



Oe

# Rentabilidad de los fondos de pensiones: ¿Cuanto valor agregan las AFP?

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

A 36 años de la creación del sistema de pensiones en Chile, la rentabilidad promedio del Fondo C ha superado el 8% anual. Un retorno elevado al compararlo con el 4% proyectado en sus inicios. Entre los distintos factores que explicarían estas rentabilidades se encuentran: el rendimiento de los instrumentos del mercado financiero, la evolución del marco regulatorio de las inversiones y la habilidad de las AFP para seleccionar activos y anticipar las tendencias del mercado financiero. Sin embargo, no hay estudios de "desempeño" recientes que nos permitan evaluar la relevancia de estos factores ni demostrar la posibilidad de lograr rentabilidades aún mayores a las observadas (con el mismo nivel de riesgo).

Es difícil encontrar buenas razones que justifiquen la ausencia de estos estudios. Si bien, estos presentan desafíos metodológicos, la disciplina financiera ha desarrollado una serie de técnicas e indicadores que permiten abordarlos de manera razonable. Tanto en Chile como en el resto de los países hay capital humano especializado para realizarlos. Incluso, frente a la falta de interés que se ha observado en el mundo académico nacional, el costo de contratarlos sería marginal en relación a los US\$190.000 millones que administra el sistema, además de la relevancia de sus conclusiones para el perfeccionamiento de las pensiones. A continuación, planteo cinco razones que justifican la importancia de realizar estos estudios.

Primero, la rentabilidad de los fondos de pensiones es uno de los principales determinantes de las jubilaciones en un sistema de capitalización individual. Un aumento de 1% durante la vida de un

afiliado elevaría su pensión en al menos 20%. Actualmente, cada punto de rentabilidad equivale a más de US\$1.900 millones, cifra que excede los US\$1.650 millones destinados al pago de beneficios del pilar solidario en la ley de presupuesto 2017.

Segundo, los estudios de desempeño contribuirían a la evaluación del costo de la actual normativa que rige las inversiones de los fondos de pensiones. Por ejemplo, a la fecha no tenemos mediciones del posible impacto asociado a la prohibición de invertir en activos que no se transan en mercados públicos (empresas cerradas, activos inmobiliarios), empresas concesionarias de obras de infraestructura o instrumentos nacionales que no están registrados en la SVS o la SBIF. En la medida que las rentabilidades de estos activos y los fondos de pensiones no se encuentren perfectamente correlacionadas, habría espacio para alcanzar mejores combinaciones de rentabilidad y riesgo. A modo de ejemplo, el fundamento de la propuesta que permitiría invertir en activos alternativos cuenta con un "Reporte de Impacto Regulatorio" que considera la experiencia y las buenas prácticas internacionales. Sin embargo, el análisis no cuenta con estimaciones del potencial impacto en rentabilidad y riesgo que justifiquen los límites de inversión propuestos, como sí las entregaría un estudio de desempeño.

Tercero, permitirían medir el valor agregado del enfoque de gestión activa de las AFP. En términos prácticos, los equipos de inversión con un enfoque de gestión activa implementan estrategias tratando de identificar los mercados y activos que tendrán un desempeño superior al resto. Alternativamente, el enfoque de gestión pasiva se basa en la selección de índices diversificados de renta fija y renta variable globales, sin tratar de identificar los activos

específicos que podrían tener un rendimiento superior a los demás. En este contexto, el enfoque de gestión activa debería ofrecer beneficios que superen los que se obtendrían con un enfoque de gestión pasiva: rentabilidad promedio del mercado, menores costos –asociados a la menor sofisticación que requiere el equipo de inversiones, menor rotación de la cartera– y mayor transparencia. La evidencia internacional al respecto es mixta y en el caso de Chile no tenemos estudios recientes.

Cuarto, estudios de desempeño también permitirían evaluar el valor agregado de las comisiones pagadas por los fondos de pensiones a gestores de fondos externos. En el caso de las inversiones internacionales, las comisiones pagadas a estos gestores en 2016 ascendieron a 0,58% de los US\$45.600 millones que administraron. Como alternativa, los fondos de pensiones podrían invertir en índices de renta fija y renta variable internacionales cuyo costo de administración difícilmente supera el 0,10%. En este contexto, un estudio de desempeño nos diría si los gestores de fondos externos han entregado rentabilidades que compensen el mayor costo de administración respecto a una estrategia pasiva como la empleada por el Banco Central con los Fondos Soberanos, cuyo costo no supera 0,06% de los fondos administrados.

Por último, en medio de los cambios que propone el Gobierno (sistema de premios y castigos cuando la rentabilidad de los multifondos difiera de los benchmarks; la creación de un organismo autónomo que administre el aumento de 5% en la cotización previsional), estudios de desempeño serían un insumo valioso que nos permitiría evaluar los posibles costos y beneficios del nuevo marco con que se busca mejorar las pensiones en Chile. ■

Oe