POLICY BRIEF
CREM 01/26

Sobre estas notas

El objetivo de estas notas es traducir la investigación empírica de frontera de docentes de la FEN en insumos técnicos directamente aplicables al diseño de políticas públicas y a la regulación financiera, sintetizando metodologías econométricas complejas en diagnósticos y recomendaciones estratégicas que vinculan los hallazgos académicos con los ejes prioritarios del mercado —como solvencia, inclusión, ahorro, microestructura y nuevas tecnologías— para posicionar al CREM como un referente y puente analítico entre la academia, los reguladores y la industria.

¿Qué Determina las Decisiones de Cartera de los Inversionistas? Separando Preferencias por Riesgo de Fricciones de Mercado

Autores del estudio: Taha Choukhmane y Tim de Silva (*The Journal of Finance*, 2026).
Documento preparado por CREM, FEN Universidad de Chile.

1. Contexto y Pregunta de Investigación

La literatura de valoración de activos (asset pricing) asume que la heterogeneidad observada en las carteras de los hogares es el reflejo directo de sus preferencias intrínsecas por riesgo. Bajo esta visión, las carteras son tratadas como el resultado de una optimización continua e informada.

No obstante, en la práctica los inversionistas individuales enfrentan fricciones cognitivas, costos de atención y de procesamiento de información, restricciones de liquidez y reglas institucionales que condicionan sus decisiones. Choukhmane y de Silva abordan una interrogante fundamental para la teoría financiera y la regulación previsional: ¿En qué medida la dispersión en las decisiones de portafolio de los inversionistas individuales obedece a preferencias fundamentales por riesgo frente a la presencia de fricciones de mercado e institucionales, y cuáles son sus impactos sobre la formación de precios y el bienestar financiero de largo plazo?

2. Metodología e Identificación Econométrica

Para sortear problemas de endogeneidad y correlaciones espurias entre características individuales y composición de cartera, los autores emplean una estrategia cuantitativa basada en microdatos administrativos de EEUU (401(k)) y variaciones institucionales exógenas:

- La base de datos abarca registros longitudinales de cuentas individuales de retiro en planes de contribución definida, analizando millones de observaciones con el detalle de las transacciones, aportes salariales, asignaciones de activos y rebalanceos efectuados a lo largo del tiempo, junto con información sociodemográfica y de ingresos.

- Aprovechan reformas y discontinuidades institucionales que modificaron exógenamente las alternativas de inversión de subconjuntos de trabajadores: (i) Políticas de enrolamiento automático: Comparación de cohortes enroladas pasivamente en portafolios predeterminados específicos. (ii) Reestructuraciones del menú de alternativas de inversión: Reformas operativas en las que las administradoras reemplazaron o fusionaron fondos, obligando a los partícipes a decidir activamente o ser reubicados de forma automática.

- Construyen y estiman un modelo que descompone de forma explícita el comportamiento del inversionista en dos vectores ortogonales: (i) parámetros de aversión al riesgo y (ii) costos fijos de ajuste/atención. A través de simulaciones contrafácticas, el modelo permite calcular qué porcentaje de la variación transversal en las carteras persiste una vez removidas las fricciones institucionales.

3. Principales Resultados Cuantitativos

El estudio demuestra que las diferencias en las decisiones de cartera se explican por las fricciones de atención, los costos de rebalanceo y las reglas institucionales del plan. La heterogeneidad en las preferencias puras por riesgo desempeña un papel secundario en la explicación de las tenencias efectivas de activos.

- La fuerza de la asignación por defecto es cuantitativamente dominante: entre el 75% y el 85% de los individuos nunca rebalancea activamente su cartera a lo largo de varios años. Los partícipes permanecen anclados pasivamente en el fondo que el diseño del sistema les asignó al ingresar, con independencia de cambios en su nivel de ingreso, riqueza acumulada o fases del ciclo financiero.

- Cuando los modelos tradicionales no controlan por las fricciones de mercado y asumen carteras libres de costos de ajuste, sobreestiman drásticamente la verdadera aversión al riesgo de los participantes (especialmente en hogares de ingresos medios y bajos o con menor nivel de educación financiera). Al aislar el impacto del diseño institucional, la distribución real de la aversión al riesgo resulta más uniforme entre estratos socioeconómicos.

- Solo una fracción minoritaria de participantes —asociada a mayores saldos acumulados y mayor educación financiera— realiza ajustes activos en respuesta a variaciones en los retornos esperados y primas por riesgo, mientras que la mayoría absorbe pasivamente las fluctuaciones de mercado sin intervenir.

4. Implicancias para la Estabilidad Macrofinanciera y el Diseño Regulatorio

Desde la perspectiva del análisis regulatorio que promueve el CREM, los hallazgos revelan que las fricciones cognitivas y la inercia conductual dominan la toma de decisiones financieras de los hogares por sobre sus preferencias fundamentales, lo que incide en el rediseño de la arquitectura institucional y prudencial de los mercados de ahorro e inversión:

- Dado que la inercia conductual y las fricciones impiden que los afiliados optimicen activamente sus carteras a lo largo del ciclo vital, la cartera por defecto determina el bienestar previsional de largo plazo. Esto respalda la transición desde el esquema de multifondos (A al E) hacia fondos generacionales (target-date funds). Estos últimos estructuran una senda de desacumulación de riesgo (glidepath) automática y continua que protege los saldos de los cotizantes cercanos a jubilar sin requerir decisiones activas de traspaso.

- Los hallazgos son plenamente consistentes con los diagnósticos empíricos locales: la mayoría de los afiliados permanece históricamente en el fondo asignado por defecto (Berstein et al., 2013), conducta explicada en gran medida por barreras de alfabetización financiera que limitan la capacidad de optimización activa de portafolios (Inzunza y Ruiz, 2024).

- Los intentos de anticipar el ciclo de mercado impulsados por asesores no regulados resultaron en pérdidas netas de rentabilidad frente a la estrategia pasiva por defecto (Fuentes et al., 2021).

- Como documentó el Banco Central de Chile (2020), los traspasos masivos entre multifondos generaron shocks de liquidez, distorsiones en las tasas soberanas locales y volatilidad cambiaria. El rebalanceo automático de los fondos generacionales desactiva estos flujos procíclicos de desinversión forzada.

- Los cuestionarios estáticos de aversión al riesgo suelen reflejar desinformación o fricciones operativas más que preferencias intrínsecas, sesgando las carteras hacia un conservadurismo ineficiente. La regulación debe exigir una arquitectura de elección fiduciaria robusta y advertir sobre los sesgos de selección en la oferta de productos de ahorro previsional voluntario e intermediación financiera.

Referencias:

Banco Central de Chile. (2020). Informe de Estabilidad Financiera: Primer semestre 2020. Banco Central de Chile. https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2020

Berstein, S., Fuentes, O., & Torrealba, N. (2011). Esquema de multifondos en Chile (Documento de Trabajo N.º 43). Superintendencia de Pensiones. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-8006_pdf.pdf

Choukhmane, T., & de Silva, T. (2026). What Drives Investors' Portfolio Choices? Separating Risk Preferences from Frictions. The Journal of Finance, 81(1), 5-48. https://doi.org/10.1111/jofi.70013

Fuentes, O., Hernández, C., & Salvo, E. (2022). Evolución y desempeño individual de los cambios de fondos en el Sistema de Pensiones (Documento de Trabajo N.º 69). Superintendencia de Pensiones. https://www71.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15296_recurso_1.pdf

Inzunza, A., & Ruiz, J. L. (2024). Pension knowledge in Chile and regional development characteristics. Journal of Pension Economics & Finance, 23(2), 243–271. https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-pension-economics-and-finance/article/abs/pension-knowledge-in-chile-and-regional-development-characteristics/057F2BD44BB43411D6BDEE94F4F4CE57