

Hoja de ruta para los planes de aportación definida desde una perspectiva global

David Tuesta

Economista Jefe de la Unidad de Inclusión Financiera.

BBVA Research

Jornada sobre Pensiones Complementarias – Col·legi d'Actuaris de Catalunya

17 de Diciembre de 2014

Punto de partida

“¿Están los individuos ahorrando adecuadamente para su pensión?”

Puede tener respuestas diferentes dependiendo de si se trata de un país desarrollado o en vías de desarrollo

- En los países en vías de desarrollo la pregunta se podría redirigir “¿**ESTÁN LOS INDIVIDUOS AHORRANDO PARA LA JUBILACIÓN?** Los problemas de extrema pobreza y el carácter informal de muchas actividades económicas dificultan el realizar aportaciones regulares a un sistema de pensiones.
- ¿En países desarrollados la pregunta que debería hacerse es: ¿**EL SISTEMA PUEDE PROPORCIONAR PENSIONES ADECUADAS A LOS JUBILADOS DE UNA MANERA FINANCIERAMENTE SOSTENIBLE?**
- Los ajustes que se vienen realizando a los sistemas de reparto vienen llevando a una realidad de menores pensiones.

En este contexto, los esquemas de aportación definida (DC) empiezan a tomar mayor protagonismo.

¿Los esquemas DC pueden solucionarlo todo?

- **Bondades ...**
 - Reduce los problemas de sostenibilidad fiscal (en situaciones normales; e.g. ojo con los esquemas de transición de DB a DC...)
 - Mayor incentivo a ahorrar más individualmente, dependiendo de cómo jueguen los incentivos pero ojo a la teoría del comportamiento.
 - Posibilidad de obtener un mayor retorno del mercado de capitales ... pero ojo con los riesgos (volatilidades y escenario de rentabilidades cero).
 - Opciones de posibilidades en la etapa de des-acumulación ... pero los riesgos de longevidad somete a estos sistemas a una prueba dura en el futuro.

Los esquemas DC enfrentan varios riesgos a gestionar

- Muchos riesgos que controlar que se trasladan al sector privado (firmas y familias)
 - Longevidad individual
 - Longevidad agregada
 - Inversión
 - Mercado - precios
 - Inflación
 - Liquidez
 - Herencia
 - “Timing” de la renta vitalicia
 - Pensión
 - Impuestos
 - Eventos inesperado (e.g. divorcio)

Tres ámbitos de acción a tener en cuenta en la implementación de esquemas DC.

- El relativo éxito de un sistema DC, dependerá de varios factores
 - Factores económicos
 - Factores institucionales
 - Factores de diseño/regulación - ¿Cómo manejar diferentes riesgos?

Factores económicos

- Cada país condiciona un reto y un éxito distinto
 - ¿Cuanto ahorras?, ¿Cuanto tienes?
 - Factores riqueza
 - Crecimiento
 - Mercado laboral
 - Funcionamiento de las reglas de juego son claves.

En otras palabras, un esquema DC, incluso bien diseñado, rendirá en función del input que introduzcas. El sistema beneficiará más a quien pueda ahorrar y mantenerse ahorrando por un período largo (cada vez más largo...)

Factores institucionales

- Relación Estado – Sociedad es fundamental.
 - Historia de protección de los derechos de propiedad (experiencia países emergentes).
 - Capacidad institucional para hacer cumplir los esquemas obligatorios
 - Desarrollo de los mercados financieros

El marco institucional condicionará la forma como los individuos querrán participar u obligados a participar en esquemas DC.

Factores de diseño/regulación –

1. DC como parte de un objetivo mayor

- Entendiendo a los esquemas DC dentro de un diseño comprensivo de protección social
 - Un DC no es un esquema de protección social, por tanto no puede ser el único sistema en el que descansa una sociedad.
 - Incorporación del esquema DC dentro de una política amplia de protección social
 - Esquema base, Modelo pilares: solidario puro + reparto obligatorio + capitalización obligatorio + capitalización voluntario

Factores de diseño/regulación

2. El tema de la obligatoriedad

- ¿DC Voluntario u obligatorio? No hay una respuesta definitiva.
- DC Obligatorio
 - Bondad: aseguras % de ahorro y pensión
 - Puntos claves:
 - *Cuál es el tipo contributivo*
 - *Complementariedad con los otros sistemas*
 - *Sobre o sub-ahorro*
- DC Voluntario
 - Bondad: Flexibilidad
 - Puntos clave:
 - *¿Conozco lo que necesito ahorrar o si necesito ahorrar más?*
 - *“Procastination”*
 - *“Miopía”*
 - *Incentivos (no sólo tributarios)*
 - *“Automatic enrolment” (opt-out)*

Factores de diseño/regulación

3. Público o privado

- ¿DC Público o Privado?
 - Un DC no es incompatible con un esquema publico o privado.
 - No hay una renuncia al rol social del Estado a pesar que la gestión sea privada (ejemplo en colegios, hospitales, etc)
 - Por ejemplo, factible esquema de gestión pública de recaudación pública de las contribuciones y licitar al sector privado la gestión de los activos.

Factores de diseño/regulación

(4) La gestión de activos

- Rentabilidad y gestión de activos
 - Gestión experta. Definición de un buen gobierno corporativo donde se limiten los intereses particulares o de carácter político.
 - Régimen de inversiones que permita una diversificación de los riesgos a nivel global donde primen más los límites cualitativos que cuantitativos.
 - Esquema básico de inversión en función al ciclo de vida para minimizar los riesgos durante el período activo y el cambio entre renta fija y variable.
 - Lo anterior, puede ser complementado con un menú de opciones de inversión básicas y limitadas que faciliten la elección.
 - Limitar los riesgos previo a la etapa de jubilación.

Factores de diseño/regulación

(4) La gestión de activos

Chile: Legal Framework for Pension Fund Investments—Maximum Allocation of Funds by Asset Class and Fund Type (% of total)

| | Fund A | Fund B | Fund C | Fund D | Fund E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Fixed-Income | | | | | |
| Domestic | 60% | 75% | 85% | 95% | 100% |
| Foreign | 60% | 70% | 60% | 30% | 25% |
| Equity | | | | | |
| Domestic | 80% | 60% | 40% | 20% | 5% |
| Foreign | 80% | 60% | 40% | 20% | 5% |
| Main Indicators | | | | | |
| Sart date | Sep-02 | Sep-02 | Jun-81 | Sep-02 | Jul-00 |
| Assets under management, % of GDP | 10.85% | 11.10% | 24.46% | 9.15% | 5.39% |
| No. of pension savers in millions (May 2012) | 1.42 | 3.88 | 3.70 | 1.02 | 0.20 |

Fuente: Tuesta y Herrera (2014)

Factores de diseño/regulación

(4) La gestión de activos

Mexico: Legal Framework for Pension Fund Investments—Maximum Allocation of Funds by Asset Class and Fund Type (% of total)

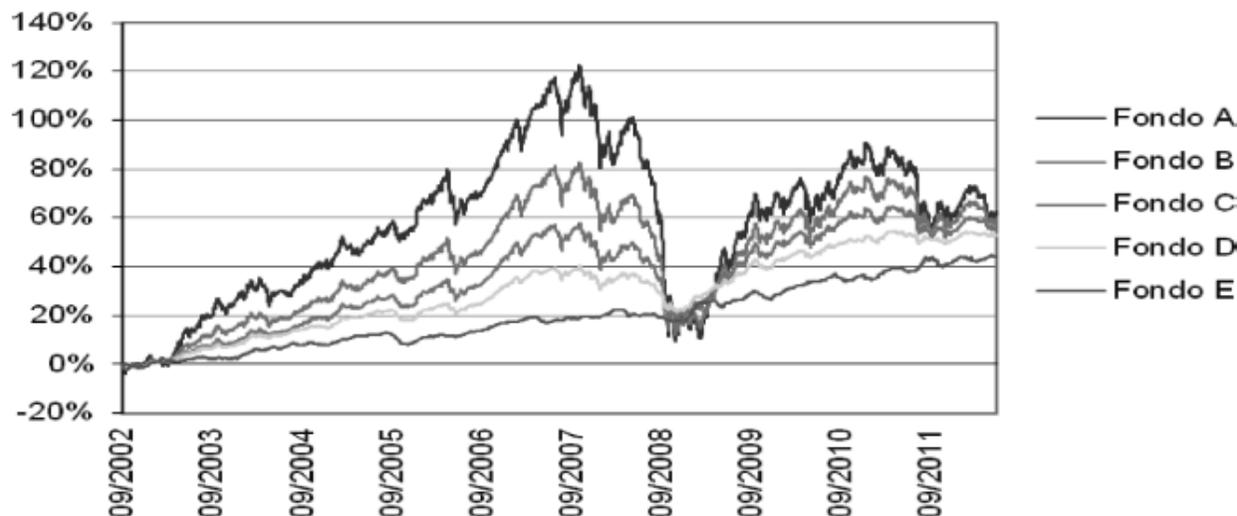
| | SB1 | SB2 | SB3 | SB4 | SB5 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Fixed-Income | | | | | |
| Domestic | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Foreign | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Equity | | | | | |
| Domestic | 5% | 25% | 30% | 40% | 40% |
| Foreign | 1% | 5% | 6% | 8% | 8% |
| Main Indicators | | | | | |
| Start date | Mar-08 | Mar-08 | Mar-08 | Mar-08 | Mar-08 |
| Assets under management, % of GDP | 0.98% | 3.25% | 3.63% | 3.12% | 0.64% |
| No. of pension savers in millions (May 2012) | 3.4 | 8 | 10.2 | 14.4 | 5.4 |

Fuente: Tuesta y Herrera (2014)

Factores de diseño/regulación

(4) La gestión de activos

Chile: Real Annual Return of Pension Funds



Chile: Average Real Annual Returns of Pension Funds

| | Fund A | Fund B | Fund C | Fund D | Fund E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Real returns from the start of the system to December 2007 | 15.8% | 11.3% | 10.0% | 6.1% | 5.6% |
| Real returns from the start of the system to December 2008 | 4.2% | 3.3% | 8.8% | 3.4% | 4.8% |
| Real returns from the start of the system to December 2009 | 8.9% | 7.0% | 9.2% | 5.0% | 5.1% |
| Real returns from the start of the system to December 2010 | 9.2% | 7.6% | 9.3% | 5.2% | 5.3% |
| Real returns from the start of the system to December 2011 | 6.8% | 5.8% | 8.8% | 4.7% | 5.2% |
| Real returns from the start of the system to May 2012 | 6.6% | 5.7% | 8.7% | 4.7% | 5.2% |

**The Fund A, Fund B and Fund D system started in September 2002.*

**The Fund E system started in July 2000.*

**The Fund C system started in June 1981.*

Factores de diseño/regulación

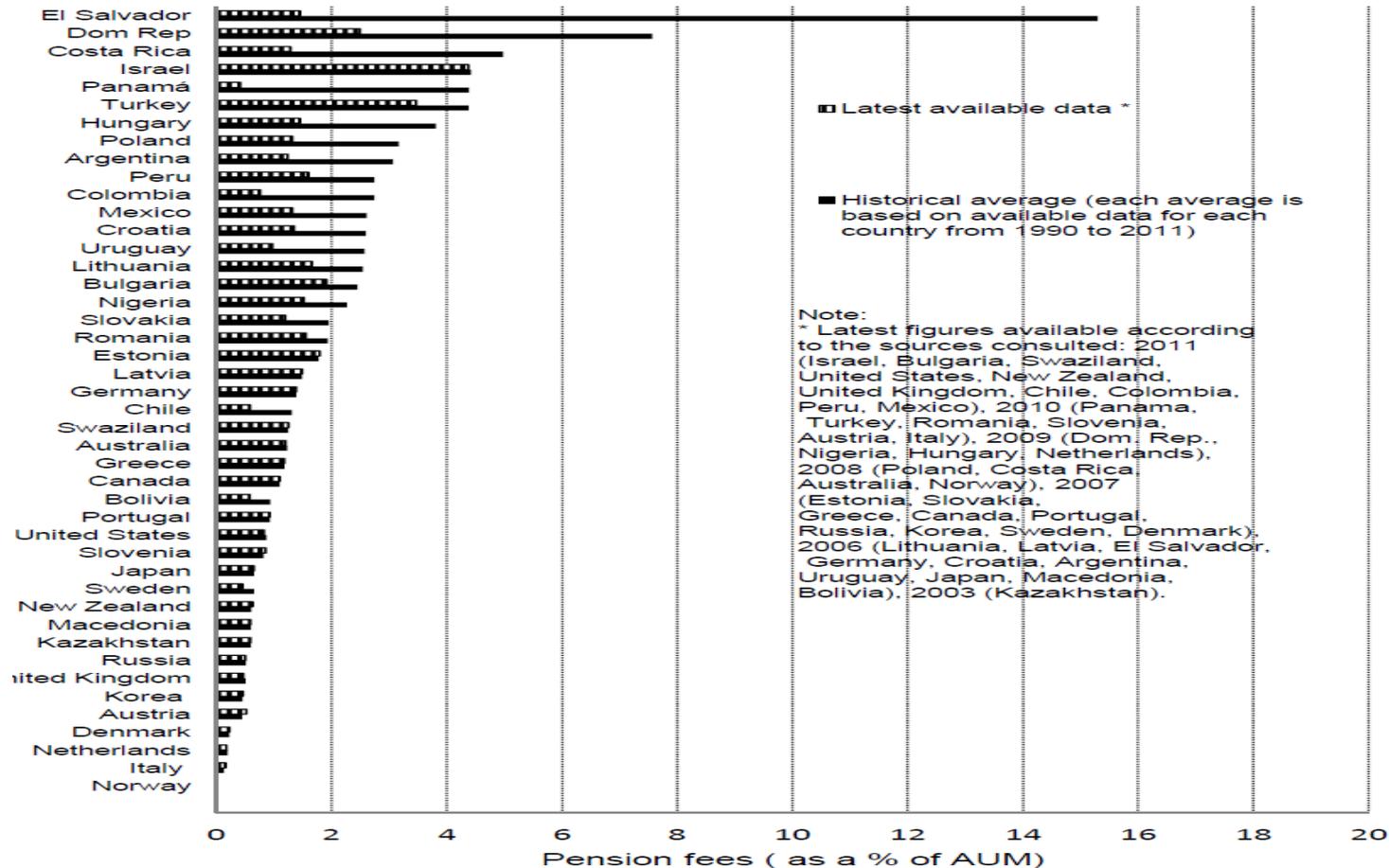
(5) Las comisiones

- Precios y sus determinantes
 - Un debate que se incrementa en la medida que el DC toma importancia
 - Existe una **preocupación válida** de la sociedad respecto a las comisiones que se pagan por la administración de los ahorros en un sistema de pensiones. El impacto en el bienestar puede ser relevante.
 - Los cálculos arrojados, dependiendo del tipo de medición, señalan que un incremento en **1% de comisiones sobre activos pueden impactar entre el 10-30%** aproximadamente en la pensión a recibir (Modigliani y Muralidhar, 2005; Bateman et al. 2001; Creighton and Piggott, 2006)

Factores de diseño/regulación

(5) Las comisiones

Figure 1: World wide pension fees. Source: Author's calculation derived from different sources detailed in the online appendices.



Factores de diseño/regulación

(5) Las comisiones

- Precios y sus determinantes- temas a tener en cuenta
 - Fomento de escala. Elemento clave para generar comisiones competitivas. Un buen nivel participativo es importante. Resultados estadístico muy significativos (*Tuesta, 2014*).
 - Estructuras de mercado
 - Factores estructurales

Table 2 Estimated effects on pension fees excluding the outlier. Source: Author's calculations.

Panel data models

| | Expected sign | Model 1 (Pooling) | | | Model 2 (FE within regression) | | |
|--|---------------|------------------------------|----------------|---------|--------------------------------|----------------|---------|
| | | Beta | standard | P-value | Beta | standard | P-value |
| Integration of the main functions (collection, administration and fund management) in the PFAs | positive | 0,546 | 0,546 | 0,051 | 0,814 | 0,591 | 0,179 |
| Structure | negative | 0,108 | 0,108 | 0,188 | -0,590 | 0,772 | 0,451 |
| Industrial sector scale | negative | 0,221 | 0,221 | 0,011 | -1,94 | 0,575 | 0,002 |
| Constant | | 0,192 | 0,192 | 0,000 | 1,047 | 0,655 | 0,120 |
| Observations | | | 135 | | | 135 | |
| Countries analyzed | | | 31 | | | 31 | |
| R2 | | | 0,2055 | | | 0,1648 | |
| | | Model 3 (between regression) | | | Model 4 (RE GLS regression) | | |
| | Expected sign | Beta | standard error | P-value | Beta | standard error | P-value |
| Integration of the main functions (collection, administration and fund management) in the PFAs | positive | 0,814 | 0,591 | 0,179 | 1,341 | 0,445 | 0,003 |
| Structure | negative | -0,590 | 0,772 | 0,451 | -0,130 | 0,101 | 0,199 |
| Industrial sector scale | negative | -1,940 | 0,575 | 0,002 | -0,721 | 0,188 | 0,000 |
| Constant | | 1,047 | 0,655 | 0,120 | 1,377 | 0,223 | 0,000 |
| Observations | | | 135 | | | 135 | |
| Countries analyzed | | | 31 | | | 31 | |
| R2 | | | 0,1648 | | | 0,2045 | |

Factores de diseño/regulación

(6) Educación financiera

- Información - educación financiera
 - Un tema del que todos estamos de acuerdo que es importante ...
 - pero del que poco sabemos como avanzar con efectividad.
 - Algunos temas centrales de educación financiera para pensiones:
 - *Programas focalizados de acuerdo a la edad-etapa educativa*
 - *Informar de manera simple y transparente al trabajador de cuánto ahorra y proyectar su pensión en todo momento y edad. Señalarle claramente su “gap”.*
 - *Programas focalizados y dedicados a cada trabajador en la etapa activa respecto: ¿cómo ahorrar? ¿cuánto más ahorrar? Y ¿en qué ahorrar? ¿durante cuánto tiempo más ahorrar?*
 - *Educar respecto al riesgo de vivir más. Tendencia de la gente a minimizar esta probabilidad.*

Factores de diseño/regulación

(7) Enfrentando la etapa de retiro

Diseñando la etapa de des-acumulación

Table 2: Risk characteristics of pay-out retirement options

| | Protection against the risk of: | | | Provision of: | |
|--|---------------------------------|------------|-----------|---------------|-----------|
| | Longevity | Investment | Inflation | Bequest | Liquidity |
| Fixed Real Life Annuities | Yes | Yes | Yes | Limited | No |
| Fixed Nominal Life Annuities | Yes | Yes | No | Limited | No |
| Escalating Real Life Annuities | Yes | Yes | Yes | Limited | No |
| Escalating Nominal Life Annuities | Yes | Yes | Partial | Limited | No |
| Variable Life Annuities: Guaranteed Benefits | Yes | Yes | Possible | Limited | No |
| Variable Life Annuities: With-Profit | Shared | Shared | Shared | Limited | No |
| Variable Life Annuities: Unit-Linked | Shared | No | No | Limited | No |
| Variable Life Annuities: Pooled Annuity Fund | Partial | Partial | Possible | Limited | No |
| Deferred XY Life Annuities | Yes | Partial | Depends | Partial | Partial |
| Period-certain XY Life Annuities | Yes | Depends | Depends | Partial | No |
| Lifetime Phased Withdrawals | No | No | Possible | Yes | No |
| Annuities certain | No | Possible | Possible | Yes | No |
| Lump Sum | No | Possible | Possible | Yes | Yes |
| Self-Annuitisation | No | Possible | Possible | Yes | Yes |
| Reverse Mortgages | Yes | No | Possible | Possible | No |

Note: Annuitisation risk is present in all fixed and escalating annuities, but does not affect variable annuities. Bankruptcy risk affects all types of retirement products, but is particularly important in life annuities.

Fuente: Bravo y Holzmann (2014)

Factores de diseño/regulación

(7) Enfrentando la etapa de retiro

- Diseñando la etapa de des-acumulación... el problema del riesgo de longevidad y alternativas a explorar..
 - La futura esperanza de vida es incierta y difícil de preveer.
 - La modelización de los **eventos de longevidad sistémica/extrema...**
 - El importe global de la exposición a riesgo de longevidad de las pensiones en el sector privado, es estimado en **\$25 trillion.**
 - Dificultad de **mitigar** este riesgo a través de **gestión de activos**
 - Activos para gestionar estos **activos son inexistentes o escasos**
 - Estos riesgos se trasladan a precios. Consecuencia: **impopularidad del producto.**

Factores de diseño/regulación

(7) Enfrentando la etapa de retiro

- Diseñando la etapa de des-acumulación... el problema del riesgo de longevidad y alternativas que se están explorando..
 - Desarrollos financieros
 - *Bonos de longevidad / Bonos asociados a mortalidad/Q-forwards*
 - Intervenciones públicas probables
 - *Obligatoriedad de comprar rentas/vitalicias (total/proporción)*
 - *Promover la adquisición de rentas vitalicias diferidas*
 - *Que Estado asuma el riesgo de longevidad en edades muy avanzadas (e.g. +85 o +90...)*
 - *Educación financiera*
 - *Orientar al mercado con índices de longevidad*
 - *Emitir deuda (linked mortality bonds).*

Todo esto es todavía un reto

Comentarios finales

- Importancia de definir **qué problemas se quiere solucionar** desde una perspectiva de **seguridad social**.
- Cuál es el rol **de los esquemas DC** desde esta perspectiva: ¿Protagónico? ¿Complementario?
- La **importancia** de los esquemas DC será **creciente**
- Necesidad de equilibrar los **beneficios y riesgos de introducir DCs**. **El problema de quién asume los riesgos**.
- Necesidad de **intervención del Estado** para solucionar **fallas de mercado**.

Muchas gracias
david.tuesta@bbva.com