Fondos de Pensiones: Libertad versus Paternalismo

*Fernando López
Ph.D. en Finanzas, Washington University
in St. Louis, Estados Unidos.
Académico FEN UAH*

El proyecto de ley que reforma el sistema de pensiones presentado hace unas semanas por la presidenta Michelle Bachelet incluye una serie de medidas que limitan las posibilidades que tienen los afiliados para seleccionar los fondos en que se invierten sus ahorros previsionales. Actualmente, las AFPs ofrecen cinco fondos de pensiones denominados por las letras A, B, C, D y E. Entre estos, el Fondo A tiene el mayor grado de exposición al riesgo. A partir del Fondo B, el riesgo disminuye progresivamente hasta el Fondo E. Además, los afiliados pueden cambiarse libremente de fondo, de forma gratuita en 4 días hábiles.

La propuesta que restringe el cambio de fondos

Una de las medidas más controversiales del proyecto de ley consiste en permitir cambios exclusivamente entre fondos adyacentes. A modo de ejemplo, si el proyecto se aprueba, solo se permitirían cambios entre los fondos A y B, B y C, pero no directamente entre A y C o A y E. Adicionalmente, el periodo en que se materializan estos cambios aumentaría de 4 a 10 días hábiles. De esta manera, quienes quieran cambiarse del Fondo A al E (o viceversa) tendrán que hacer cuatro cambios con un espacio de 10 días entre ellos.

El objetivo de esta medida es "evitar efectos indeseados de los traspasos masivos entre fondos". Sin embargo, en las primeras reacciones, la opinión pública se ha manifestado contraria a esta idea porque atentaría contra su derecho a decidir sobre el destino de sus ahorros. En este contexto, el objetivo de este artículo es aportar elementos al debate presentando argumentos a favor y en contra de esta medida.

Libertad

El principal costo de la propuesta es que restringe la libertad de los afiliados para seleccionar el riesgo de las inversiones de sus fondos de pensiones. Incluso algunos podrían plantear que esta violación de la libertad afecta un derecho básico que está respaldado en el primer artículo de nuestra Constitución.

La libertad también es relevante porque, según lo han demostrado varias encuestas, muchos afiliados no saben que los fondos de pensiones son de su propiedad y otros se sienten frustrados por la imposibilidad de disponer libremente de sus recursos. En la práctica, esto podría aumentar el descontento y deteriorar aún más la legitimidad del sistema.

Además, pese a que algunos estudios muestran que quienes se cambian frecuentemente han obtenido rentabilidades inferiores a las que tendrían si no se hubiesen cambiado con tanta frecuencia, en defensa de su libertad, incluso podrían estar dispuestos a asumir los costos que dichos cambios les podrían ocasionar.

Paternalismo

Hay al menos tres argumentos a favor de limitar los cambios de fondo. Primero, diversos estudios muestran que el nivel de educación previsional de la mayoría de los afiliados es bajo. En este contexto, no es claro que quienes se cambian con mayor frecuencia cuenten con todos los elementos de juicio que les permitan evaluar e internalizar los riesgos de sus decisiones.

Segundo, los cambios masivos imponen costos en otros afiliados. Por ejemplo, un estudio reciente desarrollado por académicos de la Universidad Católica en conjunto con investigadores internacionales (Da et al., 2017) muestra que los cambios masivos de fondos alteran las políticas de inversión de las AFP. Específicamente, las AFPs han aumentado la tenencia de activos que son más fáciles de liquidar pero que ofrecen una menor rentabilidad esperada en el largo plazo. De esta manera, el costo de los cambios masivos también lo pagan los afiliados que no se cambian con frecuencia.

Tercero, el mismo estudio muestra que los cambios masivos entre los fondos A y E distorsionan los precios de los activos y aumentan la volatilidad en el mercado financiero nacional. Por ejemplo, un cambio masivo desde el Fondo E hacia el Fondo A hará subir el precio de las acciones nacionales, no porque las empresas valgan más, sino porque hay una mayor demanda por sus acciones. Esto se traduce en que los inversionistas que quieran comprar acciones en ese momento las comprarán más caras y que los precios futuros se corregirán a la baja.

"Paternalismo Libertario" en la regulación vigente

La limitación propuesta es parte de un conjunto de limitaciones

a las decisiones que actualmente pueden tomar los afiliados en materia previsional. Específicamente, en el caso del ahorro previsional obligatorio se observan tres limitaciones significativas. Primero, los fondos sólo pueden ser gestionados por AFPs: sociedades anónimas, de giro único y con fines de lucro. Segundo, las personas sólo pueden optar entre cinco fondos para invertir sus ahorros previsionales. Adicionalmente, el régimen de inversiones que regula los fondos de pensiones restringe las alternativas de inversión de manera que los fondos tengan niveles acotados de riesgo (rating crediticio), liquidez (facilidad para vender al precio de mercado) y se encuentren diversificados (entre sectores económicos, tipo de activos financieros y ubicación geográfica). Por último, cuando los afiliados no eligen entre los distintos fondos, se les asigna uno por defecto de acuerdo a su edad.

Al considerar el bajo nivel de habilidades financieras de los afiliados, difícilmente un mayor grado de libertad les permitiría acceder a un mejor menú de combinaciones de rentabilidad esperada y riesgo a sus fondos de pensiones. En efecto, la evidencia internacional muestra que los trabajadores toman decisiones de inversión que no maximizan sus posibilidades de rentabilidad esperada ni su riesgo. Por ejemplo, una parte importante de los trabajadores que participan en el programa de ahorro previsional denominado 401K en Estados Unidos, invierten más del 50% de sus ahorros en las acciones de la empresa en que trabajaban (Benartzi, 2001; Choi, et al., 2004). Entre otros problemas, esta estrategia no aprovecha los beneficios de la diversificación, alineando el riesgo laboral con el riesgo de la rentabilidad de sus ahorros previsionales.

Al evaluar los fundamentos de la medida que restringe el cambio de fondo, estos parecen razonables. En efecto, la alternativa de mantener la libertad actual aumentando la mayor educación previsional tiene dos inconvenientes. Primero, la evidencia internacional muestra que el impacto de la educación financiera es bajo y los casos exitosos están acotados a contextos específicos (López, 2015). Segundo, incluso si los afiliados tuvieran todos los elementos de juicio, la educación financiera no se hace cargo de los costos que los cambios masivos imponen a otros afiliados y actores del mercado financiero local.

Respecto al mecanismo propuesto por esta nueva reforma –solo permitir cambios de fondos adyacentes y extender de 4 a 10 días el periodo de materialización de estos cambios–, a la fecha no se conocen sus fundamentos y las razones por las cuales se descartaron otras alternativas que cumplirían el propósito mencionado. Sin embargo, el hecho de que los afiliados tengan que hacer cuatro trámites para cambiarse entre el Fondo A y el Fondo E parece excesivo. Una alternativa es que el periodo de materialización de los cambios entre fondos dependiera de la diferencia entre el nivel de riesgo del fondo original y el fondo deseado. De esta manera, se reduciría el impacto de eventuales cambios masivos y, al mismo tiempo, se reduciría el número de trámites necesarios para que los afiliados expresen sus preferencias. Esto último aliviaría en parte el descontento que produce la medida en discusión. ■