

**Superintendencia de Pensiones calcula el costo que los cambios masivos de fondos tienen en el resto de los**

**afiliados**

Domingo, 13 de Diciembre de 2020 - Id nota:962262

Medio : El Mercurio  
 Sección : Economía y Negocios  
 Valor publicitario estimado : \$9956570.-  
 Página : B-17  
 Tamaño : 20 x 20

**E**n octubre ocurrieron 1,6 millones de cambios entre multifondos de las AFP. Se trata de un verdadero movimiento migratorio impulsado por afiliados al sistema que buscan mover sus fondos previsionales para aspirar a mejores retornos. Fue un récord total, que superó el máximo que ya se había alcanzado en agosto y que duplicó el registro de marzo pasado, que ya había roto todas las marcas.

Inspirado por sugerencias de firmas como las de Felices y Forrados, se trata de un fenómeno que ha complicado a un sistema de pensiones que busca invertir para el largo plazo, pero que debe liquidar posiciones de manera frecuente para responder a estos cambios.

Si bien gran parte del debate sobre estos cambios masivos de fondos se ha centrado en las ganancias o pérdidas que generan en quienes los realizan, pocas cifras hay en torno a los costos que genera en el resto: los millones de afiliados que se mantienen en el mismo multifondo. La Superintendencia de Pensiones le puso números al asunto y sacó un piso desde donde empezar a discutir: dice que los afiliados en el fondo E pierden 0,82 puntos de rentabilidad al año, justamente por la necesidad de que las inversiones estén en activos más líquidos y que rentan menos para poder responder a los cambios masivos. "En el caso de la inversión en exceso del fondo E en instrumentos líquidos, si analizamos los retornos, encontramos que en promedio se ha dejado de rentar entre 0,7% y 0,8% cada año", dice el estudio de la Superintendencia.

El efecto detectado es menor en los otros multifondos, tal como se ve en la tabla adjunta: de 0,11% en el D, de 0,15% en el C y de 0,22 en el B. En el A, el más riesgoso de todos, el efecto es menor: solo 0,06% anual.

El cálculo resulta al observar la tendencia que han tenido los multifondos en la última década de reducir sus inversiones en activos en depósitos y otros activos de alta liquidez, pero cuya rentabilidad va bajando con fuerza tras la crisis *subprime*. No obstante, el fondo E ha mantenido una alta exposición en estos activos, lo que ha hecho sacrificar rentabilidad. De acuerdo con los autores del estudio, el fondo E debe sobreexponerse en estos activos de muy corto plazo y bajo desempeño para poder responder a los más frecuentes y masivos cambios entre multifondos iniciados en 2011. La rentabilidad sacrificada que se muestra en la tabla resulta justamente de estimar cuál habría sido la ganancia en caso de no tener que invertir en esos activos líquidos ("liquidez promedio", en la tabla) y se hubiese optado por otros de un desempeño mayor. "Observado lo anterior, se puede concluir que el exceso de liquidez mantenido en la cartera del fondo tipo E, ha sido perjudicial para los afiliados", señala el estudio. "Dicha conclusión no cambia drásticamente si se incorporan otros instrumentos en el análisis de la liquidez".

**Otros factores de incidencia**

Aunque su reporte es el que tiene datos más actualizados y a partir de una serie más larga de tiempo, la Superintendencia no es la primera que analiza el efecto de exceso de liquidez en la rentabilidad. "Hice un estudio en la misma línea y sus conclusiones son similares a lo que presenta la Superintendencia de Pensiones: que hay un sacrificio de rentabilidad al optar por liquidez en inversiones con objetivos de largo plazo", dice José Luis Ruiz, académico de la Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.

La razón por la que el más riesgoso fondo A es menos afectado es por su exposición en activos internacionales, los que puede vender sin problemas, sin afectar su precio. Una conclusión que coincide con el estudio que había realizado Ruiz, de la U. de Chile.

**Efecto del exceso de liquidez en la rentabilidad de los fondos de pensiones**

	Fondo A			Fondo B			Fondo C			Fondo D			Fondo E		
	Liquidez promedio 3,07%			Liquidez promedio 4,43%			Liquidez promedio 2,88%			Liquidez promedio 4,32%			Liquidez promedio 18,63%		
	Real	Ajustada	Diferencia	Real	Ajustada	Diferencia	Real	Ajustada	Diferencia	Real	Ajustada	Diferencia	Real	Ajustada	Diferencia
2016	-0,89%	-0,91%	-0,02%	1,07%	1,09%	0,02%	1,74%	1,78%	0,04%	2,59%	2,75%	0,16%	3,89%	4,63%	0,74%
2017	15,43%	15,77%	0,34%	11,79%	12,43%	0,64%	7,50%	7,72%	0,22%	3,09%	3,25%	0,16%	1,04%	1,27%	0,23%
2018	-5,60%	-5,74%	-0,14%	-3,69%	-3,84%	-0,15%	-0,89%	-0,89%	0,00%	1,21%	1,25%	0,04%	3,06%	3,86%	0,80%
2019	17,27%	17,49%	0,22%	14,90%	15,46%	0,56%	14,96%	15,39%	0,43%	13,15%	13,30%	0,15%	9,00%	10,72%	1,72%
2020 (a sept.)	-3,72%	-3,83%	-0,11%	-1,51%	-1,55%	-0,04%	0,30%	0,30%	0,00%	0,99%	1,00%	0,01%	2,89%	3,33%	0,44%
Dif. Acumulada			0,29%			1,04%			0,69%			0,52%			3,97%
Dif. Anualizada			0,06%			0,22%			0,15%			0,11%			0,82%

Fuente: Superintendencia de Pensiones

EL MERCURIO

**Generados por sugerencias que buscan mejorar la rentabilidad de los ahorros previsionales:**

# SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES calcula el costo que los cambios masivos de fondos tienen en el resto de los afiliados

Estudio de la autoridad señala que un cotizante del fondo E ha perdido 0,82% de rentabilidad anual durante los últimos cinco años, por efecto directo de estos movimientos. El cálculo es realizado a partir del exceso de activos líquidos en los que deben invertir las AFP para ejecutarlos. • FELIPE ALDUNATE M.

**Los fondos de pensiones en general, al tener objetivos de varias décadas, pueden optar a rentabilidades mayores al invertir en activos que dan premio por illiquidez. Eso ahora se lo están perdiendo".**

**JOSÉ LUIS RUIZ, ACADÉMICO U. DE CHILE**

**"En el mundo no conozco movimientos masivos a la escala de lo que hace Felices y Forrados. Por eso es que es interesante analizar el caso chileno".**

**LUIS CEBALLOS, ECONOMISTA U. PENNSILVANIA**

"El impacto es menor en el fondo A, pues ahí las AFP, al invertir en mayor cantidad de activos internacionales, pueden venderlos sin el riesgo de afectar el precio, por lo que no requieren de instrumentos de corto plazo como sí lo hacen los más conservadores", señala.

El estudio también analizó otros costos que podrían ser generados por los cambios masivos. Uno de ellos es el que llama *swing price*, comisiones adicionales que los gestores extranjeros podrían cobrar asociadas a órdenes recurrentes de compra y venta. No obstante, el estudio no encontró evidencia relevante en este sentido y, de haberlo, su efecto sería muy marginal.

Varios expertos y académicos que se han preguntado por los costos que generan los cambios masivos de multifondos al sistema agregan nuevos factores a considerar.

Uno de ellos es el que analizan el economista del Banco Central Damián Romero, candidato a PhD de la U. Pompeu Fabra, y el economista del Banco Central Luis Ceballos, candidato a PhD de la U. Penn State,

y que considera lo ocurrido entre 2011 y 2017. En un *paper* llamado "Presión de precios en los bonos de gobierno: impactos de largo plazo de sugerencias de corto plazo", documentaron un notorio aumento en la volatilidad en los bonos de gobierno en los que invierte el fondo E de las AFP, así como un impacto en los costos de los créditos asociados a los cambios de fondos masivos. "En el mundo no conozco movimientos masivos a la escala de lo que hace Felices y Forrados", dice Ceballos. "Por eso es que es interesante analizar el caso chileno".

**El factor dólar**

Otros han señalado el impacto que los cambios de multifondos tiene en el mercado del dólar. "Varias sugerencias de cambios de fondos han estado relacionadas con fuertes movimientos en el valor del dólar en el mercado local", dice Jorge Fantuzzi, socio de la consultora en temas macroeconómicos FK Economics. "Al estar el fondo A más invertido en activos internacionales, decisiones de recomendaciones masivas para moverse desde o hacia el fondo A implican oferta o demanda mayor de dólares que afectan su valor".

Varios operadores de mesa de dinero han destacado el impacto que las sugerencias han tenido en el mercado cambiario. "Es el activo que más se mueve con las sugerencias", dice el gerente de una gran corredora que pide no revelar su nombre.

El gerente de una AFP, que también pide no revelar su nombre, señala que por medio de estas variaciones en los precios en el dólar, "se produce una transferencia de valor desde los afiliados que no se cambian hacia los que se cambian".

No obstante, se trata de impactos de corto plazo que el mismo mercado corrige a los pocos días, y que se revierte cuando la sugerencia va en dirección contraria. De hecho, el estudio de la Superintendencia de Pensiones no lo considera como un elemento relevante.

La empresa Felices y Forrados ha dicho que ha buscado matizar el impacto inmediato en los precios de los activos al evitar movimientos bruscos entre el fondo A y el E. Para ello, a sus sugerencias ha sumado transiciones por fondos intermedios o con ponderaciones distintas al 100%. "Sin embargo, con esto se han generado más sugerencias de traspasos de fondos, los cuales se