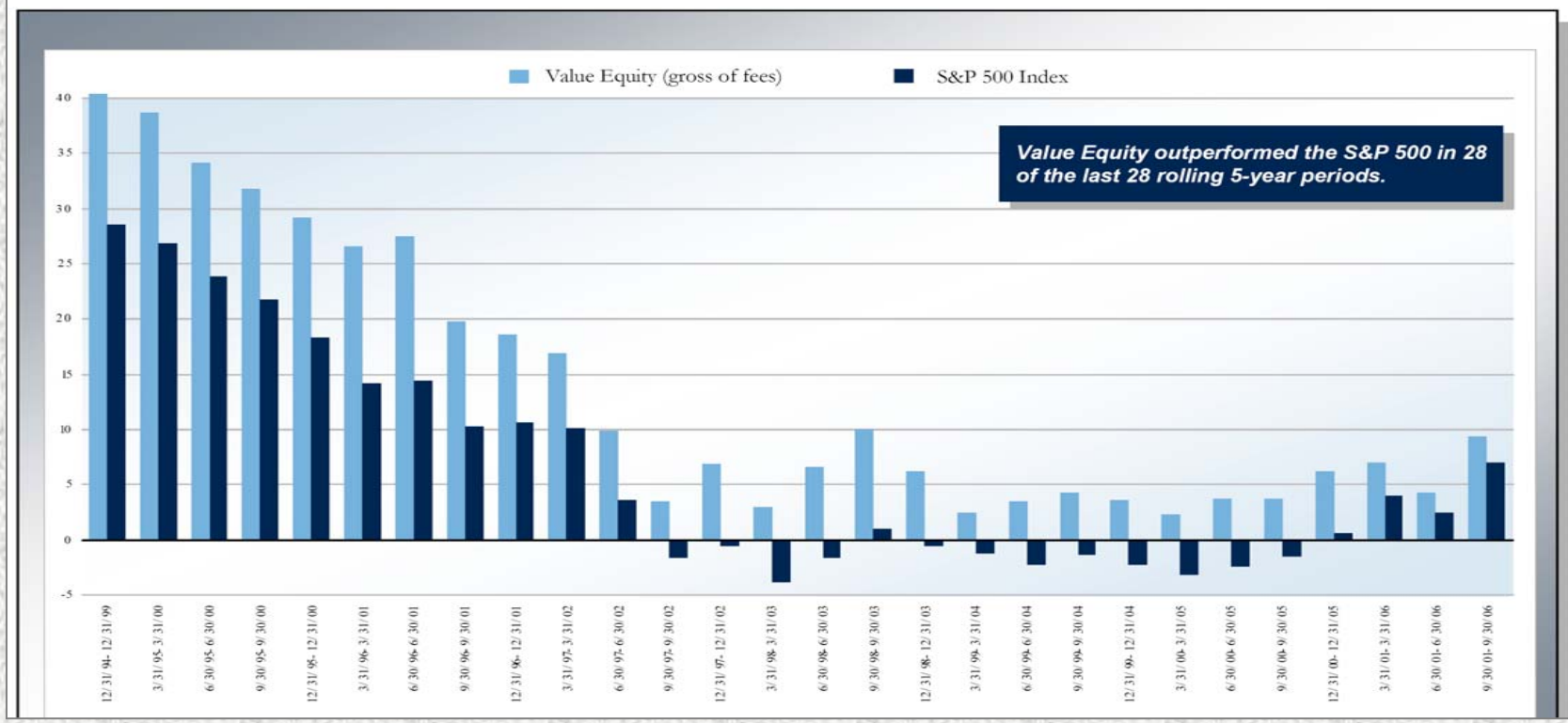
Average Annual Rolling 3 Year Total Returns



Diferencia de Retorno 5 Años Móviles

Fondo Value v/s Benchmark

Average Annual Rolling 5 Year Total Returns



Qué Informa hoy la SAFP: Rentabilidad

- El verdadero riesgo para los gestores de inversiones no es la probabilidad de caer en rentabilidad mínima, sino el riesgo comercial de estar bajo el benchmark en los rankings de corto plazo.
- En la práctica, si el énfasis está en el corto plazo desde el punto de vista de la publicación de información y de la atracción por parte de la fuerza de ventas, los incentivos serán fuertes para que los gerentes de inversiones disminuyan el Tracking Error de los portafolios.

Qué Informa hoy la SAFP: Carteras de Inversión

- Publicación mensual de carteras de inversión:
 - Con desfase mensual, se entrega información detallada de los principales instrumentos de las carteras de inversión de las distintas afp's.
 - Las carteras de inversión de cada una de las afp's constituyen el benchmark relevante desde el punto de vista comercial (preferencia de los clientes) y desde el punto de vista de los accionistas (riesgo patrimonial por rentabilidad mínima)
 - Por tanto se hace necesario tener información permanente y clara de ese benchmark.

Necesidad de tener un benchmark

- Tener un benchmark claro y conocido ex ante tiene las siguientes ventajas:

Para el cliente	Para el gestor
-conocer con anticipación características de riesgo y retorno esperado de sus inversiones.	-definir política de inversiones y ser consecuente con ella.
-comparar y evaluar desempeño de su fondo v/s benchmark.	-tomar riesgos controlados y concientes, en especial si benchmark se mueve
-exige al gestor explicitar y justificar su visión.	-no destinar recursos para estimar dónde está el benchmark, sino para mejor visión de los mercados

Necesidad de tener un benchmark: caso USA

La industria de Fondos Mutuos en el mundo

- Benchmark relevante, replicable y conocido (al detalle, todos los instrumentos de la cartera)
 - USA: S&P 500
 - Japón: Topix First Section
 - Mercados Emergentes: MSCI (Morgan Stanley Capital Index).
- Es fijo en el tiempo.
- Metodología de cambio en benchmark es conocida por la industria financiera.
- Además, no existe compromiso patrimonial vs benchmark.

Qué Informa hoy la SAFP: Carteras de Inversión

- Por tanto, es absolutamente recomendable y necesario continuar recibiendo información de la composición del benchmark para realizar una buena gestión de los ahorros previsionales.
- Si siguiéramos la experiencia internacional, esa información debería conocerse diariamente.
- Más importante aún, los afiliados tienen el derecho a conocer exactamente dónde están invertidos sus ahorros previsionales (tipos de instrumentos y diversificación geográfica).

Qué debería informar la SAFP

Información que valoran los clientes: caso USA

Antes de la compra		Después de la compra	
Comisiones Cobradas	74%	Desempeño	76%
Desempeño Histórico	69%	Estado de cuenta	73%
Riesgo de la Cartera	61%	Comisiones cobradas	55%
Composición de la Cartera	57%	Composición de la Cartera	41%

SOURCE: Investment Company Institute

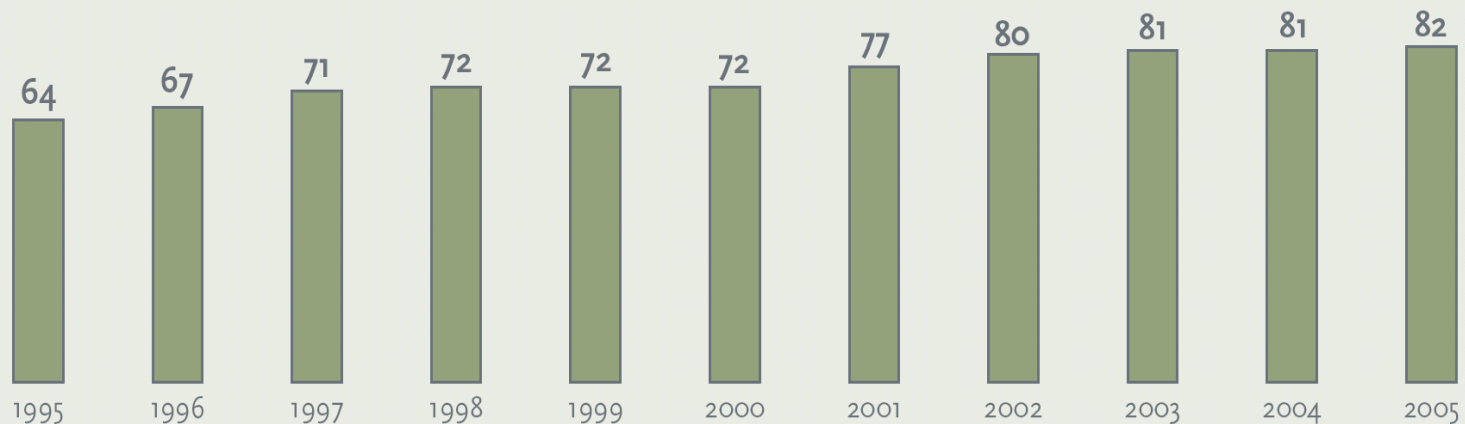
Qué debería informar la SAFP

Los inversionistas eligen Fondos con historia (10 años)

FIGURE 3

INVESTORS TEND TO OWN FUNDS WITH LONG PERFORMANCE RECORDS

Percent of Stock and Bond Fund Assets Invested in Funds That Have Operated for at Least 10 years, 1995–2005



source: Investment Company Institute

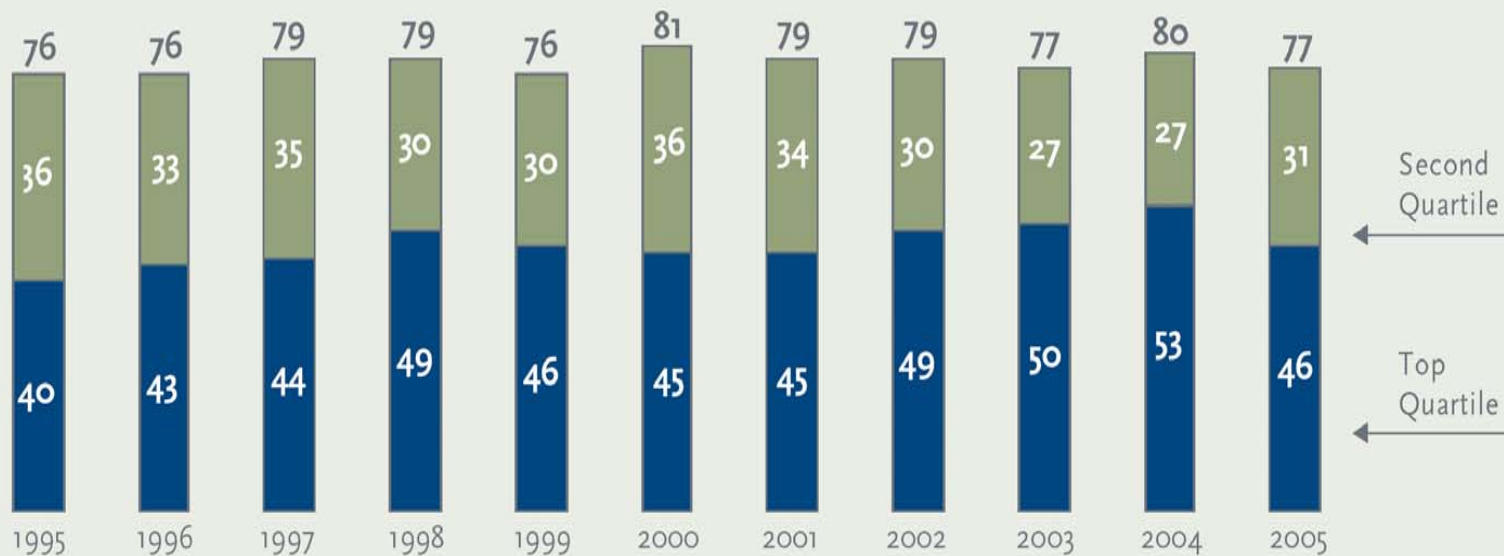
Qué debería informar la SAFP

Período de Rentabilidad relevante: 10 años

FIGURE 4

FUND SHAREHOLDERS ARE HEAVILY INVESTED IN FUNDS WITH BEST LONG-TERM PERFORMANCE

Percent of Assets of Long-Tenured Stock and Bond Funds in Top Performing Funds,* 1995-2005

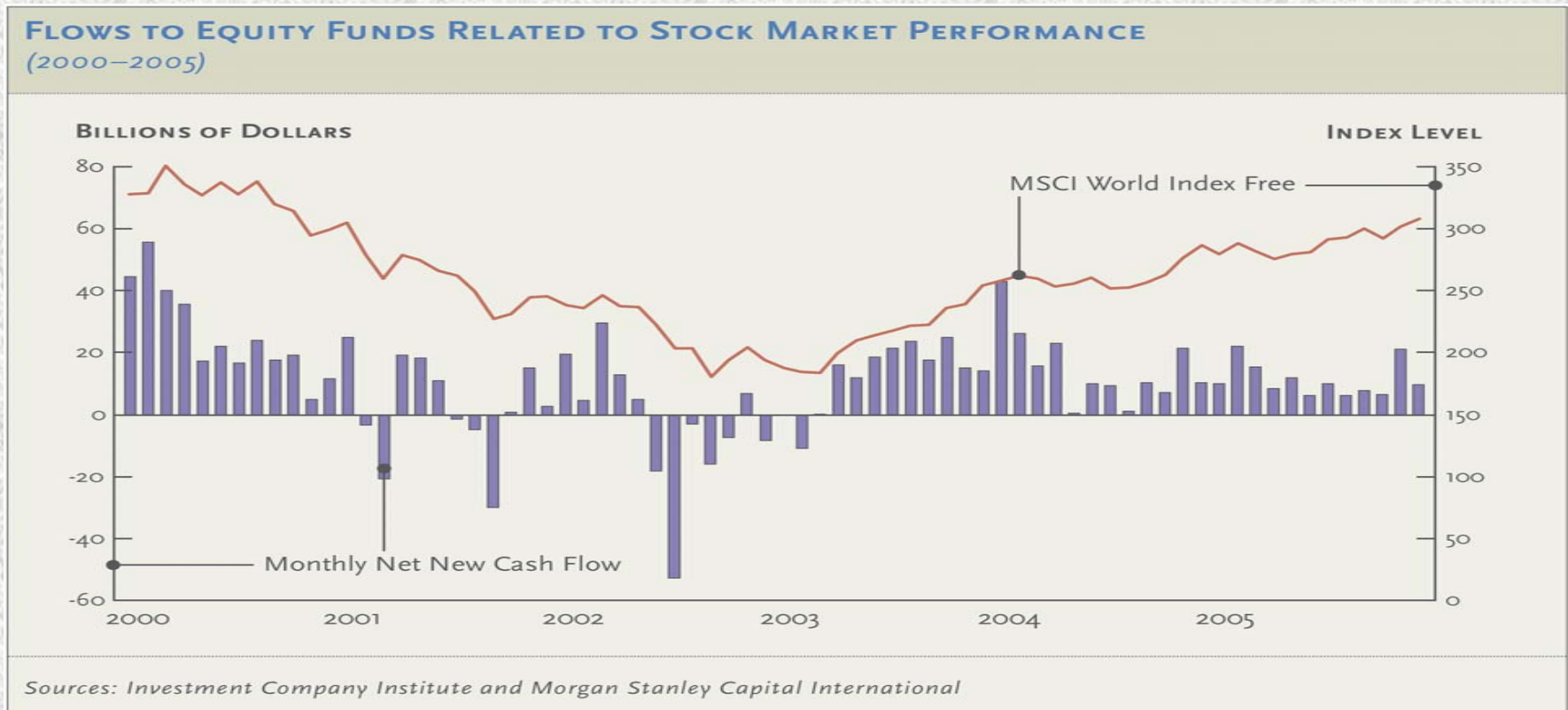


*percent of assets of stock and bond funds with 10-year performance history held in share classes whose performance is among the top half in their investment objective category

sources: Investment Company Institute and CRSP University of Chicago, used with permission, all rights reserved (773.702.7467/www.crsp.com)

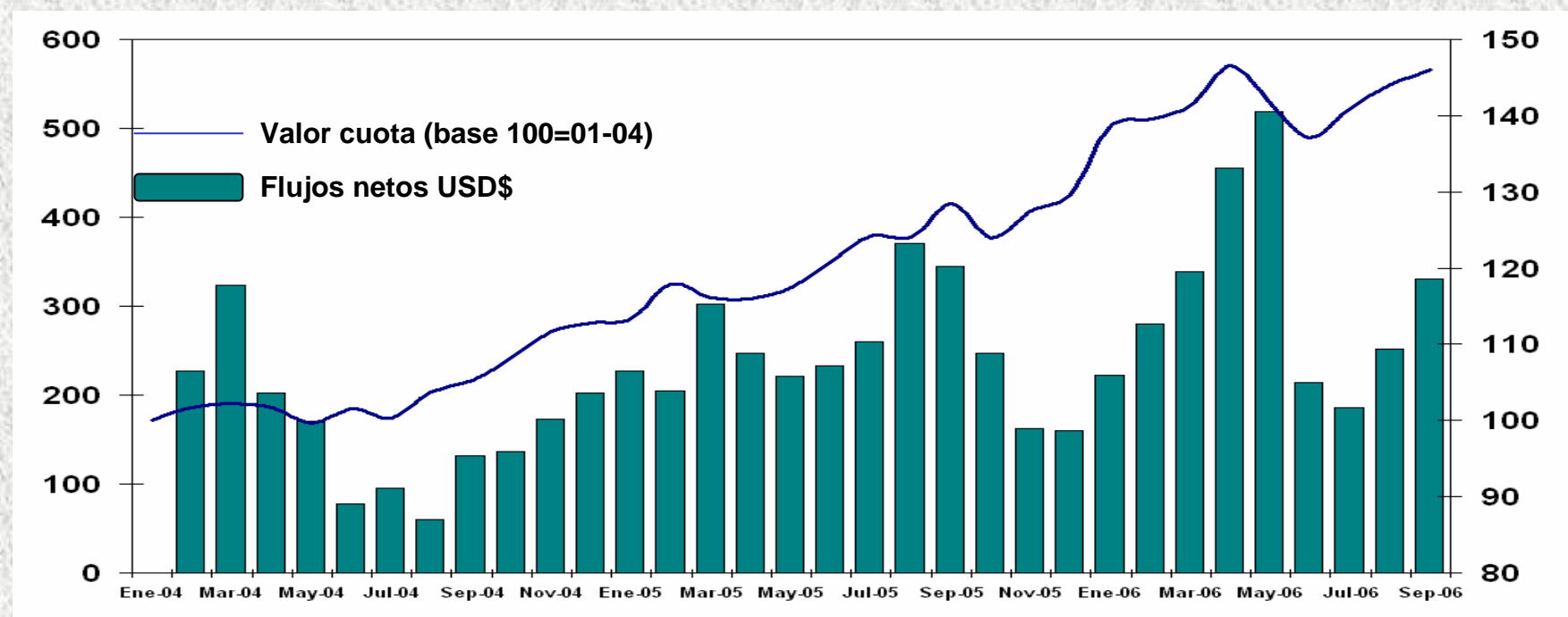
Qué debería informar la SAFP

Inversionistas siguen rentabilidades recientes: **necesidad de informar en riesgo**



Qué debería informar la SAFP

Inversionistas siguen rentabilidades recientes: **necesidad de informar en riesgo**



Multifondo A: promedio flujo neto mensual USD\$240 MM

Conclusiones

- El ahorro previsional es un producto de alta asimetría de información y existen formas de disminuirla a través de la buena información:
 - Dar énfasis a la rentabilidad de largo plazo
 - Informar acerca de las características de riesgo de cada fondo:
 - Absoluto (desviación estándar, VAR)
 - Relativo (Tracking error)
 - Seguir informando las carteras de inversión de las afp's que permite un mejor manejo de los ahorros previsionales y respeta el derecho a información de los clientes.