

Fecha: 22-02-2024

Fuente: El Mercurio Inversiones

Título: El cambio que le esperaría al portafolio de las administradoras de fondos de pensiones con la reforma

Vistas: 2.372

VPE: 7.946

Favorabilidad: No Definida

Link: <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2024/02/21/1034348/reforma-previsional-portafolio-afp-activos.aspx>

Académicos esperan que aumenten las inversiones ilíquidas y con mayor potencial de retorno. La discusión sobre la inversión pasiva y los criterios ESG, a su vez, está abierta.

Jorge Salas (42) está abrumado por su futuro. "A mi papá, que cotizó en las AFP hasta que jubiló hace varios años, e hizo APV, le ha ido bien con su jubilación, ya que trabajó en un periodo de buenas rentabilidades. Pero yo veo mis ahorros y la volatilidad de los mercados y no veo por dónde lograr algo similar", señala. Salas no se refiere puntualmente a un ahorro que llega solo al 10% de su sueldo, por debajo del estándar de países desarrollados, sino también a rentabilidades decrecientes a nivel global.

Estas se asocian, en parte, a la fuerte caída de tasas de interés del último tiempo: tras la crisis subprime, por ejemplo, los bancos centrales redujeron decisivamente sus tasas, contribuyendo a cambiar el perfil de instrumentos como los bonos, parte sustancial de cualquier fondo de pensiones en el mundo.

Distintos académicos estiman que un punto porcentual de ahorro adicional al año puede terminar por elevar las pensiones en torno a un 30% en el largo plazo, por cuanto el cómo se estructure la cartera de inversiones es determinante.

Y la reforma de pensiones, que en marzo debiera retomar ritmo en el Congreso, no solo podría cambiar en profundidad el sistema de AFP (una discusión alta en polémica), sino también modificar la forma en que las gestoras de fondos de pensiones invierten los ahorros de los chilenos. "La madurez de las inversiones debiera aumentar", plantea Marco Morales, profesor asociado del Departamento de Economía de la Universidad Diego Portales, aludiendo a un mayor plazo de vencimiento para los instrumentos de inversión.

Puntualmente, se refiere a "la inversión en activos de baja liquidez y mayor retorno esperado, como son los activos alternativos", señala en referencia a aquellos papeles que van más allá de los tradicionales bonos y acciones (y se enfocan en instrumentos privados, activos de infraestructura, inmobiliarios, entre otros). Justamente este tipo de activos podría tener un mayor espacio bajo lo propuesto. "Hay que incorporar mayor cartera de activos alternativos, especialmente en carteras de inversión para cotizantes jóvenes, porque tienen más riesgo", dice Cecilia Cifuentes, directora ejecutiva del Centro de Estudios Financieros de la Universidad de los Andes.

Con la actual reforma de pensiones, varios expertos concuerdan en que los activos alternativos debieran tener una mayor preponderancia en las carteras de las administradoras, ya sean las actuales o nuevas gestoras derivadas de la propuesta. Esto, sobre todo, al considerar un proyecto que elimina los multifondos y deja solo "fondos generacionales", con cambios obligatorios por edad. Frente al proyecto, además, expertos creen que se podría flexibilizar la distribución de las inversiones entre Chile y el extranjero. Y hay una discusión abierta sobre si otros criterios, como los de sostenibilidad o ESG, deberían incluirse más explícitamente en los lineamientos de las administradoras.

Aunque las AFP han comenzado a seguir estos criterios, el abordaje aún luce incipiente: algunos de sus títulos favoritos, por ejemplo, podrían enfrentarse al escrutinio asociado a las emisiones de gases de efecto invernadero generadas por sus empresas subyacentes. Por lo pronto, "el nuevo régimen de inversiones establece una cartera de referencia para cada fondo generacional", recuerda Morales, de la UDP. De esta manera, "los administradores de fondos tendrían más libertad para estructurar sus portafolios" y podrán combinar madurez y riesgo en los distintos activos para lograr mayores retornos netos, agrega.

Esto, teniendo en cuenta que "las AFP invierten con un criterio de límites, en distintas clases de activos, y finalmente eso termina generando que tengan que estar restringidas por cerca de 100 límites", complementa Cifuentes, de la U. Andes. La idea de instalar fondos generacionales en reemplazo del sistema de multifondos actual daría espacio para más inversiones a largo plazo. Esto, "ya que no habría necesidad de responder a continuos cambios de fondo, lo que obliga actualmente a las AFP a mantener mayor liquidez", afirma Morales, de la UDP.

Lo anterior, agrega, permitiría expandir la inversión en activos alternativos. "Las carteras serán más estables por tener menor movilidad en los afiliados entre opciones de los extremos (de fondo A a fondo E, por ejemplo)", sostiene María Eugenia Jiménez, socia y directora ejecutiva de Brain Invest. Por esto, varios creen que se podrían ampliar los límites para las inversiones de fondos de pensiones en activos alternativos.

El cambio que le esperaría al portafolio de las administradoras de fondos de pensiones con la reforma

miércoles, 22 de febrero de 2024, Fuente: El Mercurio Inversiones

Académicos esperan que aumenten las inversiones ilíquidas y con mayor potencial de retorno. La discusión sobre la inversión pasiva y los criterios ESG, a su vez, está abierta. Jorge Salas (42) está abrumado por su futuro. "A mi papá, que cotizó en las AFP hasta que jubiló hace varios años, e hizo APV, le ha ido bien con su jubilación, ya que trabajó en un periodo de buenas rentabilidades. Pero yo veo mis ahorros y la volatilidad de los mercados y no veo por dónde lograr algo similar", señala. Salas no se refiere puntualmente a un ahorro que llega solo al 10% de su sueldo, por debajo del estándar de países desarrollados, sino también a rentabilidades decrecientes a nivel global. Estas se asocian, en parte, a la fuerte caída de tasas de interés del último tiempo: tras la crisis subprime, por ejemplo, los bancos centrales redujeron decisivamente sus tasas, contribuyendo a cambiar el perfil de instrumentos como los bonos, parte sustancial de cualquier fondo de pensiones en el mundo. Distintos académicos estiman que un punto porcentual de ahorro adicional al año puede terminar por elevar las pensiones en torno a un 30% en el largo plazo, por cuanto el cómo se estructure la cartera de inversiones es determinante. Y la reforma de pensiones, que en marzo debiera retomar ritmo en el Congreso, no solo podría cambiar en profundidad el sistema de AFP (una discusión alta en polémica), sino también modificar la forma en que las gestoras de fondos de pensiones invierten los ahorros de los chilenos. "La madurez de las inversiones debiera aumentar", plantea Marco Morales, profesor asociado del Departamento de Economía de la Universidad Diego Portales, aludiendo a un mayor plazo de vencimiento para los instrumentos de inversión. Puntualmente, se refiere a "la inversión en activos de baja liquidez y mayor retorno esperado, como son los activos alternativos", señala en referencia a aquellos papeles que van más allá de los tradicionales bonos y acciones (y se enfocan en instrumentos privados, activos de infraestructura, inmobiliarios, entre otros). Justamente este tipo de activos podría tener un mayor espacio bajo lo propuesto. "Hay que incorporar mayor cartera de activos alternativos, especialmente en carteras de inversión para cotizantes jóvenes, porque tienen más riesgo", dice Cecilia Cifuentes, directora ejecutiva del Centro de Estudios Financieros de la Universidad de los Andes. Con la actual reforma de pensiones, varios expertos concuerdan en que los activos alternativos debieran tener una mayor preponderancia en las carteras de las administradoras, ya sean las actuales o nuevas gestoras derivadas de la propuesta. Esto, sobre todo, al considerar un proyecto que elimina los multifondos y deja solo "fondos generacionales", con cambios obligatorios por edad. Frente al proyecto, además, expertos creen que se podría flexibilizar la distribución de las inversiones entre Chile y el extranjero. Y hay una discusión abierta sobre si otros criterios, como los de sostenibilidad o ESG, deberían incluirse más explícitamente en los lineamientos de las administradoras. Aunque las AFP han comenzado a seguir estos criterios, el abordaje aún luce incipiente: algunos de sus títulos favoritos, por ejemplo, podrían enfrentarse al escrutinio asociado a las emisiones de gases de efecto invernadero generadas por sus empresas subyacentes. Por lo pronto, "el nuevo régimen de inversiones establece una cartera de referencia para cada fondo generacional", recuerda Morales, de la UDP. De esta manera, "los administradores de fondos tendrían más libertad para estructurar sus portafolios" y podrán combinar madurez y riesgo en los distintos activos para lograr mayores retornos netos, agrega. Esto, teniendo en cuenta que "las AFP invierten con un criterio de límites, en distintas clases de activos, y finalmente eso termina generando que tengan que estar restringidas por cerca de 100 límites", complementa Cifuentes, de la U. Andes. La idea de instalar fondos generacionales en reemplazo del sistema de multifondos actual daría espacio para más inversiones a largo plazo. Esto, "ya que no habría necesidad de responder a continuos cambios de fondo, lo que obliga actualmente a las AFP a mantener mayor liquidez", afirma Morales, de la UDP. Lo anterior, agrega, permitiría expandir la inversión en activos alternativos. "Las carteras serán más estables por tener menor movilidad en los afiliados entre opciones de los extremos (de fondo A a fondo E, por ejemplo)", sostiene María Eugenia Jiménez, socia y directora ejecutiva de Brain Invest. Por esto, varios creen que se podrían ampliar los límites para las inversiones de fondos de pensiones en activos alternativos.

Un giro que, bajo una adecuada gestión (los alternativos son, por naturaleza, menos transparentes que los activos tradicionales), tiene el potencial de "ayudar a lograr adecuados retornos en el horizonte de ahorro para la pensión", dice **Julio Riutort**, académico de la Escuela de Negocios de la **Universidad Adolfo Ibáñez**.

Aunque advierte que los alternativos tienen riesgos, plantea que "el horizonte largo que ofrecen está bien alineado con el periodo de ahorro para la jubilación". Por ley, actualmente, el límite máximo en activos alternativos que pueden invertir las AFP no puede ser inferior al 5% ni superior al 20% del valor de cada tipo de fondo. El Banco Central, para los multifondos, asignó un máximo en este tipo de activos de 13%, 11%, 9%, 6% y 5% para los fondos A, B, C, D y E, respectivamente.

Esto, en una discusión que está abierta: la Superintendencia de Pensiones ya solicitó un aumento de los límites al emisor, tal como lo anunció en el Chile Day, en Londres el 13 de septiembre de 2023. Se podría requerir, con todo, de una regulación más acuciosa.

Es que, bajo la experiencia actual con estos activos, "se han detectado necesidades de mejora en diversas materias, procesos de due diligence, seguridad de las inversiones, conflictos de interés, valoración, entre otros", reconoció hace algunos meses el Superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías. EN CHILE O EL EXTRANJERO Actualmente, las AFP tienen un límite claro para las inversiones en el extranjero: de un 30% a un 80% de los multifondos.

En detalle, el límite máximo para la inversión en el exterior del A es de 45% a 100%, del B de 40% a 90%, del C desde 30% a 75%, del D de 20% a 45% y del E desde 15% hasta 35%. Para algunos, estos niveles se deberían flexibilizar. Morales, de la UDP, reconoce que la reforma no cambiaría significativamente los límites que tienen las administradoras para invertir en el extranjero. Eso sí, cree que estos se podrían ajustar para aprovechar oportunidades de inversión a largo plazo en las distintas clases de activos, ya sean locales o extranjeros.

De hecho, considera que la distribución ideal en el exterior "debiera depender de consideraciones de diversificación de riesgo internacional, así como de la búsqueda de mayores retornos". Para los fondos generacionales que propone la reforma, plantea que "los fondos de los trabajadores más jóvenes debieran tener una mayor proporción de activos ilíquidos y en moneda extranjera". Cifuentes, de la U. Andes, se inclinó simplemente por relajar los lineamientos.

Considera que esta proporción en los portafolios "no es algo que debería quedar previamente determinado, sino que también depende de los riesgos". Y Jiménez, de Brain Invest, plantea que "atenta con la diversificación y obtención de mayor rentabilidad". Fernando Mejido, director de la Escuela de Auditoría y Control de Gestión de la U.

Santo Tomás, plantea otra forma en la que se podrían guiar las inversiones de los fondos de pensiones. "Debieran invertir siguiendo carteras de referencias o benchmark, con un sistema de premios y castigos, tal como lo hace el administrador de los fondos de cesantía (AFC)", dice. Así, "debería alinear los incentivos de las administradoras con los cotizantes". También se ha propuesto que la inversión pasiva de los fondos de pensiones se incremente.

Esta visión creció luego de la publicación de un estudio, publicado en el Journal of Pension Economics & Finance de la U. de Cambridge, mostrando que entre 2003 y 2017 la gestión de las Administradoras de Fondos de Pensiones no consiguió superar de manera sistemática los retornos del mercado.

"Nuestros resultados muestran que la inversión activa de las AFP chilenas ha dado como resultado retornos que no son significativamente diferentes de los de invertir en vehículos de inversión, de bajo costo, similares", señaló el académico de la U. Católica, Eduardo Walker, refiriéndose a su paper publicado en conjunto con el académico Fernando López.

Las autoridades buscan abordar, además, un factor sobre el cual existe consenso académico: "por más de dos décadas, tanto expertos como la opinión pública han considerado que las ganancias de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) chilenas han sido 'excesivas'", dice López, Ph.D. en Finanzas de la Washington University in St. Louis, en otro paper.

Un estudio de su autoría "muestra que la rentabilidad sobre patrimonio promedio de 25,4 % alcanzado por las AFP en el período 2006-2015 fue 4,8 veces superior al 5,3% justificable por su exposición al riesgo de mercado. En términos monetarios, de los US\$ 4.400 millones obtenidos por la industria en la última década, cerca de US\$ 3.500 millones corresponderían a una ganancia 'excesiva'", explicó.

Entre las ideas que surgen al respecto en el marco de la actual reforma, la licitación de afiliados antiguos reúne el apoyo de varios especialistas. ¿CRITERIOS ESG? El 3 de mayo de 2021 comenzó a regir una nueva norma de carácter general por parte de la Superintendencia de Pensiones que instaba a las AFP a incorporar el riesgo climático y los criterios ASG (o ESG, en inglés) en sus políticas y procesos de inversión.

En un seminario organizado por la **Universidad Adolfo Ibáñez** el 8 de noviembre de 2023, Roberto Fuentes, gerente de estudios de la asociación de AFP, afirmó que "al menos el 70% de la cartera (de las AFP) está con cobertura de los criterios ESG y cambio climático". Sin embargo, algunas inversiones de alto calibre entre los fondos de pensiones podrían ser objeto de un mayor escrutinio y, con ello, potencialmente perder valor en el futuro.

Por ejemplo, la mayor inversión en renta fija local corporativa de las AFP está en Celulosa Arauco y Constitución (con una tenencia cercana a los US\$1.200 millones). En octubre del año pasado, la empresa fue calificada con un rating 'B' y 1,5 puntos por el proveedor de índices MSCI –pionero en selectivos ASG–, obteniendo el menor puntaje en la lista detallada sobre estos criterios.

Tanto los rankings de esta firma, como otros, como los de Sustainabilitycs (parte de Morningstar), están ganando protagonismo global, especialmente en medio de una emergencia climática asociada a factores como la emisión de gases de efecto invernadero y la deforestación de bosque nativo. Algunos académicos no están convencidos de que las administradoras de fondos de pensiones deban dar un giro hacia inversiones que tengan criterios ESG.

Morales, de la UDP, afirma que "no hay evidencia robusta sobre un mayor retorno de las inversiones ESG en el largo plazo". Y Riutort, de la **UAI**, advierte que "la evidencia sobre retornos de portafolios con criterios ESG es, en el mejor de los casos, débil y difícil de extrapolar hacia el futuro". Sin embargo, la corriente internacional que promueve este tipo de enfoque asegura que la inversión sostenible sí tiene el potencial de elevar los retornos al largo plazo.

Y, mirando los últimos tres años (a octubre de 2023), estos fondos han tenido mejor rendimiento en EE.UU.: en acciones, los fondos ESG reportaron un rendimiento de 10,43 % versus un 9,54% de los fondos tradicionales, según información de Bloomberg.

Un mejor retorno que se ve también en fondos balanceados (3,43% versus 2,21%) y en renta fija (-1,49% versus -3,26%). Se estima, asimismo, que en 2025 cerca de un tercio de las inversiones de cartera en la Unión Europea será destinada a vehículos ESG, de acuerdo a la misma fuente. "La bibliografía indica que las inversiones sostenibles, en particular los índices ESG, obtienen resultados similares o incluso mejores que las inversiones convencionales", dice un paper del Banco Interamericano de Desarrollo publicado en 2020 que estudia la relación de los fondos de pensiones con estos criterios.

Los autores, Bridget Hoffmann, Tristany Armangue i Jubert y Eric Parrado, de hecho, usaron al sistema chileno como ejemplo. "La utilización de índices ESG como referencia en los fondos soberanos de Chile y en el sistema de fondos de pensiones chileno no habría cambiado sistemática y sustancialmente los rendimientos financieros durante el período de tiempo considerado", concluye el estudio.

Y plantean otro factor por el que podría ser clave que los principales inversionistas chilenos sigan estos criterios: a nivel global, "los fondos de pensiones controlan una fracción muy significativa de los activos mundiales", dicen. "Por lo tanto, tienen el poder para cambiar los estándares hacia la inversión

sostenible a través de cambios menores y de bajo costo como la sustitución de los índices de referencia convencionales por equivalentes ESG".