

Panel Pensiones Chile

Eduardo Walker

Profesor Titular (Finanzas)

Escuela de Administración UC

31 de marzo, 2021

No perdamos de vista el objetivo

- Queremos mejorar las pensiones
- Restricciones:
 - Alguien tiene que “ahorrar” más
 - Los futuros pensionados (capitalización individual), quienes pagan impuestos (financiando beneficios fiscales), otros trabajadores (reparto)
 - Limitar el nivel de riesgo asumido con la inversión del stock de ahorros
 - Acotar efectos indeseados sobre el mercado formal del trabajo
 - Evitar pobreza en la vejez
 - Que carga fiscal sea “razonable”
 - El analfabetismo financiero
 - La complejidad del sistema actual
 - Los procesos políticos deficientes

Punto de referencia: el Canadian Pension Plan (CPP)

... un toque de realismo mágico

- El CPP es un sistema de *beneficio definido con ahorro colectivo*. Las cotizaciones van a un fondo común.
- Pretende obtener una rentabilidad *real* de 4% a muy largo plazo (75 años)
 - *Nótese que el único fondo que en Chile hoy por hoy podría lograr algo así es el Fondo A de las AFP*
- La administración de los fondos (CCPIB) está completamente aislada de presiones políticas
 - *“Más difícil cambiar la Constitución canadiense que interferir en el proceso de inversiones” – Don Raymond, en Columbia Case Works, ID# CU62. “Factor Investing: The reference portfolio and CPPIB”*
- US\$ 378 *billion* para 20 millones de eventuales beneficiarios (US\$19 mil *per cápita*)
 - *Fuerza de trabajo en Chile: 9 millones*
- Administrado un equipo altamente especializado, muy bien remunerado, > 1800 personas (*que no son empleados públicos*), oficinas en 7 países
 - *Programas de inversión: Private equity; real investments; active equity; capital markets investments; partnerships*
- Cotización: 9,9% del sueldo (llegará a 11,9%), con tope imponible de alrededor de US\$3200
 - *Aprox. 70% del salario promedio*
- Lagunas máximas permitidas para 100% beneficio: 17% entre los 18 y los 65 años
- **Beneficio: tasa de reemplazo promedio últimos sueldos: 25% (llegará a 33%) a partir de los 65 años**

Ideas que hay para la regulación (de inversiones) de las AFP

1. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es negativa
2. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es inferior a la de un portafolio referencial
3. Que las AFP paguen las comisiones de intermediación (mal llamadas “fantasmas”)
 - No permitir comisiones para vehículos de inversión que invierten *mayoritariamente* en Chile
4. Reducir el encaje para disminuir barreras de entrada y aumentar la competencia

1. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es negativa

- El efecto evidentemente depende del orden de magnitud del castigo y los rangos de tolerancia
 - Podría llegar a ser como el gatopardo
- Suponiendo que los rangos de tolerancia y castigos a las AFP son “significativos”.
- Nótese:
 - ¿Saben que las AFP tienen un encaje (app. 70% de los activos) que se invierte exactamente igual que los fondos de pensiones y que ya ganan y pierden al mismo tiempo que sus afiliados?
 - La única clase de activos sin pérdidas (evidentes) es la renta fija de corto plazo (RFCP), de baja volatilidad y muy bajos retornos (reales negativos, actualmente)
 - Si con esto se incentiva la inversión en RFCP, ¿qué sentido tienen los fondos A hasta el E?
 - Quienes proponen esto, ¿saben que existe la llamada *reversión a la media*, es decir, para ciertas clases de activos las pérdidas van asociadas a ganancias esperadas mayores posteriormente – y viceversa?
 - ¿Qué es libre de riesgo en un contexto de pensiones e inversiones a largo plazo?
 - Simplificando, una perpetuidad indexada, de pagos fijos periódicos (**rentas** fijas)
 - ¿Cómo sería la evolución del precio de esa perpetuidad indexada? Con TIR = 2%, Duration = 51
 - ¿Por qué es una insensatez proponer un fondo “F” donde se invierta sólo en RFCP?
 - ¿Por qué creen que se vendieron “pocas” rentas vitalicias en 2020? (-61%)
 - ¿Por qué fue imprudente ponderar las rentabilidades pasadas junto con las TIR de los bonos vigentes para calcular las tasas de rentabilidad de las rentas vitalicias? (Tasa de interés técnica del RP: 3,76%)
- Si deseamos mejorar las rentabilidades esperadas a largo plazo acotando el riesgo de pensión, esta es una muy mala idea

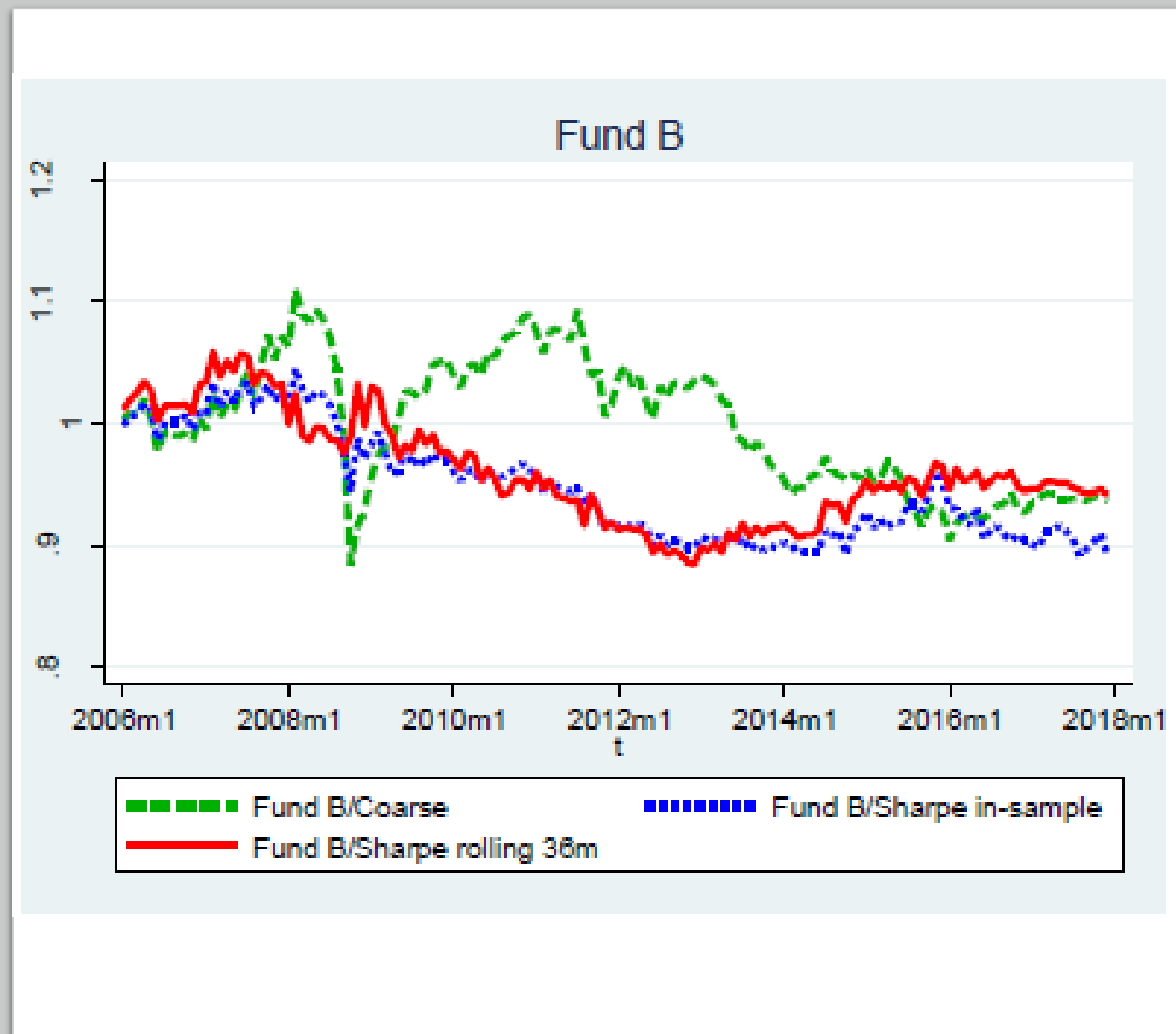
2. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es inferior a la de un portafolio referencial

- Repito: el efecto evidentemente depende del orden de magnitud del castigo y los rangos de tolerancia – podría llegar a ser irrelevante
- Suponiendo que los rangos de tolerancia y castigos a las AFP son “significativos”:
 - ¿Saben que una regulación similar ya existe y ha llevado a invertir el fondo de cesantía casi exactamente igual que el portafolio referencial?
 - Esto se diseñó así (me consta) por la falta de competencia en este ámbito – es una sola administradora
 - La única inversión que no provocaría pérdidas a las AFP sería invertir en el portafolio referencial.
 - ¿Qué *experto* define el portafolio referencial? ¿Desde su escritorio? ¿Con bellos algoritmos? ¿Saben que dichos algoritmos en la práctica son extremadamente sensibles a los supuestos y que existe un enorme riesgo de modelo – que esté malo?
 - (Michaud, R. O., & Michaud, R. O. (2008). *Efficient asset management: a practical guide to stock portfolio optimization and asset allocation*. Oxford University Press.)
 - ¿Qué pasa si el portafolio referencial es ineficiente en el contexto de administración de carteras para pensiones?
 - R. No hay incentivos de mercado para moverse a un asset allocation eficiente [Walker, E. (2008). Assessing alternative institutional designs for investment regulation in defined contribution pension funds. *Abante*, 11(2), 121-152.]
 - ¿Qué sentido tendría la competencia por rentabilidad entre AFP si a final “tienen que” invertir igual que un *benchmark* fijado centralizadamente?
 - ¿Saben que ha habido diferencias significativas de rentabilidad entre AFP en períodos largos?
 - ¿Qué incentivos tendrían las AFP a buscar nuevas alternativas de inversión, no incluidas en el *benchmark*?
 - Desincentiva la búsqueda de nuevas clases de activos es lo que ha llevado por ejemplo a invertir en “alternativos”
 - ¿Quienes proponen esto saben que también existe reversión a la media con respecto a benchmarks?

2. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es inferior a la de un portafolio referencial (cont.)

¿Quiénes proponen esto saben que existe reversión a la media (es decir, para ciertas clases de activos las pérdidas van asociadas a ganancias esperadas mayores posteriormente – y viceversa) con respecto a benchmarks?

López, F., & Walker, E. (2021). Investment performance, regulation and incentives: the case of Chilean pension funds. *Journal of Pension Economics and Finance*, 20(1), 125-150.



3. Que las AFP paguen las comisiones de intermediación (mal llamadas “fantasmas”) y/o no permitir comisiones para vehículos de inversión que invierten *mayoritariamente* en Chile

- Disclaimer
- Para fondos internacionales
 - ¿Con qué propósito van a escoger fondos caros las AFP, pudiendo escoger fondos más baratos que entreguen los mismos resultados?
 - El estudio recién presentado (López y Walker, JPEF 2021) concluye que las AFP habrían generado suficiente valor como para cubrir los costos de intermediación inevitables (estadísticamente)
 - Los fondos más baratos tienen jurisdicción en USA, pero para inversionistas locales están sujetos a withholding taxes (WHT) de 30%. Son aparentemente más baratos pero esto los encarece significativamente
 - Tiene implicancias para escoger los componentes de la mala idea del portafolio referencial
 - Para evitar WHT, se invierte en Luxemburgo (por ejemplo). Fondos son más caros, porque tiene mayor costo regulatorio, pero también por efectos de la competencia con USA y sus WHT
 - Khorana A, Servaes H and Tufano P (2008) Mutual fund fees around the world. *The Review of Financial Studies* 22, 1279–1310.
 - ¿Qué se hace con private equity/debt que frecuentemente tienen comisiones 2/20?
- Para fondos nacionales
 - ¿Conocieron quienes proponen esto de los fondos 49/51?
 - ¿Saben que sólo el 7.5% de los fondos de pensiones se invierte en renta variable nacional?
 - ¿Tiene sentido crear equipos especializados para este porcentaje de las inversiones – o será mejor delegar?

4. Reducir el encaje para disminuir barreras de entrada y así aumentar la competencia

- ¿Habrá conciencia de que alguna vez hubo más de 20 AFP y que las comisiones eran mucho mayores que hoy?
 - Quizás han escuchado quiénes eran los directores de algunas de ellas
- ¿Se sabe que hay fuertes economías a escala en este tipo de industrias?
- Hay muchos (decenas) fondos mutuos que tienen como benchmarks a las AFP, ¿les ganan en rentabilidad *antes de comisiones*?
- ¿Se habrá considerado que la rentabilidad mínima relativa y el encaje son seguros para evitar el *rogue trading*?
- ¿Queremos realmente reducir las “espaldas” requeridas para armar una AFP?
- ¿Creemos que esto logrará una reducción de comisiones?
- ¿Son realmente “caras” las AFP?
 - Debatible. Comparado con alguna referencia teórica, seguramente. (No olvidar el WHT)
 - Aprox. 0,28% intermediación + 0,4% comisiones = 0,68%.

MALAS Ideas que hay para la regulación (de inversiones) de las AFP

1. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es negativa
2. Devolución parcial de comisiones cobradas a los afiliados si la rentabilidad es inferior a la de un portafolio referencial
3. Que las AFP paguen las comisiones de intermediación (mal llamadas “fantasmas”)
 - No permitir comisiones para vehículos de inversión que invierten *mayoritariamente* en Chile
4. Reducir el encaje para disminuir barreras de entrada y aumentar la competencia