

Negocios

# Estudio concluye que regulación limita retornos de fondos de AFP

- ▶ Rentabilidad de los multifondos podría estar hasta 15% por debajo de su nivel óptimo, concluye informe de la U. de Chile.
- ▶ Autor plantea que las AFP obtienen la mayor parte de sus ingresos por las comisiones, por lo que su negocio está en captar usuarios.

Cecilia Arroyo A.

Los fondos de pensiones que administran las AFP están significativamente por debajo de la "frontera eficiente de inversión", es decir, el óptimo de rentabilidad que se puede esperar de un portafolio. Así lo señala un reciente estudio de la Universidad de Chile, que plantea que, por ejemplo, el retorno promedio del Fondo A y del Fondo E están 15,74% y 2,84%, respectivamente, debajo de este nivel.

Esto significa que los Fondos A y E, tuvieron una rentabilidad promedio entre 2009 y 2016 de 9,9% y 5,0%, respectivamente, en circunstancias que durante el mismo periodo, su retorno podría haber aumentado en 1,59 veces para el Fondo A y en 0,57 veces para el Fondo E, si se hubiera invertido de manera óptima.

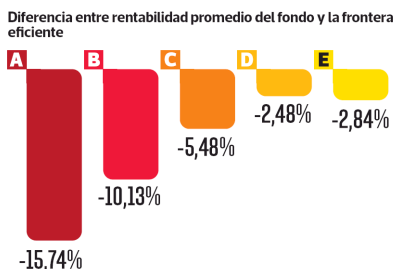
Según el autor del estudio y académico del Instituto Milenio para la Investigación de Imperfecciones del Mercado y Políticas Públicas, y del Centro de Finanzas de la U. de Chile, Alejandro Bernaldes, tales alzas "se traducen en significativas e importantes mejoras en inversiones a largo plazo", como el que aplica a los fondos previsionales.

En dinero, esto significa que \$ 100 en un fondo de pensión que la AFP invierte por 40 años, con una rentabilidad del 6,9% anual (que fue el retorno promedio del Fondo C en entre 2009 y 2015), generaría \$1.442 tras cuatro décadas. Pero si la AFP lograra invertir esos \$ 100 a un 10,9% de retorno, al cabo de 40 años, esto generaría \$ 6.269. En otra palabras, un aumento de solo un 4% genera \$ 4.827 adicionales, lo que equivale a un incremento de 3,34 veces el capital obtenido a una tasa de 6,9%.

**Lineamientos**

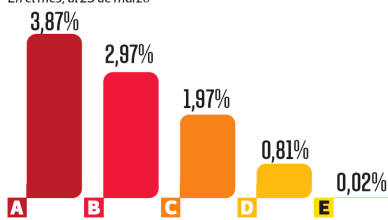
Según Bernaldes, el hecho de que las AFP no estén invirtiendo en forma óptima los fondos se relaciona con que la regulación podría no estar generando los incentivos

**RENTABILIDAD AFP**

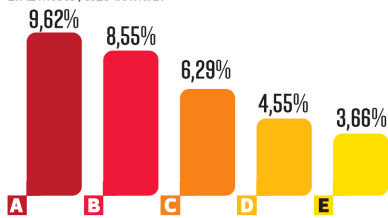


**Retorno de los fondos**

En el mes, al 23 de marzo



En 12 meses, al 23 de marzo



FUENTE: Centro de Finanzas, U. de Chile/ La Tercera en base a datos de SP

adecuados. Por un lado, está el cobro de comisiones por administración de las AFP que, de acuerdo al Decreto Ley 3.500, se hace desde el ingreso y por lo tanto gran parte del 'negocio' de estas "no consiste en invertir bien su propio dinero en los fondos de pensiones, sino que capturar una mayor cantidad de afiliados que paguen comisiones".

De hecho, el estudio de Bernaldes dice que en el periodo analizado, un 95% de los ingresos de las AFP vienen de las comisiones. De esta manera, "el actual mo-

delo de negocios de las AFP podría generar que éstas se concentren más en la parte comercial y ventas del negocio para capturar más afiliados, en vez de enfocarse en la parte financiera". Por ello, propone que las comisiones tengan un componente fijo (menor al actual) y otro variable que dependa del desempeño de cada administradora.

Otro tema clave es el mecanismo de comparación de los retornos de los fondos. Esto porque la ley establece que ningún fondo puede rendir por debajo de la ren-

**MÁS DETALLES**

**21,3%**  
de rentabilidad financiera (ROE) promedio, exhiben las AFP entre 2009 y 2015.

**95%**  
de los ingresos de las AFPs vienen de las comisiones de administración.

tabilidad del promedio de 36 meses del mismo portafolio en el resto de las AFP. Esto, unido a que las carteras son públicas, "produce un incentivo para que las AFP se copien", dice Bernaldes, lo que "puede redundar en inversiones sub-óptimas, al ser posible que todas las AFP lo estén haciendo mal, pero si son comparadas con el promedio de las mismas se relativiza el mal desempeño". En esto ayudaría simplemente contar con un punto de comparación de rentabilidades externo y objetivo.

**Opinión de la industria**

"Para hacer una correcta evaluación, es necesario escapar la frontera eficiente con el universo real de alternativas de inversión de los Fondos de Pensiones, ya que todas las restricciones que buscan seguridad tienden a disminuir el potencial de rentabilidad que se podría obtener, al existir total libertad de inversión", explica el gerente de Estudios de la Asociación de AFP, Roberto Fuentes Silva.

"En el estudio no se detalla la construcción de la frontera eficiente, pero cada inversión que realizan los Fondos de Pensiones contempla en torno a 90 restricciones de inversión. De contemplarse en el modelo todo estos detalles, la diferencia entre la cartera óptima y la efectiva sería bastante menor", agrega el ejecutivo de la industria. ●



FOTO: ARCHIVO

▶ La administración del 5% ha generado debate.

## Expertos critican idea de entregar al BC gestión del 5% de cotización

▶ Economistas afirmaron que la propuesta del presidente de BancoEstado, Jorge Rodríguez Grossi, escapa a las facultades del emisor.

Carolina León

**REACCIONES**

La propuesta del economista DC y presidente de Banco Estado, Jorge Rodríguez Grossi, para que la administración del 5% extra de cotización propuesto por el gobierno siga el ejemplo de los fondos soberanos chilenos y que sea el Banco Central (BC) el que opere como agente retenedor de esos ahorros, generó críticas entre expertos del área.

Esto, según la versión de los economistas Patricio Rojas, de Rojas y Asociados; y José Ramón Valente, de Econsult; quienes plantearon que dicha opción no es una buena alternativa, agregando que esa tarea escapa de las actuales facultades del Banco Central.

"No corresponde entregarle una función al Banco Central más allá de la que ya tiene, el BC tiene sus facultades definidas y es mantener la estabilidad de los precios", sostuvo Rojas, precisando que "lo que hace el Banco Central es que entrega el manejo de las reservas a un tercero extranjero (...) Por ello, una cosa es mantener las reservas como lo hace el BC, que básicamente es manejar un stock, y distinto es el caso de manejar fondos previsionales de gente que se va a estar jubilando, fondos que de alguna manera van a tener una movilidad mucho mayor a los que maneja el Banco Central. Son conceptos distintos". ●

**"No corresponde entregarle una función al BC más allá de la que ya tiene"**

**Patricio Rojas**  
Economista Rojas y Asociados

**"Hacer eso escapa totalmente de lo que hoy hace el Banco Central"**

**José Ramón Valente**  
Director Econsult

En esa misma línea, Valente agregó que "sería bien difícil que esos fondos los pueda administrar el Banco Central, porque una cosa es preparar una licitación para que administradores extranjeros o locales administren un monto de plata (como las reservas) y otra cosa muy distinta es pagar beneficios, llevar contabilidad de las cuentas y todas esas cosas. Hacer eso escapa totalmente de lo que hace hoy el Banco Central".

Respecto a la posibilidad de que sea la institución que lidera Rodríguez Grossi quien administre el 5% extra, Valente planteó además que "Banco Estado tiene experiencia en administración de carteras de inversión, no tanta como otras instituciones, pero es algo que pueden crear. Es algo que podría ser". ●