

DOCUMENTO DE TRABAJO N°6

Desempeño de los fondos de pensiones en Chile

Marco Morales



ENERO 2022

Desempeño de los fondos de pensiones en Chile

Marco Morales¹

Resumen

- El retorno real de los fondos de pensiones chilenos es similar al obtenido por los sistemas de pensiones considerados entre los mejores del mundo por el Mercer CFA Institute Global Pension Index (clasificados entre B y A), superando incluso a países como Norway (B+), Iceland (A), Switzerland (B), Germany (B) y New Zealand (B).
- Para realizar una comparación justa a nivel internacional, sin embargo, se requiere tomar en cuenta las restricciones regulatorias que afectan a la inversión de fondos de pensiones en Chile, las que pueden ser de tipo estructural o no-estructural.
- Para evaluar el desempeño de los administradores de fondos de pensiones, podemos pensar en carteras de referencia definidas a partir de las ponderaciones efectivas que las AFP del mercado han asignado a las distintas clases de activos a lo largo del período de evaluación. Lo anterior permite definir carteras de referencia Dinámicas y Estáticas.
- La evaluación anterior, nos dice que en el período 2010-2019, las AFP no logran superar en promedio a las carteras de referencia consideradas para cada tipo de fondo (A, B, C, D y E).
- Al analizar las potenciales explicaciones para el desempeño inferior que ofrecen las AFP con respecto a sus carteras de referencia, podemos considerar las siguientes alternativas: i) selección de instrumentos, ii) límites regulatorios no estructurales y iii) otras clases de activos no considerados.
- En base al análisis desarrollado, es posible pensar en aumentos potenciales en el retorno esperado de los fondos de pensiones en Chile, dependiendo de las diferentes alternativas que pueda tomar la administración de fondos previsionales.
- En particular, la implementación de carteras de referencia como las analizadas en este estudio, así como la eventual administración pasiva de las inversiones en el exterior, podrían llevar a un aumento en las tasas de retorno esperado de los fondos de pensiones en Chile, que se puede traducir en incrementos significativos en las pensiones futuras.

¹ Profesor Asociado, Departamento de Economía, Universidad Diego Portales. Investigador asociado OCEC UDP.

1. Introducción

La principal motivación del presente análisis es evaluar el desempeño de los administradores de fondos de pensiones en Chile, además de comparar el retorno de sus inversiones con los niveles alcanzados en países con sistemas de pensiones “fondeados” o administrados por instituciones privadas (directamente o a través del mandato de instituciones estatales).

Para realizar una comparación justa a nivel internacional, sin embargo, se requiere tomar en cuenta las restricciones regulatorias que afectan a la inversión de fondos de pensiones en Chile. Como se discutirá más adelante, dichas restricciones pueden ser de tipo estructural o no-estructural, pudiendo estas últimas limitar la selección de activos por parte de los administradores de fondos y el desempeño alcanzado por sus portafolios de inversión.

Con objeto de evaluar el desempeño de los administradores de fondos en Chile, se requiere definir un portafolio de referencia para cada tipo de fondo, de forma de poder separar las ganancias de una estrategia activa asociadas a la “habilidad” del administrador, de aquellas derivadas simplemente de un componente aleatorio o “suerte” que puede explicar un retorno por sobre el portafolio de referencia en un período particular. Es decir, la habilidad del administrador debiera asociarse a la capacidad de superar su benchmark -en promedio- durante un período de tiempo relevante y no en unas cuantas ocasiones puntuales.

Considerando la asignación efectiva de activos de los administradores de portafolio, así como los retornos y covarianza entre las distintas clases de activos, es posible identificar la frontera eficiente asociada a cada tipo de fondo y compararla con su correspondiente portafolio de referencia.

Tomado en cuenta, el potencial ajuste de los portafolios de referencia, es posible alcanzar mayores niveles de retorno para los fondos de pensiones en Chile.

Esto último, puede llevar a incrementos significativos en las pensiones futuras, lo que se ejemplifica a través de simulaciones de montos de pensión bajo diferentes supuestos de rentabilidad y densidad de cotizaciones.

Finalmente, se presentan las conclusiones derivadas de este análisis y algunas recomendaciones relacionadas con cambios regulatorios que pueden ayudar a alcanzar mayores niveles de retornos para los fondos de pensiones en Chile.

2. Retorno comparado fondos de pensiones a nivel internacional

La Tabla 1 muestra los retornos promedio (geométrico) reales de los fondos de pensiones en países OECD, para diferentes períodos de tiempo.

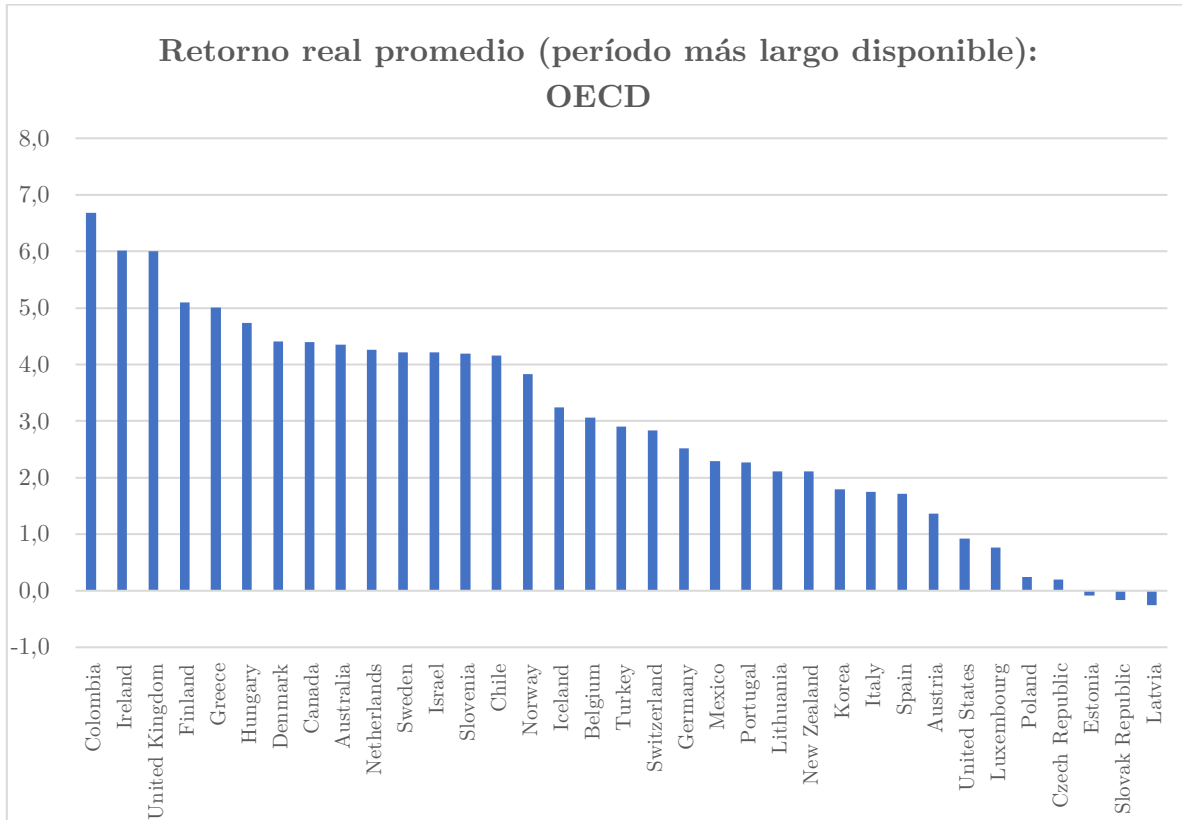
Tabla 1

	Tasa de Retorno Real Promedio Geométrico (en porcentajes)				Período más largo disponible
	Promedio 5 años (Dec 2014 - Dec 2019)	Promedio 10 años (Dec 2009 - Dec 2019)	Promedio 15 años (Dec 2004 - Dec 2019)	Promedio período más largo disponible	
Países OECD					
Australia	6.0	6.1	4.5	4.4	(Jun 2002- Jun 2019)
Austria	1.8	2.1	1.5	1.4	(Dec 2001 - Dec 2019)
Belgium	3.3	4.1	3.7	3.1	(Dec 2001- Dec 2019)
Canada	4.6	5.4	5.0	4.4	(Dec 2001 - Dec 2019)
Chile	3.8	3.7	3.6	4.2	(Dec 2001 - Dec 2019)
Colombia	3.2	5.1	6.2	6.7	(Dec 2001 - Dec 2019)
Czech Republic	-1.0	-0.2	-0.2	0.2	(Dec 2001 - Dec 2019)
Denmark	4.0	5.1	4.2	4.4	(Dec 2001 - Dec 2019)
Estonia	0.9	1.2	-0.5	-0.1	(Dec 2002 - Dec 2019)
Finland	4.7	..	..	5.1	(Dec 2011 - Dec 2019)
Germany	2.2	2.6	2.5	2.5	(Dec 2001 - Dec 2019)
Greece	4.7	..	..	5.0	(Dec 2013 - Dec 2019)
Hungary	2.7	..	..	4.7	(Dec 2011 - Dec 2019)
Iceland	5.1	4.7	2.8	3.2	(Dec 2001 - Dec 2019)
Ireland	6.0	..	..	6.0	(Dec 2014 - Dec 2019)
Israel	5.1	4.9	..	4.2	(Dec 2005 - Dec 2019)
Italy	1.7	2.0	1.8	1.7	(Dec 2001 - Dec 2019)
Korea	..	..	..	1.8	(Dec 2002 - Dec 2018)
Latvia	0.5	1.5	-0.5	-0.3	(Dec 2001 - Dec 2019)
Lithuania	1.6	..	..	2.1	(Dec 2010 - Dec 2019)
Luxembourg	1.0	1.9	..	0.8	(Dec 2005 - Dec 2019)
Mexico	1.0	2.5	2.3	2.3	(Dec 2004 - Dec 2019)
Netherlands	4.7	6.2	4.8	4.3	(Dec 2001 - Dec 2019)
New Zealand	..	..	..	2.1	(Mar 2001- Mar 2013)
Norway	2.9	3.9	3.7	3.8	(Dec 2001 - Dec 2019)
Poland	0.2	..	..	0.2	(Dec 2014 - Dec 2019)
Portugal	2.3	1.8	2.3	2.3	(Dec 2001 - Dec 2019)
Slovak Republic	1.0	0.6	..	-0.2	(Dec 2006 - Dec 2019)
Slovenia	3.2	3.5	..	4.2	(Dec 2006 - Dec 2019)
Spain	1.7	2.3	..	1.7	(Dec 2007 - Dec 2019)
Sweden	..	..	..	4.2	(Dec 2010 - Dec 2018)
Switzerland	3.7	4.2	3.4	2.8	(Dec 2001 - Dec 2019)
Turkey	-1.1	-0.8	2.9	2.9	(Dec 2004 - Dec 2019)
United Kingdom	..	..	..	6.0	(Dec 2001 - Dec 2017)
United States	2.2	3.0	1.0	0.9	(Dec 2001 - Dec 2019)

Fuente: Elaborado en base a Pension Markets in Focus 2020

En la Figura 1 se presenta el retorno real promedio (geométrico), para el período más largo disponible para cada país de la OECD.

Figura 1



Fuente: Elaborado en base a Pension Markets in Focus 2020

Como se puede observar, el retorno real de los fondos de pensiones chilenos es similar al obtenido por la mayor parte de los sistemas de pensiones considerados entre los mejores del mundo por el Mercer CFA Institute Global Pension Index (clasificados entre B y A), tales como Denmark (A), Canada (B), Australia (B+), Netherlands (A), Sweden (B) e Israel (B+). Dentro de los países con sistemas de pensiones clasificados como equivalentes o por sobre Chile en dicho índice, solo Ireland (B), UK (B) y Finland (B) obtienen retornos reales mayores que Chile. Por su parte, países como Norway (B+), Iceland (A), Switzerland (B), Germany (B) y New Zealand (B) alcanzan retornos por debajo del sistema de pensiones chileno.

3. Límites de inversión para fondos de pensiones en Chile

La Tabla 2 muestra los límites estructurales establecidos por el Régimen de Inversión de los fondos de pensiones en Chile.

Tabla 2

LÍMITES DE INVERSIÓN ESTRUCTURALES²
(en función del valor del fondo)

Línea	INSTRUMENTO	FONDO A		FONDO B		FONDO C		FONDO D		FONDO E	
		RANGO LÍMITE MÁXIMO		RANGO LÍMITE MÁXIMO		RANGO LÍMITE MÁXIMO		RANGO LÍMITE MÁXIMO		RANGO LÍMITE MÁXIMO	
		Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
a.1	Emitidos por la Tesorería General de la República, Banco Central de Chile, MINVU, Bonos de Reconocimiento y Otros títulos estatales.	30%	40%	30%	40%	35%	50%	40%	70%	50%	80%
		Fijado en 40%		Fijado en 40%		Fijado en 50%		Fijado en 70%		Fijado en 80%	
		Rango Límite Máximo: Mínimo 30% VF (A + B + C + D + E) ; Máximo 80% VF (A + B + C + D + E)									
a.2	Límite Conjunto: Instrumentos Extranjeros + inversión indirecta en el extranjero a través de cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales + inversión en vehículos de capital privado y deuda privada en el extranjero + coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero.	Fijado en 80%									
	Límite Conjunto: Instrumentos Extranjeros + inversión indirecta en el extranjero a través de cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales + inversión en vehículos de capital privado y deuda privada en el extranjero + coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero.	45%	100%	40%	90%	30%	75%	20%	45%	15%	35%
		Fijado en 100%		Fijado en 90%		Fijado en 75%		Fijado en 45%		Fijado en 35%	
a.3	Inversión en instrumentos de deuda y representativos de deuda en moneda extranjera sin cobertura cambiaria (límite en función de la inversión mantenida en tales instrumentos que posean grado de inversión).	50% de dicha inversión		50% de dicha inversión		50% de dicha inversión		50% de dicha inversión		50% de dicha inversión	
a.4	Títulos restringidos: ACC restringidas + [ACC+CFI] baja liquidez + [CFI+CFM+CME+CIE] no aprobados CCR + [FIN+LHF+DEB+BCA+ECO+EXT+BFI+OAC + inv. subyacente de cuotas de fondos mutuos y de inversión y títulos representativos de índices financieros cuando sus carteras sean preferentemente de deuda] inferior a BBB y N-3 o con menos de 2 clasificaciones. SP podrá excluir instrumentos, operaciones y contratos de la letra k) e incluir instrumentos, operaciones y contratos de la letra j,16). Se excluye la inversión indirecta en activos alternativos efectuada a través de fondos de inversión nacionales, en la medida que tales activos alternativos sean susceptibles de inversión directa por parte de los Fondos de Pensiones.	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	---	---
		Fijado en 20%		Fijado en 17%		Fijado en 14%		Fijado en 10%		---	
a.5	Renta Variable (límite máximo): [Títulos nacionales + títulos extranjeros] si son de capital + otros instrumentos de oferta pública fiscalizados por la CMF que autorice la SP y que sean de capital + inversión en vehículos de capital privado en el extranjero + coinversión en capital privado en el extranjero + acciones de sociedades anónimas nacionales cerrada+ acciones de SpA + acciones de sociedades en comandita nacionales. Se excluye la inversión en CFI con al menos 95% de activos subyacentes invertidos en vehículos de deuda privada extranjeros, coinversión en deuda privada extranjera, mutuos hipotecarios, bienes raíces en leasing, créditos sindicados -bienes raíces para renta , infraestructura tanto nacional como extranjera y activos de la letra n.10).	80%		60%		40%		20%		5%	
		FONDO A > FONDO B > FONDO C > FONDO D > FONDO E									
a.6	Renta Variable (límite mínimo): definición ídem a.5.	40%		25%		15%		5%		---	
a.7	Activos alternativos: Instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otros activos que se transen en mercados privados + los aportes comprometidos a futuro en los vehículos de capital y deuda privada extranjeros y en la coinversión en el extranjero + inversión indirecta en activos alternativos + los aportes comprometidos a futuro mediante contratos de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión nacionales cuyas inversiones se encuentran constituidas preferentemente por activos alternativos + títulos representativo de oro + inversión indirecta realizada a través de fondos de inversión públicos, en títulos de emisores nacionales, tales como: pagarés, mutuos hipotecarios con fines habitacionales, que no sean de oferta pública y facturas.	5%	15%	5%	15%	5%	15%	5%	15%	5%	15%
		Fijado en 13%		Fijado en 11%		Fijado en 9%		Fijado en 6%		Fijado en 5%	

Fuente: Extraído de “Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones ”

El objetivo de estos límites estructurales es diferenciar los distintos tipos de fondos (A, B, C, D y E) en términos de perfiles de riesgo-retorno, que pueden asociarse a las características de cada trabajador (afiliado/cotizante) en cuanto a su apetito por riesgo y su cercanía a la edad de retiro.

Además de dichos límites, los fondos de pensiones también están sujetos a una serie de límites no-estructurales por instrumento y emisor, así como a la exposición en moneda extranjera sin cobertura cambiaria.

4. Carteras de referencia para fondos de pensiones

Para evaluar el desempeño de un administrador de fondos es necesario definir carteras de referencia, que sean representativas del estilo de inversión del fondo administrado, además de ser factibles de acuerdo con las restricciones impuestas por la regulación.

En el caso de los fondos de pensiones en Chile, la regulación no contempla carteras de referencia para los fondos administrados por las AFP. En su lugar, sin embargo, las AFP deben cumplir con una norma de rentabilidad mínima, la que se mide en base a la rentabilidad real promedio de todos los fondos del mismo tipo. Cada AFP debe mantener un Encaje equivalente al 1% de los fondos administrados. Este activo se invierte en cuotas de cada fondo de pensiones y constituye un resguardo para el cumplimiento de la rentabilidad mínima exigida.

De esta forma, podemos pensar en carteras de referencia definidas a partir de las ponderaciones efectivas que las AFP del mercado han asignado a las distintas clases de activos a lo largo del período de evaluación. Lo anterior permite definir carteras de referencia Dinámicas y Estáticas.

En el primer caso, podemos construir una cartera dinámica utilizando las ponderaciones promedio de mercado que mes a mes se han asignado a cuatro grandes clases de activo, representadas por sus correspondientes índices. Dichas clases de activos son: Renta Fija Nacional (RFN), Renta Variable Nacional (RVN), Renta Fija Extranjera (RFE) y Renta Variable Extranjera (RVE).

En el segundo caso, podemos utilizar la ponderación promedio -para cada clase de activo- a lo largo de todo el período analizado para construir una cartera estática de referencia para la administración de cada tipo de fondo.

Los índices asociados a cada clase de activo son los siguientes:

RFN: El índice RASP_RF es construido por Risk América para la Superintendencia de Pensiones. Para la elaboración de este índice se consideran los siguientes grupos de activos:

- a) Instrumentos estatales: corresponderá a títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile; letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización; Bonos de Reconocimiento emitidos por el entonces Instituto de Normalización Previsional, hoy Instituto de Previsión Social, u otras Instituciones de Previsión, y otros títulos emitidos o garantizados por el Estado de Chile.
- b) Bonos emitidos por instituciones financieras.
- c) Letras hipotecarias emitidas por instituciones financieras.
- d) Bonos emitidos por empresas públicas y privadas.

RVN: El Índice Selectivo de Precio de Acciones (IPSA) mide las variaciones de precios de 40 sociedades con mayor presencia bursátil en la Bolsa de Comercio de Santiago. La selección de sociedades se efectúa trimestralmente en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.

RFE: El índice representativo de instrumentos de deuda extranjero es el Barclays Capital Global Aggregate Bond Index en dólares americanos (LEGATRUU Index). Este índice busca reflejar el mercado mundial en inversiones de deuda negociable a tasa fija con grado de inversión (bonos), es decir, aquellos bonos emitidos por emisores a los que se asocia un menor riesgo de incumplimiento.

El índice contiene todos los bonos de los siguientes índices: el U.S. Aggregate Index, el Pan-European Aggregate Index y el Asian-Pacific Aggregate Index (Índices Agregados Regionales). También pueden incluirse en el Índice aquellos bonos admisibles en el Global Treasury Index, el Eurodollar Index, el Euro-Yen Index, el Canadian Index, y el Investment Grade 144a Index que no se hayan incluido ya en los Índices Agregados Regionales.

RVE: El índice representativo de instrumentos de renta variable extranjera es el MSCI AC World en dólares americanos (MSEUACWF Index). Incluye acciones de empresas de mediana y gran capitalización de 24 países de mercados desarrollados y de 21 países de mercados emergentes. Desde marzo de 2018 cubre más de 2.400

componentes en 11 sectores y representa aproximadamente el 85% de las acciones de mayor rentabilidad (capitalización bursátil ajustada al free float) del conjunto mundial de oportunidades de inversión.

5. Comisiones de intermediación

Los Fondos de Pensiones están autorizados a invertir en cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión y títulos representativos de índices, entre otros activos, tanto en Chile como en el extranjero. Las comisiones que incluyen estos vehículos de inversión se descuentan de la rentabilidad que aportan a los Fondos de Pensiones.

Estas comisiones cubren los gastos de administración de las inversiones, costos de distribución, gastos de custodia y gastos por inversión en cuotas de otros fondos. Las comisiones se encuentran reguladas, limitadas y fiscalizadas por la Superintendencia de Pensiones.

Cualquier otro costo asociado a comisiones por gastos de administración, inversión o custodia en inversiones directas realizadas por las AFP, son de su cargo y no pueden ser deducidas de los fondos administrados.

Entre 2010 y 2019, el promedio de las comisiones de intermediación descontadas de la rentabilidad de cada fondo de pensiones es el siguiente: Fondo A: 0.47%, Fondo B: 0.37%, Fondo C: 0.27%, Fondo D: 0.16% y Fondo E: 0.01%. El promedio para el sistema es de 0.27%, durante dicho período.

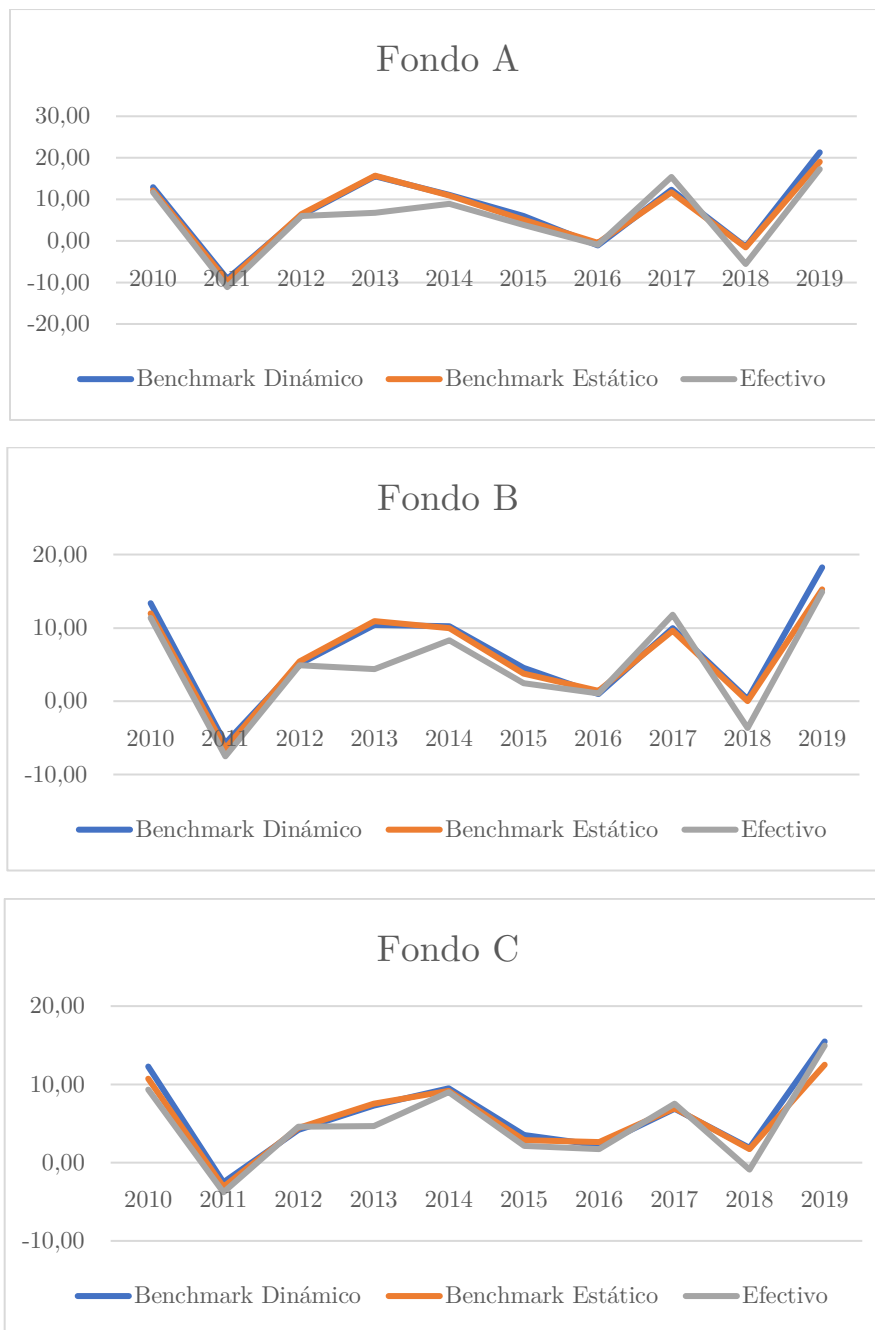
6. Evaluación de desempeño administradores de fondos de pensiones

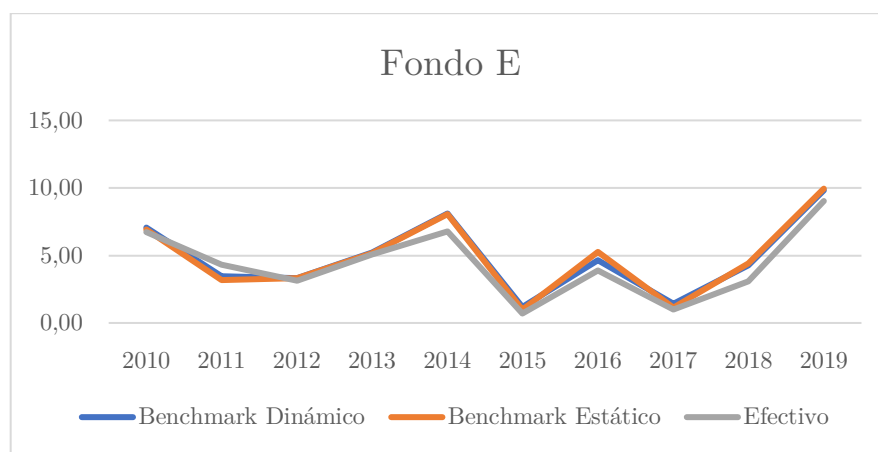
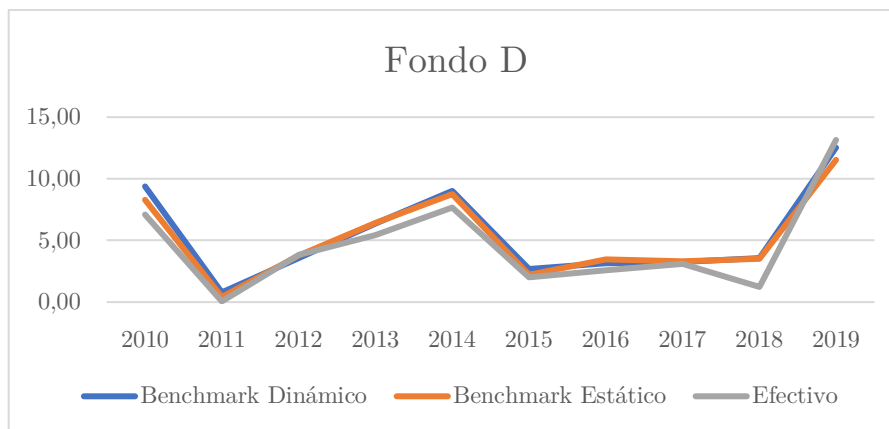
A continuación, se presentan gráficos (Figura 2) por cada tipo de fondo de pensiones, comparando los retornos reales anuales, deflactados por UF, efectivamente obtenidos por las AFP y los correspondientes a las carteras de referencia Dinámicas y Estáticas descritas anteriormente.

Cabe destacar que los retornos efectivos no pueden compararse directamente con aquellos calculados para las carteras de referencia, ya que los primeros se obtienen

luego de descontar las comisiones de intermediación, mientras las carteras de referencia no reflejan ningún costo de implementación.

Figura 2





La Tabla 3 presenta la diferencia entre el retorno efectivo (devolviendo las comisiones de intermediación antes descontadas) y cada una de las carteras de referencia (Estática y Dinámica), así como el “Information Ratio” (IR) de la estrategia efectiva comparada con sus carteras de referencia. Recuerde que el IR corresponde a la razón entre la diferencia promedio y la desviación estándar de las diferencias durante el período analizado. De esta forma, el IR indica el retorno -en exceso- esperado de la estrategia efectiva (por sobre su benchmark), por unidad de riesgo adicional.

Tabla 3

	Fondo A		Fondo B		Fondo C		Fondo D		Fondo E	
	Efectivo* - Dinámico	Efectivo* - Estático	Efectivo* - Dinámico	Efectivo* - Estático	Efectivo* - Dinámico	Efectivo* - Estático	Efectivo* - Dinámico	Efectivo* - Estático	Efectivo* - Dinámico	Efectivo* - Estático
2010	-0.83	0.00	-1.55	-0.18	-2.64	-1.14	-2.13	-1.01	-0.33	-0.23
2011	-1.57	-0.96	-1.46	-0.77	-1.08	-0.50	-0.63	-0.26	0.83	1.15
2012	0.36	0.06	0.10	-0.17	0.62	0.40	0.38	0.17	-0.15	-0.15
2013	-8.33	-8.44	-5.76	-6.22	-2.37	-2.63	-0.82	-0.87	-0.11	-0.07
2014	-1.78	-1.54	-1.60	-1.30	-0.25	0.06	-1.18	-0.92	-1.30	-1.28
2015	-1.78	-0.80	-1.67	-0.96	-1.11	-0.44	-0.50	-0.07	-0.45	-0.25
2016	0.73	0.03	0.51	0.04	-0.18	-0.65	-0.39	-0.69	-0.73	-1.34
2017	3.61	4.29	2.17	2.54	0.90	0.87	0.00	-0.04	-0.38	-0.09
2018	-3.68	-3.52	-3.54	-3.30	-2.48	-2.28	-2.17	-2.13	-1.18	-1.34
2019	-3.54	-1.28	-2.94	0.06	-0.20	2.77	0.81	1.80	-0.77	-0.90
Promedio	-1.68	-1.22	-1.57	-1.03	-0.88	-0.35	-0.66	-0.40	-0.46	-0.45
DesvEst	3.17	3.21	2.22	2.33	1.28	1.55	0.97	1.02	0.61	0.78
IR	-0.53	-0.38	-0.71	-0.44	-0.69	-0.23	-0.68	-0.39	-0.75	-0.58

Como es evidente de la tabla anterior, a lo largo de los 10 años considerados, las AFP no logran superar en promedio a las carteras de referencia consideradas para cada tipo de fondo.

Por otra parte, comparando los IR para las carteras de referencia, se observa que la comparación con el benchmark dinámico implica una mayor diferencia promedio de retornos y menor volatilidad que en el caso estático. Lo anterior, a su vez implica que la cartera de referencia dinámica domina a la estática, tanto en retorno esperado como en volatilidad.

Si hacemos una suma ponderada de las diferencias promedio para cada fondo, obtenemos que la diferencia en retorno anual con la cartera de referencia dinámica es de 1.04% y de 0.63% para el caso de la cartera estática. Considerando que el retorno efectivo promedio ponderado para el sistema de pensiones durante el período analizado es de 4.8% anual (después de comisiones de intermediación), las carteras de referencia ofrecen un retorno promedio que es un 21.6% y 13.1% superior al efectivamente obtenido por las AFP.

Al analizar las potenciales explicaciones para el desempeño inferior que ofrecen las AFP con respecto a sus carteras de referencia, podemos considerar las siguientes alternativas: i) selección de instrumentos en proporciones diferentes a los índices, ii) límites regulatorios no estructurales y iii) otras clases de activos no considerados.

En primer lugar, la selección de instrumentos parece explicar en forma importante las significativas diferencias de retorno entre los portafolios efectivos y sus benchmarks, relacionado con la inversión en RVE. En efecto, la Tabla 4 muestra las importantes diferencias de retorno anual en el índice utilizado en nuestro análisis y el índice de mercados emergentes, en el que las AFP invierten en mayor proporción

que la reflejada en el índice MSCI ACWI (aproximadamente un 40% de la inversión en RVE va destinada a países emergentes, lo que es mayor a la importancia relativa de estos países en el índice ACWI). Por su parte, el índice MSCI World considera acciones de empresas grandes y medianas de países desarrollados, sin incluir países emergentes.

Tabla 4

Año	Retorno Anual (%) MSCI		
	World	Emerging	ACWI
2020	16.5	18.69	16.82
2019	28.4	18.88	27.3
2018	-8.2	-14.24	-8.93
2017	23.07	37.75	24.62
2016	8.15	11.6	8.48
2015	-0.32	-14.6	-1.84
2014	5.5	-1.82	4.71
2013	27.37	-2.27	23.44
2012	16.54	18.63	16.8
2011	-5.02	-18.17	-6.86
2010	12.34	19.2	13.21
2009	30.79	79.02	35.41
2008	-40.33	-53.18	-41.85
2007	9.57	39.82	12.18

Fuente: MSCI World Index (USD) | msci.com

Por su parte, es posible que algunos de los límites no estructurales puedan hacer que el retorno efectivo de las inversiones sea menor que el que generan las carteras de referencia. En particular, el límite de cobertura mínima establecido para la inversión en RFE con grado de inversión, correspondiente a un 50% de la exposición en moneda extranjera, puede impedir que los administradores materialicen las ganancias provenientes de un aumento significativo del tipo de cambio en períodos específicos. Esta restricción, debiera afectar por igual a los fondos A, B, C y D que invierten aproximadamente un 15% de su portafolio en RFE (el E solo invierte un 4% en promedio). Como se puede ver en el cuadro siguiente, en los años 2011, 2013, 2014, 2015, 2018 y 2019 la depreciación del peso frente al dólar fue significativa, lo que coincide con los años en que el retorno efectivo estuvo por debajo de sus carteras de

referencia. Es importante destacar, sin embargo, que en períodos de disminuciones significativas del tipo de cambio, la cobertura mínima ayuda a reducir eventuales pérdidas de cambio y disminuye la volatilidad de los retornos por esa vía.

Tabla 5

	Var. TCN
2010	-5.32
2011	8.93
2012	-7.74
2013	10.97
2014	15.77
2015	14.90
2016	-5.26
2017	-4.53
2018	7.08
2019	12.96

Fuente: Banco Central de Chile

Por último, el considerar solamente las cuatro clases de activos usadas en nuestro análisis deja fuera importantes activos que pueden explicar diferencias entre el retorno efectivo y aquel obtenido para las carteras de referencia. En particular como se discutirá más adelante, la inversión en activos alternativos no transados en mercados públicos y por lo tanto difíciles de identificar a través de un índice como los utilizados en nuestras carteras de referencia, desde hace un tiempo a esta parte representa un componente creciente en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones de la mayor parte del mundo desarrollado (OECD).

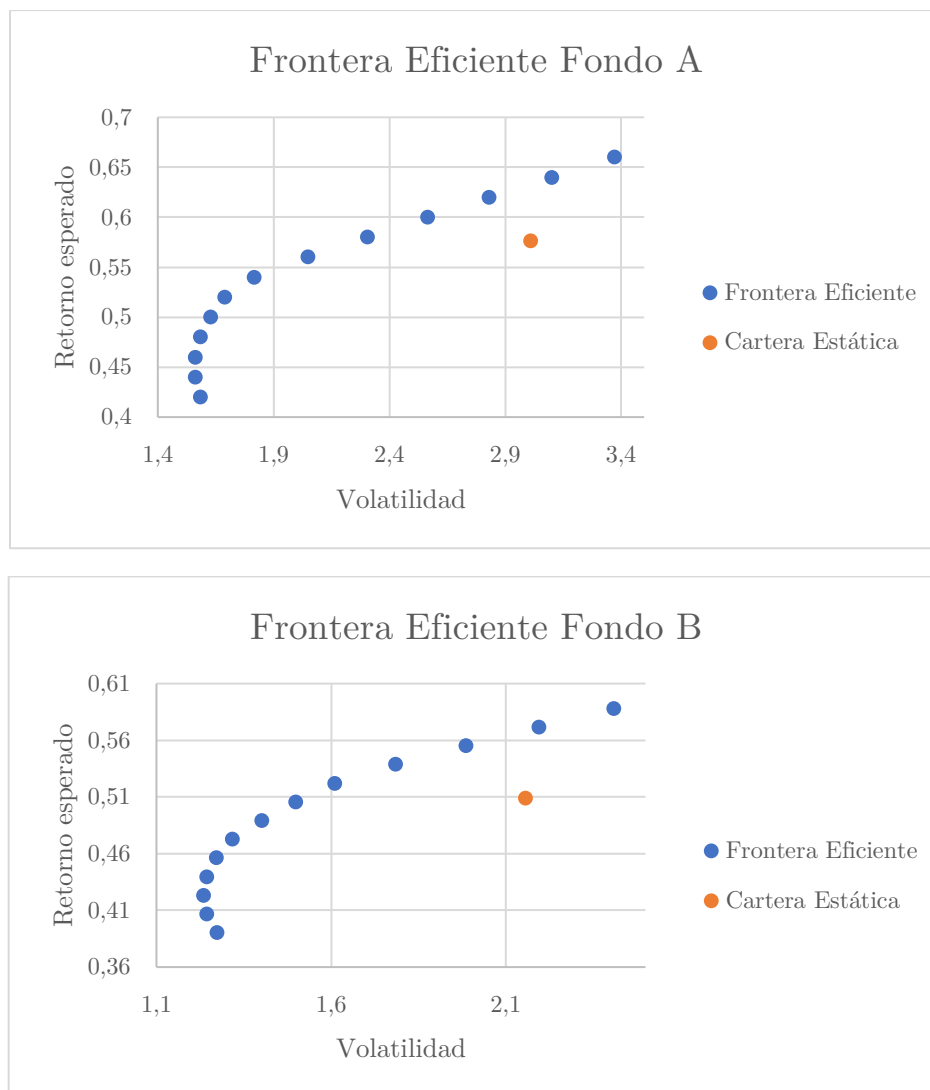
7. Frontera eficiente para cada tipo de fondo de pensiones

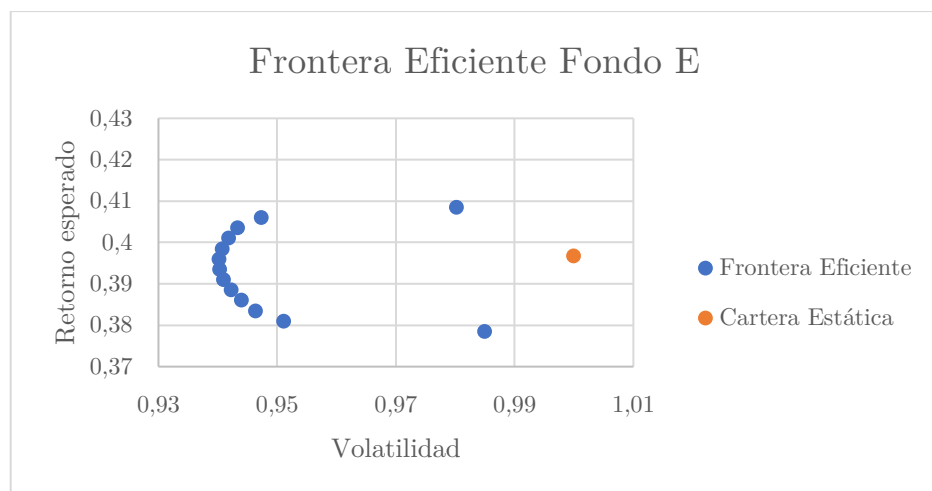
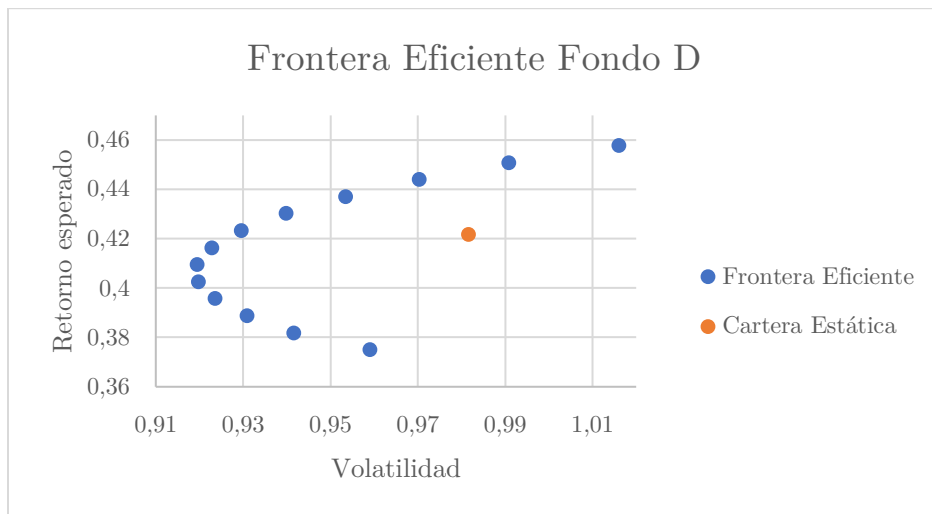
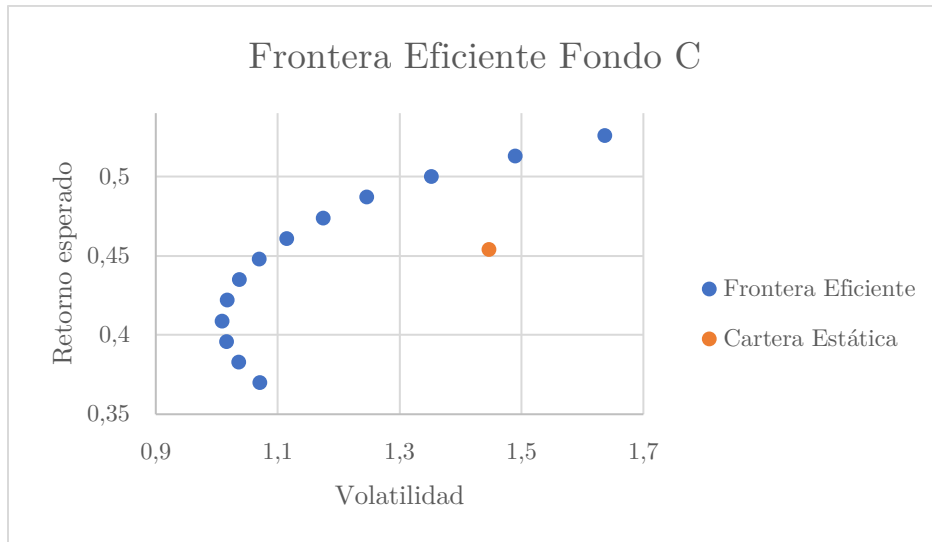
Una forma de analizar si los fondos de pensiones en Chile pueden ser invertidos para alcanzar un mayor retorno esperado, manteniendo niveles similares de volatilidad, es comparar las carteras de referencia estáticas contra sus correspondientes fronteras eficientes.

Para simplificar el ejercicio anterior, se asume que el vector de retornos mensuales esperados y la matriz de covarianzas de los retornos para los cuatro índices considerados en el análisis, corresponden al promedio y covarianzas muestrales durante el período 2010-2019.

A continuación, se presentan gráficos (en base a información mensual) para cada tipo de fondo administrado por las AFP (ver Figura 3).

Figura 3





Si para cada fondo calculamos cuanto puede aumentar el retorno esperado de la cartera de referencia, manteniendo la volatilidad constante, es posible obtener una idea del potencial aumento de retorno derivado de una estrategia “eficiente”.

El aumento porcentual por tipo de fondo es el siguiente: Fondo A: 9.4%, Fondo B: 12.1%, Fondo C: 12.3%, Fondo D: 6.2% y Fondo E: 3.4%. De esta forma, el aumento porcentual para todo el sistema correspondería a un 9.7%.

Si extrapolamos este último aumento porcentual al retorno efectivo del total de fondos del sistema de pensiones, podríamos decir que es posible pasar de un 4.8% (retorno promedio efectivo para el total de fondos durante el período) a un 5.3% real anual. Es decir, un aumento aproximado de 50 puntos base.

El aumento potencial anterior, es de un orden de magnitud similar al que se obtiene al comparar la cartera de referencia dinámica con la estática, lo que implica que una estrategia de portafolio que tenga como benchmark la cartera dinámica considerada en nuestro análisis, permitiría acercarse al aumento potencial de retornos calculado más arriba.

8. Inversión en activos alternativos²

En la mayoría de los países, los préstamos y capital privados, bienes raíces (terrenos y edificios), los fondos de inversión privados y otras inversiones alternativas solo representaron proporciones relativamente pequeñas de las inversiones de los fondos de pensiones. En unos pocos países, sin embargo, la proporción de activos invertidos en “otros activos” es relativamente alta: 35% en Suiza, 37% en Canadá y 41% en Alemania, por ejemplo. El sector inmobiliario es un componente importante de las carteras de los proveedores de pensiones (directa o indirectamente) en algunos países como Canadá (12% de los activos totales) y Suiza (20%).

Muchos países establecen límites a las inversiones de activos de pensiones en clases de activos menos tradicionales, como bienes raíces. Por ejemplo, la inversión directa en bienes raíces no está permitida en Hong Kong (China), Japón (excepto a través de Fondos Mutuos), México, Perú, Rusia (para planes obligatorios) y Tailandia. Sin

² Basado en sección 1.2.2 de *Pensión Markets in Focus 2020*.

embargo, en la mayoría de los países enumerados anteriormente, solo se prohíbe la inversión directa y se pueden permitir inversiones indirectas en bienes raíces a través de bonos y acciones de compañías inmobiliarias o fondos de inversión inmobiliaria, por ejemplo.

Algunos países han relajado los límites de inversión en los últimos años y han alentado las inversiones en infraestructura y proyectos a largo plazo (por ejemplo, Croacia y Rumania). Las inversiones alternativas, es decir, inversiones distintas de acciones, letras, bonos, efectivo y depósitos, han aumentado en términos absolutos (en USD 5 billones en el área de la OECD), pero en relación con el tamaño de la cartera, el aumento es menos notable. En algunos países, la proporción de otras inversiones ha aumentado significativamente, como en Suiza (del 27% en 2009 al 35% en 2019). Los ajustes a la cartera de los proveedores de pensiones, potencialmente como una búsqueda de rendimiento para cumplir con las promesas de pensiones, no son intrínsecamente malos siempre que no impliquen un aumento excesivo en el perfil de riesgo de la cartera. No obstante, los reguladores de pensiones deben seguir monitoreando de cerca estos desarrollos para evitar aumentos dañinos en el perfil de riesgo de la cartera de proveedores de pensiones en su búsqueda de rendimiento.

En base a lo anterior, la incorporación creciente de activos alternativos en los fondos de pensiones con objeto de aumentar sus retornos esperados parece ser la tendencia que también seguirán los fondos de pensiones en Chile. Esto, sin embargo, requiere la formación de equipos de analistas altamente especializados en los distintos tipos de inversiones alternativas, ya que al no tratarse de activos transados en mercados líquidos la obtención de retornos atractivos implica un profundo conocimiento de cada activo en particular.

9. Efectos sobre pensiones futuras: portafolios potenciales vs actuales

En base al análisis desarrollado más arriba, es posible pensar en aumentos potenciales en el retorno esperado de los fondos de pensiones en Chile, dependiendo de las diferentes alternativas que pueda tomar la administración de fondos previsionales.

- a) Implementar como benchmark para cada fondo, una cartera estática del tipo analizado en el presente análisis. Si los administradores de fondos no se alejan

significativamente de dichas crateras de referencia, es posible esperar que el retorno esperado del sistema como un todo aumente en aproximadamente 0.5% anual.

- b) Si el benchmark implementado corresponde a uno similar a la cartera dinámica considerada para cada fondo, entonces sería posible esperar un aumento aproximado de 1% en el retorno anual esperado para el sistema.
- c) Si consideramos la posibilidad de implementar cualquiera de las carteras de referencia (estáticas o dinámicas) y realizar la inversión en el exterior en forma pasiva (por ejemplo, a través de ETFs que repliquen los índices considerados para RFE y RVE), pero manteniendo la inversión activa en RFN, RVN y Activos Alternativos, sería posible disminuir significativamente las comisiones de intermediación pudiendo alcanzar retornos esperados por sobre los considerados en (a) y (b). Es importante tener en cuenta que si los fondos de pensiones no son invertidos en Chile, esto puede implicar un efecto negativo importante para el mercado de capitales local, con negativas consecuencias para el financiamiento del proceso productivo nacional, la política monetaria y para la formación de precios de activos locales.

Para ver el efecto sobre las pensiones futuras de las alternativas anteriores, podemos simular casos que consideren distinto número de años de cotización (20, 30 y 40), para una tasa de retorno anual promedio de 5% (similar a la actual), 5.5%, 6% y 6.5%. En todos los casos se asume que el trabajador cotiza el 10% de su ingreso. La tabla siguiente muestra el aumento porcentual en la pensión, tomando como caso base la tasa de retorno real de 5% anual.

Tabla 6

Aumento % Pensión			
Años de Cotización	UF + 5.5%	UF + 6.0%	UF + 6.5%
20	6	13	21
30	10	21	34
40	14	31	50

10. Conclusiones y recomendaciones

En base a la evidencia y discusión presentada más arriba, es posible concluir que existe espacio para aumentar los retornos de la inversión de los fondos de pensiones en Chile.

A pesar de que los fondos de pensiones en Chile muestran tasas de retorno comparables con las de países cuyos sistemas de pensiones están clasificados entre los mejores a nivel internacional, al comparar los retornos efectivos contra carteras de referencia (dinámicas y estáticas) por tipo de fondo, se observa que las AFP en conjunto no han podido superar a sus benchmarks durante el período 2010-2019.

Lo anterior puede explicarse -en parte- por el hecho que los índices utilizados para las clases de activo considerados al construir las carteras de referencia no representan exactamente la inversión de las AFP, así como la existencia de regulaciones no estructurales que pueden limitar la capacidad de maximizar los retornos de las inversiones.

Sin perjuicio de estas posibles explicaciones, el presente análisis permite pensar que el establecimiento de carteras de referencia como las utilizadas en la evaluación de desempeño realizada, así como la eventual administración pasiva de las inversiones en el exterior, podrían llevar a un aumento en las tasas de retorno esperado de los fondos de pensiones en Chile, que se puede traducir en incrementos significativos en las pensiones futuras.

Referencias

Mercer (2021), Mercer CFA Institute Global Pension Index, www.mercer.com/globalpensionindex

OECD (2020), Pension Markets in Focus 2020, www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm

Superintendencia de Pensiones, Estadísticas Financieras de los Fondos de Pensiones, <https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinfp&menuN2=NOID>

Superintendencia de Pensiones (2020), Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-14235.html>



 **OCEC** **udp**
Observatorio del Contexto Económico