

## **Seminario Clapes UC: “Pensiones, Riesgos y Retornos: Reflexiones y Recomendaciones con Relación a los Multifondos”**

2 de abril de 2019, de 8:30 a 10:30 hrs.

Aula Magna del Edificio MBA UC, Av. Lib. Bernardo O’Higgins 440

**Expondrá:** Arturo Cifuentes, Investigador CLAPES UC, sobre “Multifondos: Lecciones y recomendaciones en base a la experiencia mexicana y chilena”,

### **Panel de discusión “Los Multifondos chilenos: Reflexiones y temas pendientes”**

- Fernando Larraín, Gerente General Asociación de AFP (AAFP);
- Hermann von Gersdorff, Asesor del Ministerio de Hacienda;
- Joaquín Echeñique, PrimAmérica Consultores;
- Osvaldo Macías, Superintendente de Pensiones.

### **Comentarios FLA:**

- Valoramos el aporte de estas investigaciones en el análisis sobre el desempeño y la regulación del sistema de Multifondos y la invitación que nos hace a reguladores, a los administradores del sistema de pensiones y a los expertos y académicos de estas temáticas a revisar el actual diseño de este sistema.
- Creemos pertinente hacer un balance del sistema de Multifondos:
  - La Crisis Asiática (1997-98) activó las alertas respecto de los riesgos que corrían los ahorros si todo se mantenía en un solo fondo, como era hasta ese momento. Aunque la caída de rentabilidad de 1998 fue leve al cierre del año, fue suficiente para que se creara un segundo fondo para aquellos que estaban próximos a la jubilación. Recordar que la creación de un fondo adicional al Fondo Único inicial se creó en marzo del año 2000, con el llamado Fondo Tipo 2. En paralelo se comenzó a estudiar un proyecto que ligara las inversiones con el ciclo de vida de los afiliados.
  - Con la creación de los 5 Tipos de Fondo en septiembre 2002, se dio inicio a la estructura actual. Los dos principales objetivos de ofrecer portafolios diferenciados por distintos perfiles riesgo retorno a los afiliados son: **incrementar el valor esperado de las pensiones y reducir el riesgo de los ahorros previsionales para los afiliados que están cerca de la edad legal de jubilar.**

- **La virtud de varios portafolios**
  - Hasta septiembre de 2002 había en la práctica sólo un fondo, ya que el otro era muy pequeño (0,13% del ahorro) y sólo para los muy próximos a la pensión o pensionados por retiro programado. El continuador del fondo histórico es el actual **Fondo C**. La rentabilidad de ese fondo es una referencia para comparar los rendimientos de los otros fondos; los más riesgosos A y B y los más conservadores, D y E.

**Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones**  
En porcentaje, deflactada por U.F.

Fondo de Pensiones	Promedio anual <sup>1</sup> Sep 2002 - Feb 2019
Tipo A - Más riesgoso	6,09
Tipo B - Riesgoso	5,21
Tipo C - Intermedio	4,83
Tipo D - Conservador	4,35
Tipo E - Más conservador	3,76

Fuente: Superintendencia de Pensiones a partir de Base de Datos del Sistema de Pensiones

- A febrero de 2019, la distribución de los afiliados era de 49% en los Fondos A y B; 32% en el C, y sólo un 19% en los Fondos D y E. Lo anterior, con una perspectiva de L.P., muestra que cerca de la mitad de los afiliados han visto crecer sus ahorros por sobre la rentabilidad que entregó el Fondo C, continuador del Fondo en donde se concentraba casi la totalidad de los afiliados hasta antes de septiembre de 2002, fecha en que partieron los Multifondos.
- **Reducción del Riesgo**
  - Se ha cumplido el objetivo de minimizar el riesgo del ahorro de los afiliados próximos a jubilarse que se encuentran mayoritariamente en los Fondos Tipo D y E.
- **¿Qué métrica de riesgo es la más adecuada para el sistema de Multifondos?**
  - La función objetivo de un administrador de fondos de pensiones debería ser **el valor esperado de la pensión y la dispersión en torno a ese valor esperado, es decir, un objetivo de largo plazo**. Sin embargo, en muchos casos

existen incentivos a lograr un mayor retorno en el corto plazo, lo que puede redundar en un mayor riesgo que el óptimo o, en general, a decisiones particulares que no responden necesariamente al objetivo final.

- Contar con una medida del riesgo de pensión no es tarea fácil. Por ejemplo, la volatilidad de corto plazo del retorno de los fondos de pensiones no resulta necesariamente en un buen indicador del riesgo de pensión de un afiliado que se encuentra al inicio de su etapa activa y le quedan más de 30 años para pensionarse. Dado esto es necesario enfocarse en las consideraciones necesarias para tener una definición de riesgo de pensión que haga sentido.
- La literatura financiera ha analizado y sugerido distintas herramientas cuantitativas para medir riesgo, sin embargo, estas generalmente presentan serias limitaciones al momento de evaluar su uso en la medición de riesgo del sistema de pensiones. Por ejemplo, la aplicación de modelos VaR podría resultar una alternativa atractiva, es un instrumento masivamente utilizado por la banca como medida de solvencia y riesgo de mercado, y tiene una fácil interpretación. Sin embargo presenta una limitación importante, tiene un enfoque de corto plazo, no apropiado para medir estrategias de inversión a largo plazo como es el caso de los fondos de pensiones.
- El riesgo de pensión debe medirse y evaluarse bajo una perspectiva de ciclo de vida del cotizante. En particular, podemos identificar cuatro factores relevantes que afectan su valor esperado y volatilidad: (1) el retorno acumulado de las inversiones de los fondos (saldo acumulado en la cuenta de capitalización individual al momento del retiro), (2) la volatilidad acumulada de la estrategia de inversión seleccionada, (3) la volatilidad asociada a las contribuciones (no contribuir en forma permanente a lo largo del ciclo de vida), y (4) el costo asociado a una unidad de pensión o capital necesario.

- **¿Por qué cambiar un régimen que ha funcionado bien? (L.P:)**
  - Los retornos de los últimos 30 años no se repetirán.
  - Restricciones del régimen actual nos alejan del óptimo riesgo/retorno (frontera eficiente).
  - El objetivo es lograr un equilibrio entre el control de riesgo y la eficiencia riesgo retorno.
  - Los límites actuales no controlaban el riesgo directamente, e imponen costos en términos de eficiencia al portafolio.
  - Para aumentar el retorno sin aumentar el riesgo del portafolio es necesario cambiar el set de restricciones.
  - Medición directa Vs. Indirecta del riesgo:
    - Bajo el sistema actual la volatilidad individual de las acciones es equivalentes.
    - No todas las acciones son iguales, no toda la renta fija local es igual, no toda la renta fija soberana es igual
    - El riesgo es distinto y además es dinámico
    - **Un Régimen de Inversiones debe tratar a los activos en su propio mérito y no agruparlos en la misma canasta**
  - El sistema de pensiones no ha evolucionado en la medición del riesgo de mercado.
    - BANCOS: Basilea exige requerimientos de capital sobre activos ajustados por riesgo. Usan medición del riesgo estadístico para el riesgo de la cartera propia (VaR, Stress test, etc.).
    - FONDOS MUTUOS: UCIT IV (FFMM Europeos), propone regulaciones de manejo del riesgo basados en límites de VaR, tanto relativo como absoluto.
    - COMPAÑIAS DE SEGUROS: NAIC (National Association of Insurance Commissioners) exige un mínimo nivel de capital regulatorio para cada aseguradora basada en su mix de activos y pasivos ajustados por riesgo.

## CONCLUSIONES

- Los límites actuales han permitido obtener buenos resultados desde una perspectiva histórica, pero ...
  - Las condiciones actuales son distintas a las históricas, por lo que no es razonable esperar que se vayan a repetir los desempeños pasados.
  - Los límites actuales controlan los riesgos indirectamente, lo que genera ineficiencias en el portafolio.
  - La industria financiera ya se ha movido a controlar el riesgo directamente.
  - Se podrían incluir límites de volatilidad y DrawDown, que son compatibles con portafolios con una volatilidad más estables, mejor desempeño en período de stress y niveles de retornos adecuados, manteniendo en gran parte el set de límites actuales.
- Por último, en plena discusión de reforma previsional y teniendo como objetivo mejores pensiones la rentabilidad de los fondos es crucial (mucho más importante que otras discusiones que se están teniendo). En ese sentido es necesario mirar el regimen de inversiones con una mirada del siglo XXI y no anclada en decisiones de los 80.
  - Las AFP tienen que “pagar” un precio por liquidez por los movimientos de fondos
    - La evidencia muestra que el market timing no funciona
    - Mucha gente le sigue creyendo a quienes creen tener una bolita de cristal para predecir el futuro
    - Hay que hacerse cargo de estos temas también.

○ **Perfeccionamientos en el corto plazo:**

- Propuestas de mejora de corto plazo de la normativa de operaciones en instrumentos derivados:

- **Mejorar la valorización de "Forwards" e "Interest Rate Swap".**

Esta propuesta busca incorporar la valorización de este tipo de instrumentos a la misma metodología que hoy se utiliza para la valorización de los instrumentos de Renta Fija Local, esto es, que sean dos proveedores de precios los que envíen los precios de estas operaciones.

- Aumentar periodicidad de actualización de matriz de subyacentes,

Esta matriz tiene un retraso de 6 meses, plazo que luego de revisar con las respectivas gestoras de fondos, es posible de reducir a 3 meses, por lo que podríamos contar con una matriz trimestral, con una antigüedad de 3 meses.

- Permitir posiciones netas vendedoras indirectas con niveles de significancia previamente establecidos (Ej. 1% FP).

Esta solicitud nace producto de las situaciones que se han dado en el período en el que la normativa actual ha estado vigente. Lo que ha ocurrido en ocasiones es que se ha debido cubrir posiciones en monedas que aparecen vendidas en la cartera subyacente, por porcentajes que no son materiales y sobre monedas que en general no forman parte de aquellas que se han realizado anteriormente derivados, por lo que se deben realizar todos los arreglos operacionales para una única operación.

- **Redefinición de Cobertura de Monedas.**

Se requiere análisis que tiene por objetivo entregar al regulador las razones por las cuales es necesario realizar modificaciones a los actuales límites de cobertura cambiaria definidos por sí su activo

subyacente representa a equity, deuda de grado de inversión y deuda bajo grado de inversión.

- **Ampliación del actual límite de Derivados de Inversión.**
- Proponer mejoras a la regulación de inversión en Activos Alternativos.
  
- Podemos identificar diversas limitantes de modelos como el VaR, ampliamente utilizados para medir riesgo de mercado. Primero, el horizonte de inversión es relevante. Medidas de riesgo que consideran un horizonte de tiempo de un día, un mes, un año, no resultan adecuadas para medir riesgo de pensión. El horizonte de inversión asociado a las inversiones de los fondos de pensiones desde el momento que el afiliado comienza a cotizar es significativamente superior, 40 a 45 años. Segundo, las propiedades de las series de tiempo deben ser consideradas, ya que el construir escenarios en base a información histórica correspondiente a un período relativamente estable y corto, incrementa la probabilidad que el VaR exceda límites predeterminados de darse un escenario de mayor volatilidad financiera futura -como en el caso de México agregando una fuente adicional de inestabilidad en el mercado. Por último, es necesario elegir una variable apropiada sobre la cual medir el riesgo de pensión, que incluya todas las fuentes de riesgo relevantes que enfrentan los afiliados al sistema de pensiones: riesgo de densidad de cotizaciones o riesgo de desempleo; el riesgo de inversión de los fondos; y el riesgo de anuitización o reinversión, al transformar el saldo final de la cuenta individual del afiliado en el valor de la pensión al momento del retiro.

#### PROPUESTA:

- Mantener y reforzar algunos límites actuales:
  - Límites de: Concentración; Contraparte; emisión y de exposición a emisores.
- Agregar y cambiar algunos límites de riesgo de mercado:
  - La medición indirecta del riesgo reemplazándola por una medición directa; medir adecuadamente el riesgo de instrumentos derivados e incorporar un límite para activos ilíquidos.
- Límites de riesgo de mercado
  - Reemplazar límites de cantidad de acciones y derivados por límites de riesgo:
    - Uso de medidas de riesgo ex ante
    - Medición por terceros, pero replicables por AFP y SP.
    - Métricas simples, intuitivas y adaptativas.
    - Los límites deben ser consistente con los objetivos de retorno
    - Dos medidas de riesgo son mejor que una:
      - VOLATILIDAD: Buen proxy del riesgo para tiempos “normales”. Bandas con límites máximos y mínimos (El riesgo de no tener suficiente riesgo).
      - DRAWDOWN: Complemento para acotar el riesgo en tiempos turbulentos. La volatilidad por si misma no permite capturar asimetrías en las distribuciones de retorno.
- Simulaciones: Beneficios concretos
  - Portafolio Fondo C: Volatilidad igual a la histórica, drowdown 70% del histórico.

- Simulamos un portafolio con los límites propuestos. No es un portafolio óptimo, es uno de muchos, pero tiene “risk allocation” más balanceado entre distintas clases de activos.
- Calcula la volatilidad ex ante y rebalancea el portafolio para mantener la volatilidad dentro de la banda (5%-7%).
- El uso de derivados es mas intenso, pero está controlado por la volatilidad del portafolio y un límite especial para derivados.