

En momentos en que nuestro país busca nuevos acuerdos sociales, nuestro Boletín dedica la presente edición al tema de pensiones, cuya reforma es una de las demandas más sentidas de la ciudadanía. Este número incluye tres artículos que muestran opiniones de académicos, ex-alumnos y profesionales que han trabajado en sistemas de pensiones. De esta forma esperamos aportar al necesario debate nacional y así ayudar a construir una mejor sociedad.

Comité Editorial Boletín E&G

ALEJANDRO BERNALES Y JOSÉ MIGUEL CRUZ, ACADÉMICOS DE INGENIERÍA INDUSTRIAL, U. DE CHILE

LAS REGULACIONES QUE MEJORAN EL SISTEMA DE LAS AFPs



Alejandro Bernales

Es interesante ver comentarios de esta índole: “Las AFP han administrado bien” (Andrés Santa Cruz, Asociación de AFP, Canal 13, 01/09/19). Puede ser, pero la pregunta que vale la pena hacerse es: ¿Bien relativo a qué? Generalmente, las AFPs muestran el desempeño del sistema relativo a otros fondos de pensión en el mundo, pero esos fondos de pensión no están regidos por las mismas reglas en términos de los instrumentos y límites de inversión, y así estos no son necesariamente comparables con el sistema chileno. Otras veces se muestran valores relativos a un índice financiero, pero un índice financiero solo refleja una parte de la cartera de inversión, y no considera eventuales costos incurridos al seleccionar un determinado activo financiero.

La pregunta que aún no ha sido respondida es: ¿Realmente sabemos si las AFPs lo han hecho bien?

El problema es más grave, ya que dado estos dichos, el actual sistema (y su reforma) no contempla políticas efectivas para generar inversio-



José Miguel Cruz

nes óptimas de los fondos de pensiones. La regulación vigente (lo cual no ha cambiado en la reforma propuesta) contempla que se evalúan las rentabilidades de cada AFP en relación a la rentabilidad promedio de las mismas AFPs.

Por lo tanto, al ser comparado el desempeño de cada AFP, en relación al promedio de ellas mismas, es posible ocultar un desempeño, en general, ineficiente de la industria.

Adicionalmente, las comisiones por administración pagadas por los afiliados (la principal fuente de ingresos de las AFPs) no son afectadas por la rentabilidad de los fondos de pensiones. Por ejemplo, entre los años 2009 y 2015, el promedio del ratio: (Ingresos Comisiones por Administración) / (Ingresos Ordinarios Totales) fue de un 0.95 para el sistema de AFPs chileno. Esto significa que un 95% de los ingresos de las AFPs provienen de las comisiones de administración. Así, hay muchos mayores incentivos para conseguir ‘más afiliados’ que para ‘administrar bien’ los fondos de inversión. Esto, sumado a que las AFPs son eva-

luadas con el promedio de ellas mismas (como fue explicado arriba), genera que no hay incentivos para promover un auténtico y activo manejo de los portafolios de inversión de las pensiones de los chilenos.

¿Qué debería contemplar la reforma al sistema de pensiones? i) un genuino benchmark externo, ii) mayor transparencia en los costos incurridos en las inversiones, por ejemplo, fomentando el uso de futuros de tasas y futuros de moneda, en vez de operaciones bilaterales de swaps y forwards, y iii) comisiones por administración que dependan del desempeño de las AFPs con respecto a dicho benchmark externo.

De lo anterior desprendemos tres recomendaciones importantes. Primero, el *benchmark* externo debería estar compuesto por un portafolio representativo que refleje los distintos tipos de instrumentos, los cuales están permitidos como inversión por las AFPs. Además, este portafolio representativo debería ser construido para cada tipo de fondo (cinco *benchmarks*), ya que deben incluir las mismas reglas de inversión del sistema de pensión chileno por tipo de fondo.

Segundo, la mayor transparencia en los costos de los fondos de inversión permitiría hacer más eficiente la operación, midiendo de mejor manera la rentabilidad bruta y neta de las inversiones. Por ejemplo, el desarrollo de un mercado de futuros de tasas y monedas en Chile, alimentado por las necesidades de coberturas de las AFPs, permitiría transparentar los costos involucrados en dichas

operaciones, las que hoy dependen de contratos bilaterales específicos entre las AFPs y los bancos de inversión.

Finalmente, y tercero, dado que las comisiones son lo que 'realmente' les interesa a las AFPs, estas deberían depender de qué tan bien les va a las AFPs con respecto al *benchmark* externo. Lo que ha mostrado ser de mayor efectividad en distintos fondos de inversión es entregarles una comisión base a todas las AFPs y premiar a las AFPs que superan una meta de estar un x% sobre el *benchmark*. Si no es el caso, el dinero que sobre se les entrega a los mismos chilenos en sus fondos de pensión. La comisión base podría ser entregada por un panel de expertos, la cual podría ser equivalente a un nivel para que las AFPs obtengan un 12.5% de Ganancias/Patrimonio (ROE), el cual ganan empresas de inversión y manejo de activos financieros. Según el Prof. Aswath Damodaran, de la Universidad de Nueva York, entre los años 2009 y 2015, las AFPs en Chile tenían un ROE alto, con un nivel de 21.33%, muy por sobre el promedio mundial para industrias similares (calculado en base a datos de 2015).

Luego, la comisión por administración cobrada a los chilenos debería ser un poco mayor que la comisión base entregada a las AFPs, pero si las AFPs no logran la meta, el adicional es devuelto a los afiliados en su mismo fondo de pensiones.

Así, los cotizantes pagan más solo cuando sus pensiones rentan más y, simultáneamente, se premia a las AFPs que hacen bien su trabajo. **E+G**



PAZ OBRECHT, EX ALUMNA DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y GERENTE CONSULTORÍA DE CL GROUP FINANCIAL CONSULTING

UNA MIRADA SOBRE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONADOS EN LA MODALIDAD DE RETIRO PROGRAMADO

La política de inversión en los retiros programados está acotada a los multifondos de menor riesgo y menor retorno. Esta restricción pareciera obedecer a criterios prudenciales del regulador, que preferiría no exponer al pensionado a las volatilidades propias de los fondos de mayor riesgo y la posibilidad que el fondo se agote durante la vida del pensionado.

Las aprensiones del regulador parecieran ser poco justificadas, en la medida que la mayor parte de los fondos se mantendrán rentando por más de 10 años antes de destinarse al pago de pensiones, un plazo razonable para una política de inversión más agresiva.

Otros mecanismos como el seguro de longevidad, propuesto también en la reforma de pensiones, y un seguro que permita completar la pensión hasta un umbral mínimo contratado, permitirían mitigar las principales desventajas de una estrategia de inversión más agresiva y aumentar el monto de las pensiones de aquellos que hoy se jubilan (entre 8% y un 16%, dependiendo del financiamiento).

La imposición de invertir los fondos de los pensionados en aquellos multifondos de menor ries-

go, por otro lado, tiene un impacto sistémico en el mercado de renta fija nacional, aumentando artificialmente la demanda por estos papeles y generando presiones sobre las tasas de interés. Esta restricción obliga a invertir prioritariamente los fondos de pensionados en renta fija nacional, financiando la deuda del Estado y las empresas a tasas ridículamente bajas. La apertura de las alternativas de inversión a los multifondos de mayor riesgo ayudaría también a bajar las presiones sobre las tasas de interés. **E+G**

LUIS VALDÉS, CEO DE PRINCIPAL INTERNATIONAL

UN ICI DESTACADO EN EL MUNDO FINANCIERO

Uno de los chilenos que tiene uno de los puestos más altos en el sector financiero en el extranjero cuenta cómo llegó a estar a cargo de siete mercados asiáticos, China e India incluidos, y más de 20.000.000 de clientes. “Hoy cubrimos la mitad de la población mundial”, grafica. Sobre la discusión de la reforma de pensiones asegura: “Técnicamente es incorrecta”.



Fanático de los motores y las tuercas, Luis entró a la Facultad convencido de que lo suyo sería ser Ingeniero Civil Mecánico que, para él, era como la expresión misma de la tecnología. Era una idea que alimentaba desde el Instituto Nacional, pero algunos años y amistades más tarde -las que conserva hasta hoy- optaría por Ingeniería Civil Industrial.

De esta especialidad destaca el haberse convertido en un seguidor del método científico en la toma de decisiones.

“Cada día soy más riguroso”, asegura Valdés agregando que las decisiones basadas en la intuición siempre le han incomodado.

También llamó su atención la micro y la macroeconomía, así como la conexión que la especialidad industrial tenía con el mundo.

“En el Chile del ´75-’79 abrirse a mercados competitivos era todo un tema”, describe.

“El desafío era cómo multiplicar cada peso de inversión pública en empleos. Un tema bien complejo en un ambiente difícil”, recuerda.

Su trayectoria profesional partió en el mundo público. En Odeplan, hoy Ministerio de Desarrollo Social, y desde ahí a Iquique -en 1982, recién egresado y casado- y luego a Coyhaique, a cargo de impulsar el desarrollo de esas regiones desde los planes sociales. En el norte, como jefe de estudios de la Secretaría de Planificación y luego como Secretario Regional Ministerial de Minería, y en el sur como Secretario Regional de Planificación (entre 1983 y 1986).

-¿Logró el objetivo?

-Sí, claro. Echamos a andar proyectos que habíamos diseñado en Santiago y que fueron bien relevantes.

Su transición al mundo privado se produciría a su regreso de cursar un MBA en IESE de Barcelona, en 1991 y ya con tres hijos -luego de tres años como Intendente de Seguros-, a través de una compañía de seguros que estaba partiendo, ligada al grupo empresarial Banmédica.

"Fue una gran experiencia. Banrenta compitió contra las grandes compañías instaladas, a punta de 15 personas en un ático", recuerda el entonces gerente de este grupo 'chico tirado a grande', dice, que rápidamente ganó *marketshare* y comenzó a hacer ruido en el mercado de las rentas vitalicias.

Frente a la avalancha de inversión extranjera, "todos los días una empresa financiera era adquirida o hacía un joint venture con una compañía de afuera", Luis y su grupo decidieron buscar un socio externo y se asociaron con Principal Financial Group.

Dos años después, Principal compró el 50% restante y, en 1998, Valdés estaba instalado en Iowa, Estados Unidos, para ayudar a la compañía a desarrollar su mercado en Latinoamérica y Europa. En ese tiempo comenzaría su internacionalización y sus idas y venidas a Chile, "hace poco más de 20 años", resume agregando que hace ocho -ya con cinco hijos grandes- se hizo cargo del área internacional de esta compañía para concentrarse en Latinoamérica y Asia, y ayudar a convertirla en el operador de pensiones más grande de la región. En China, en tanto, son el cuarto operador en términos de tamaño.

Si en el sector público lo que lo movía era hacer una contribución al desarrollo del país con la generación de más empleo, en el sector privado su objetivo es lograr ventajas competitivas para los clientes, a través de sistemas de *pricing* eficientes.

-¿Dónde se ve de aquí a 5-10 años?

-No tengo idea, nunca he sido obsesivo con mi siguiente posición. Si el trabajo se hace con pasión y compromiso, las oportunidades aparecen en el camino.

Uno que, de seguro, estará ligado a la revolución digital que el mundo vive y que, dice, lo mantiene estudiando, leyendo y actualizándose a diario.

DISCUSIÓN PREVISIONAL

En materia de reforma de pensiones, parte de las demandas del estallido social de octubre en el país, Valdés sostiene que, como ingeniero, tiene dos opciones: ser políticamente correcto o exponer lo que opina en términos profesionales. Opta por lo segundo.

"No me gusta para nada la solución que se está discutiendo en el Congreso. Técnicamente es incorrecta", dice tajante.

-Usted sostiene que ahorrar 10% es muy poco y que deberíamos estar pensando en un 18%.

-Así es. Al final del día, resolver el problema de las pensiones en Chile, Estados Unidos o India es extraordinariamente caro y complejo por un tema demográfico. La gente está viviendo más y nacen menos niños. Tenemos que contar con un sistema de pensiones que sea extraordinariamente eficiente en transformar cada centavo de ahorro en pensiones.

-¿Y Chile es eficiente en esto?

-De lo que hay, bastante eficiente en relación a estándares mundiales.

Sobre la propuesta de generar un ente distinto, Valdés es categórico en señalar que no cumple con el objetivo de que cada centavo adicional marginal de ahorro genere pensión.

-¿Entonces el 4% adicional debería ser administrado por las AFPs?

-O al menos dejar que los afiliados decidan.

Si se utilizara la plataforma de las AFPs para administrar este 4% sin que cobren más por ello, con los mismos costos operacionales -y los afiliados marginalmente ponen un 4% sobre el sistema actual, todo constante-, las pensiones a futuro crecen un 40%.

Concluye: "La solución para el tema de las pensiones es "multipilar" y mixta. La prioridad la tiene el pilar solidario y no contributivo, luego hay que aumentar, sin duda, la contribución obligatoria del 10%". **E+G**