

financial & private sector development

Los Efectos de la Crisis en la Previsión Social en América Latina

Heinz P. Rudolph

Modalidades Previsionales: Resultados Recientes y Desafíos

San Jose, Costa Rica, Noviembre 19 y 20, 2009

hrudolph@worldbank.org



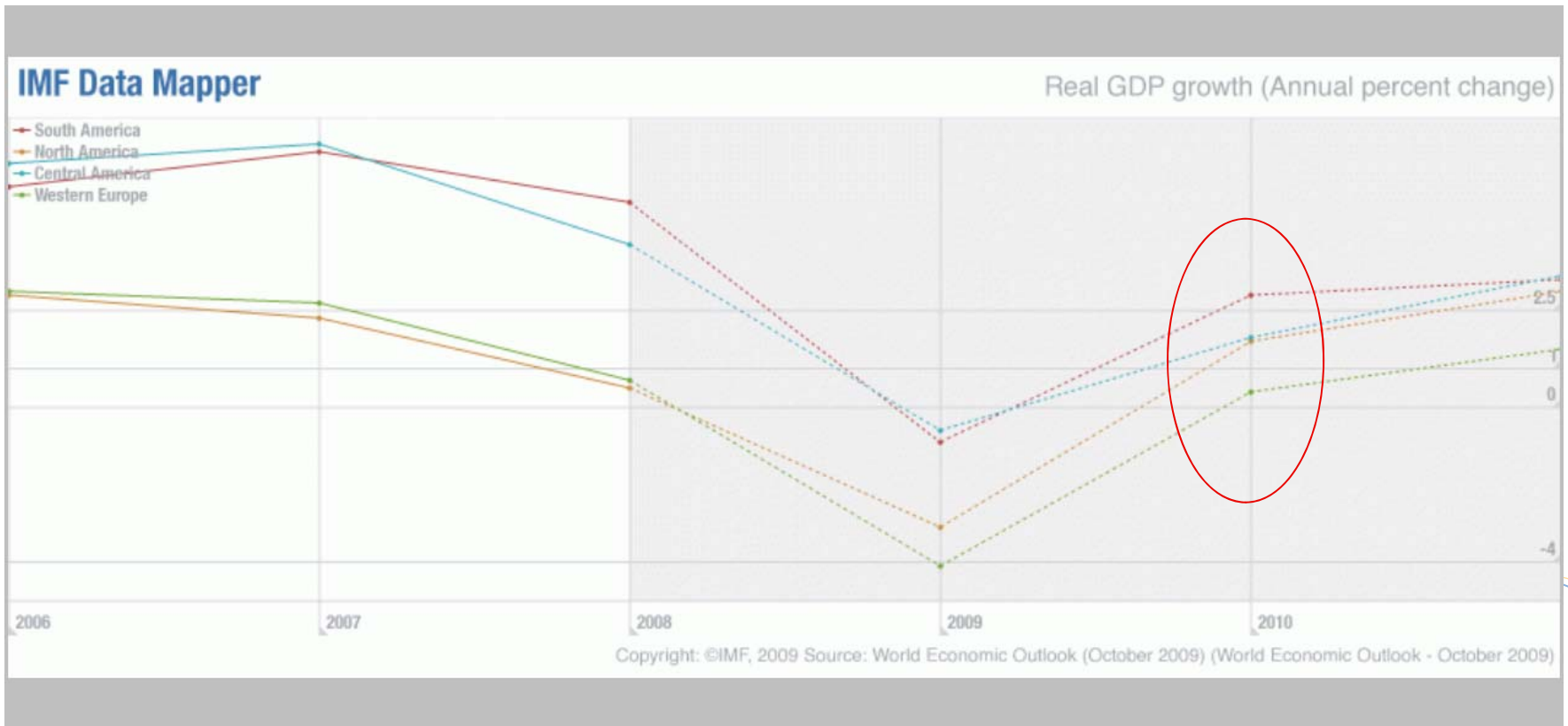
THE WORLD BANK



La Crisis en America Latina

- Alta dependencia del comercio, no necesariamente integrados financieramente
- Países importadores netos de materias primas
 - Beneficio por la caída en el precio de materias primas
 - Baja integración financiera internacionales
- Países exportadores netos de materias primas
 - *Inflation targeting* (2/3 GDP)
 - Afectados por la caída en el precio de sus materias primas
 - Acceso a mercados globales en términos relativamente favorables
 - *Non inflation targeting* (principalmente energía)
 - Términos de intercambio probablemente continuarán razonablemente altos
 - Bajo acceso a mercados financieros globales

GDP Growth



Efectos de la crisis en los sistemas de previsión social

- En principio las crisis financieras solo debiesen tener impactos transitorios sobre los sistemas previsionales, sin embargo...
- Descalces fiscales, unidos a un imperfecto diseño y desempeño de los segundos pilares lleva a que se reaccione con cambios estructurales a los sistemas de pensiones generalmente apuntan en la dirección incorrecta
- Con la excepción de Argentina, esta discusión ha estado relativamente ausente en América Latina, pero ha sido muy intensa en países de Europa del Este

Reacciones de política para enfrentar la crisis: camino equivocado?

Acciones de Política	Legisladas	Consideradas
Nationalization del segundo pilar	Argentina	Bolivia
Reducción de tasa de contribución al segundo pilar	Romania, Lithuania, Latvia, Estonia, Slovakia	
Permitir salirse del segundo pilar	Slovak Republic	
Hacer el segundo pilar voluntario para los nuevos entrantes	Slovak Republic	
Cambiar la tasa de indexación para la pensión básica y mínima	Serbia, Hungary	Latvia,
Incremento en la edad de retiro		Ukraine, Hungary
Medidas para evitar retiro anticipado	Poland, Hungary	Ukraine
Reducción a los topes de comisiones	Slovak Republic	Poland, Lithuania

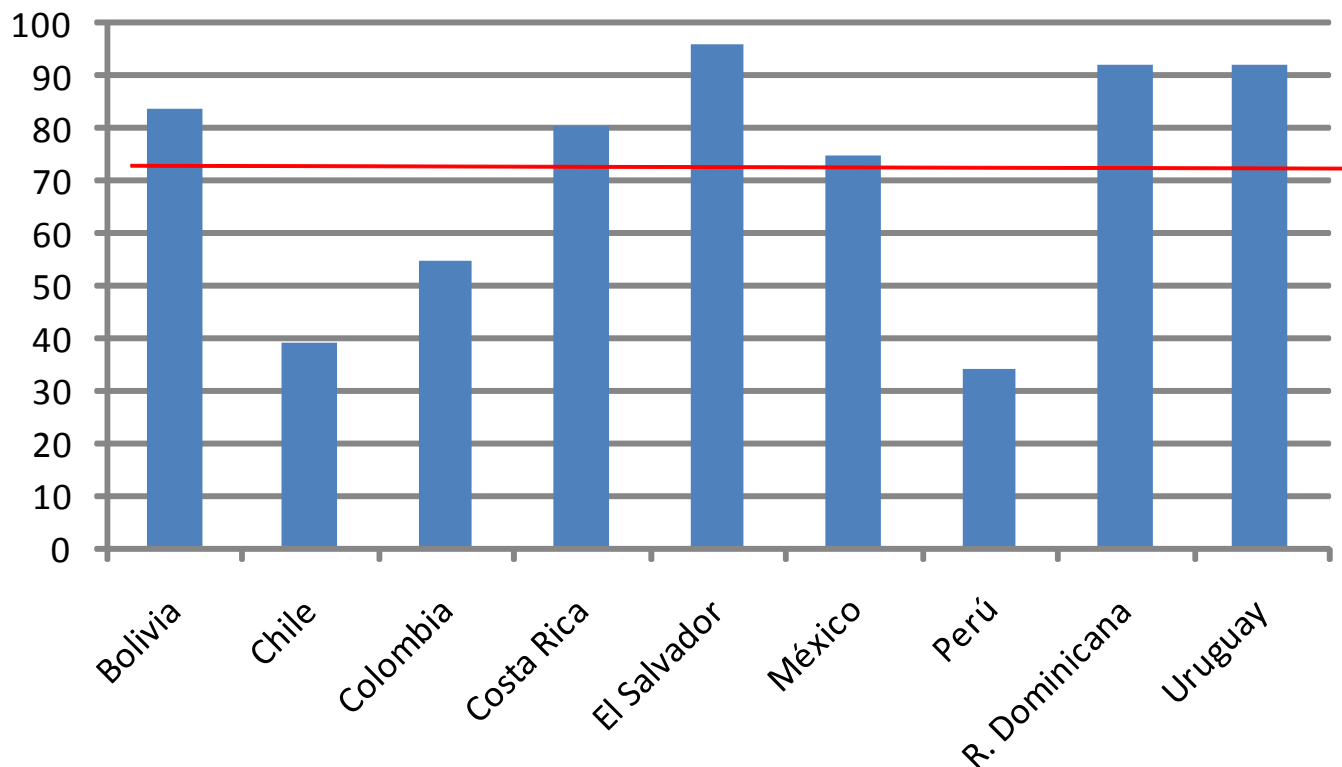
Señal de alerta respecto del futuro de los segundos pilares

Las crisis es una oportunidad para realizar reformas en América Latina

- No es el momento de ser complacientes.
- Los sistemas previsionales en América Latina están en deuda con la sociedad y requieren ser perfeccionados para efectos de proveer adecuadas tasas de reemplazo en el futuro
- Problemas
 - [Diversificación de portafolios](#)
 - Comisiones cobradas por las administradoras
- Estas críticas son validas y pueden ser difíciles de contrarrestar en un ambiente de turbulencia

Administradores perezosos?

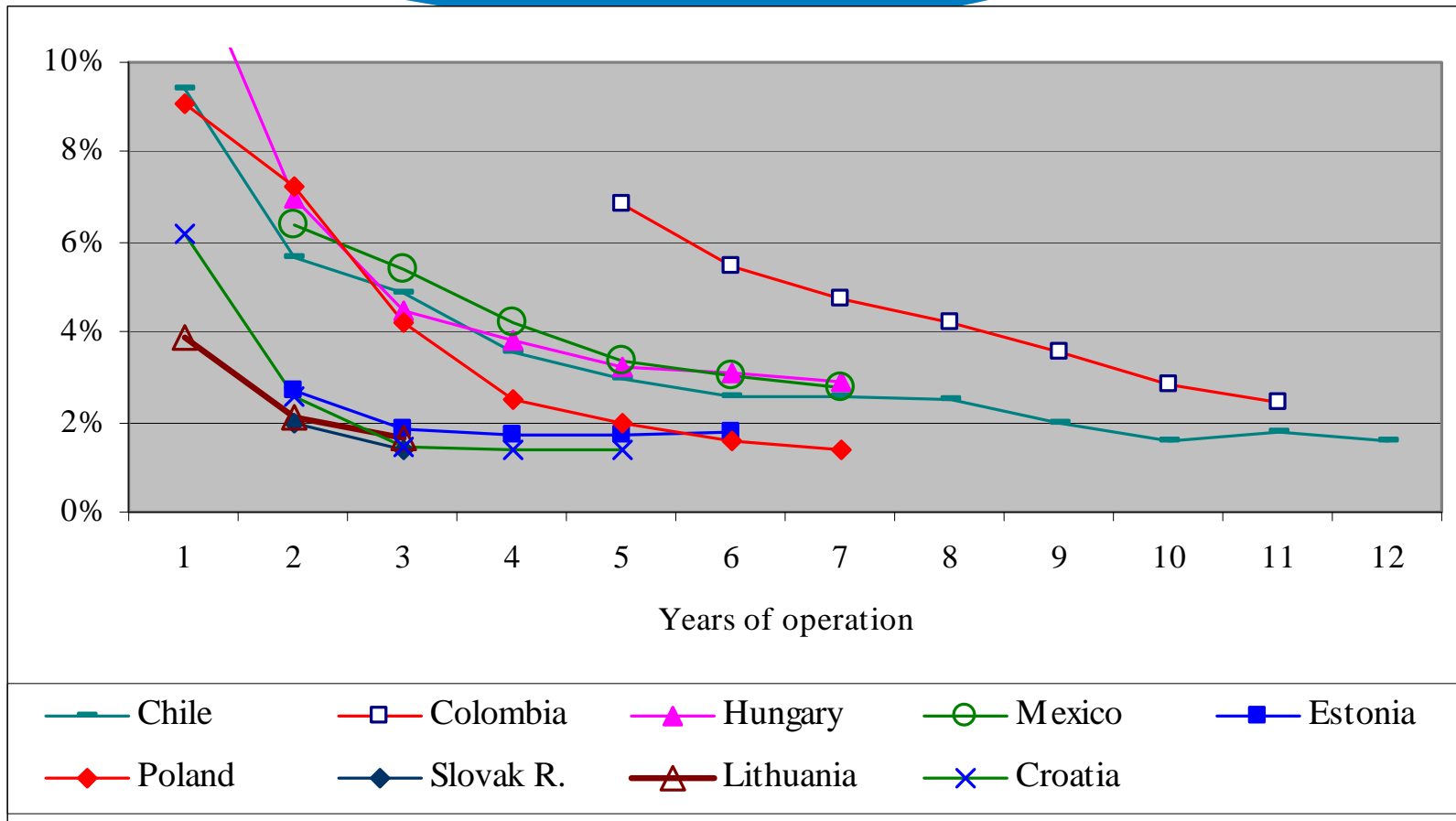
Deuda de Gobierno y Depósitos Bancarios (Junio 09)
(% del Fondo de Pensiones)



Fuente AIOS

Comisiones son altas

Comisiones Totales (% del fondo)



Sistemas de este tipo podrian funcionar con comisiones de 20 puntos base

Necesidad de Definir un Mapa de Ruta

- Principio Básico: los sistemas de pensiones de capitalización en economías en desarrollo se benefician con un desarrollo paralelo de los sistemas financieros y mercado de capitales locales
 - Experiencia de los países bálticos
 - Una liberalización de inversiones tipo “big bang” puede ser riesgosa por cuanto ni los administradores, ni los supervisores están preparados para administrar riesgos desconocidos, especialmente en economías con infraestructura financiera débil.

Renta Fija

- La deuda pública debe estar alineada con los objetivos de los fondos de pensiones
 - Preocupante la presencia de exceso de T bills
 - Necesidad de que las Tesorerías desarrollen los mercados de bonos indexados a la inflación
- Es difícil pensar en el desarrollo de mercados de bonos de largo plazo, sin el establecimiento de *benchmarks* para los portafolios de los fondos de pensiones
- Aprovechar la posibilidad de desarrollar los mercados de bonos corporativos, especialmente en mercados altamente dependientes del sector financiero (desintermediación)

Renta Variable

- Asegurarse que la infraestructura financiera es la apropiada:
 - Sistemas de pago
 - Liquidación y compensación de valores
 - Valoración de portafolios (mark-to-market vs mark-to-model)
 - Plataformas accionarias: OTC versus bolsas
- Gobiernos corporativos. Asegurarse de que existe adecuada protección a los accionistas minoritarios
- Mercados pequeños, problemas con inversiones de fondos de pensiones en empresas relacionadas al administrador

Mercado de Derivados

- Derivados de moneda se ajustan a necesidades de corto plazo, pero no necesariamente a necesidades de largo plazo
- Probablemente mejor esperar hasta que los sistemas de manejo de riesgo de los administradores de fondos pensionales sean los adecuados y en lo posible, que le regulador sea capaz de entender los riesgos que se están tomando

Mercado Internacional

- Moverse gradualmente los portafolio hacia inversiones en el extranjero.
 - Después de 10 años de existencia de fondos de pensiones, las inversiones en el extranjero son una necesidad
 - Permite descomprimir el mercado local
 - Ayuda a evitar que los contribuyentes y pensionados se vean afectados por el ciclo económico local
- Necesidad de ser cuidadosos en los esquemas de comisiones cobradas por los fondos mutuos, muchas veces es un mercado poco transparente (comisiones minoristas versus comisiones al por mayor)

El Rol de la Competencia

- Algunos reguladores siguen pensando que los problemas de los fondos de pensiones se resuelven con más competencia...
- En un mercado con altas asimetrías de información e incentivos de corto plazo, no es evidente el rol de la competencia
- Existe realmente un “alpha”?

Una talla no se ajusta a todos los tamaños

- Los fondos de pensiones con único fondo son insuficientes para asegurar adecuadas tasas de reemplazo
- Aunque fueron un avance, los multifondos fueron pensados para una realidad inexistente y llevan a una lógica de administración de fondos mutuos
 - Si bien la educación financiera es una alternativa a explorar, es muy probable que no se vean resultados concretos en las proximas dos decadas
- Los fondos de ciclo de vida permiten diseñar portafolios de largo plazo desde una perspectiva dinámica

Carteras únicas?

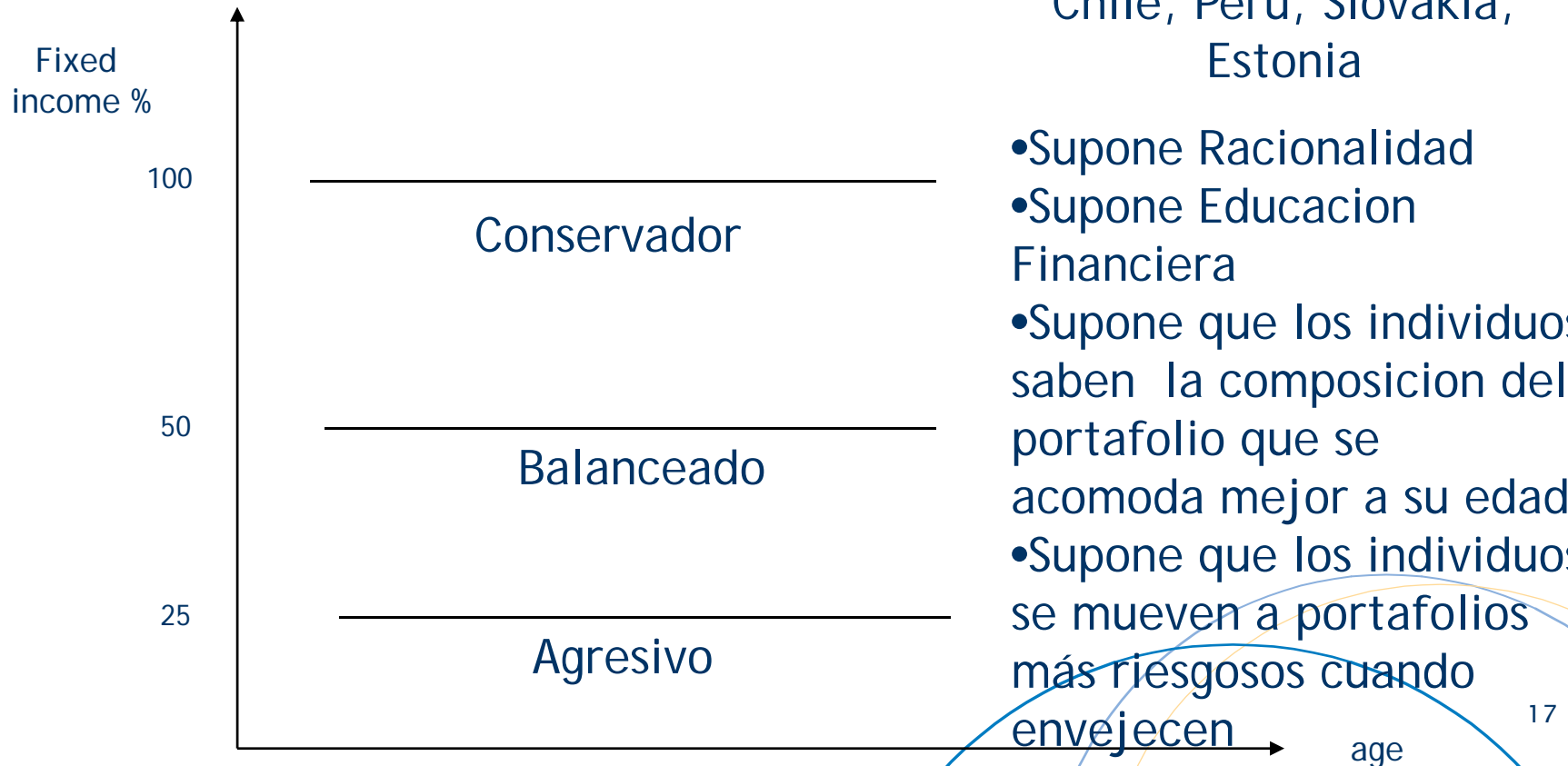
Carteras únicas



Multifondos?....

Multifondos

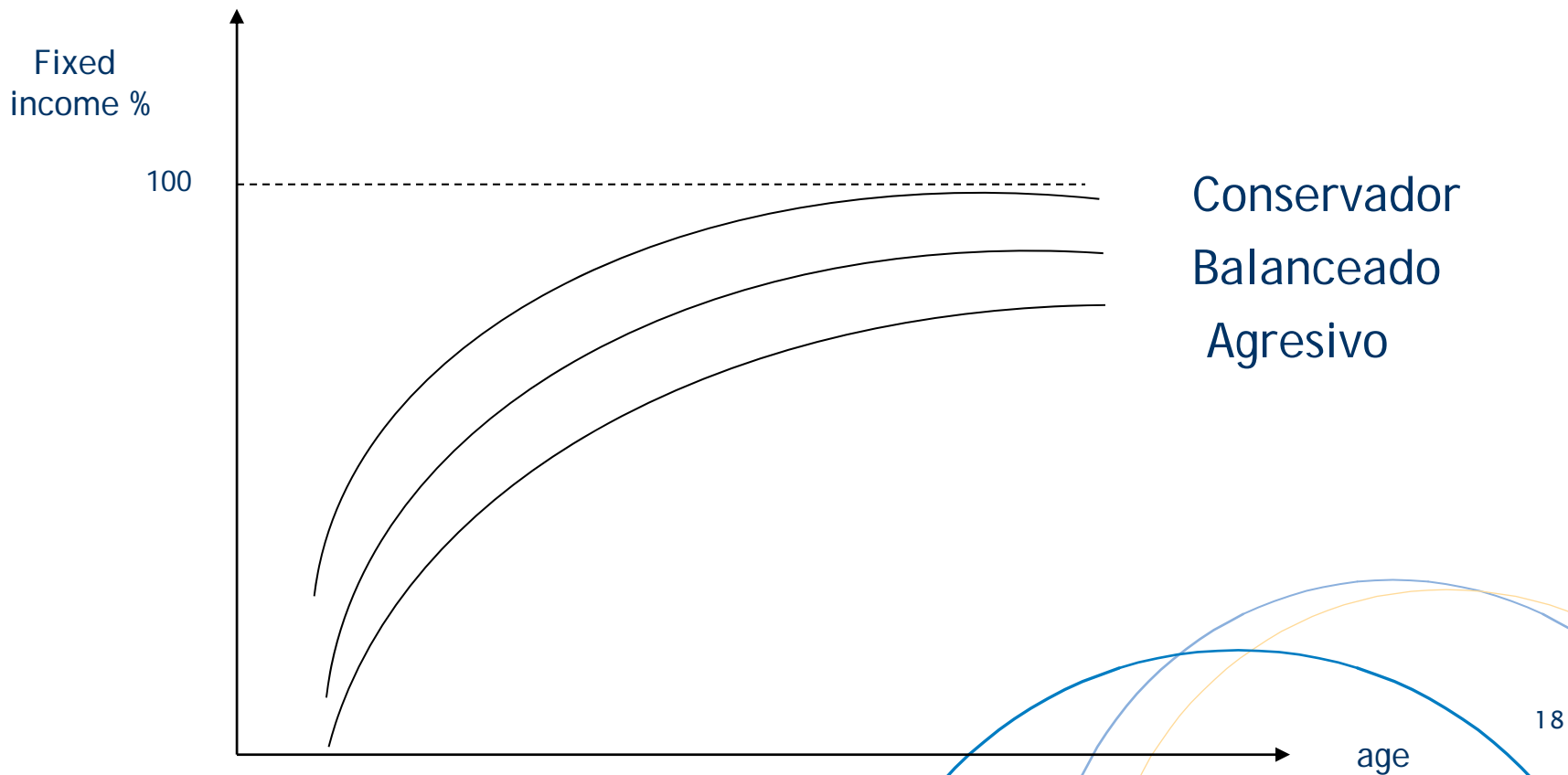
Chile, Peru, Slovakia,
Estonia



- Supone Racionalidad
- Supone Educacion Financiera
- Supone que los individuos saben la composicion del portafolio que se acomoda mejor a su edad
- Supone que los individuos se mueven a portafolios más riesgosos cuando envejecen

17

O carteras de ciclo de vida?



Carteras de Ciclo de Vida

TSP (USA)

- Proveen “default options” para los fondos de pensiones
 - El mercado no resuelve la asignación óptima del portafolio
- Benchmarks que optimizan la cartera a lo largo del ciclo de vida son determinados de manera exógena
- Los fondos de pensiones compiten en contra del benchmark
- Las administradoras cambian la composición de cartera en la medida que los individuos envejecen
- Abre la posibilidad de garantizar los retornos de los fondos de pensiones

Estrategias de Corto y Largo Plazo

- El mercado no tiene los incentivos para buscar el equilibrio de largo plazo

	Corto plazo	Largo plazo
Activo libre de riesgo	T bills	Bonos de largo plazo indexados a la inflacion
Coberturas cambiaria	Hedge	No hedge
Renta variable	trampas en el mercado local	diversificacion internacional
Liquidez	preferencia por liquidez	Instrumentos con potencial de crecimiento y alternativos

Estructura de incentivos a los fondos de pensiones

- Esquemas de comisiones deben reflejar que este es un negocio de largo plazo
 - Dependencia de comisiones por desempeño en economías con mercados financieros poco desarrollados (altas tasas de interés) incentiva portafolios conservadores
- La estructura de comisiones debe reflejar la estructura de costos de la industria:
 - Existen costos variables y fijos, es probable que la estructura optima incluya comisiones sobre el saldo y el fondo.
- No estoy convencido que esquemas de tarifas libres sean óptimos:
 - Gastos excesivos en marketing
 - Explorar la posibilidad de tarificar

financial & private sector development

Gracias!

San Jose, Costa Rica Noviembre 19 y 20, 2009

Heinz P. Rudolph

hrudolph@worldbank.org



THE WORLD BANK

