

# Aprendizajes, desafíos y propuestas para políticas de inversiones de los fondos de pensiones

---

Oswaldo Macías Muñoz  
Superintendente de Pensiones

Chile Day, Londres, Inglaterra



13 de septiembre de 2023

- **Contexto**
- **Temas en desarrollo**
- **Posibles perfeccionamientos legales**
- **Conclusiones**

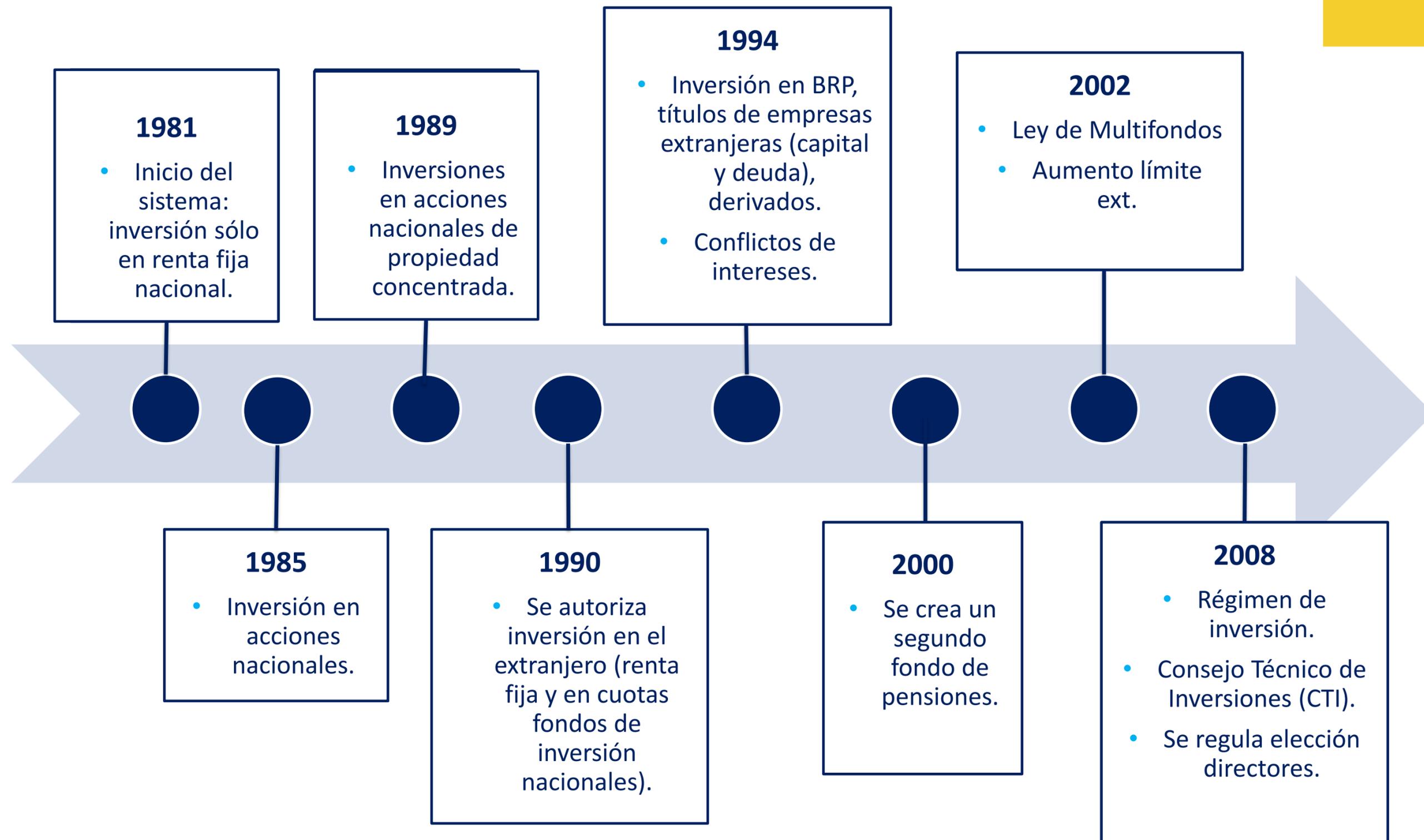
➤ **Contexto de las  
inversiones de los fondos  
de pensiones**

# Contexto Inversiones

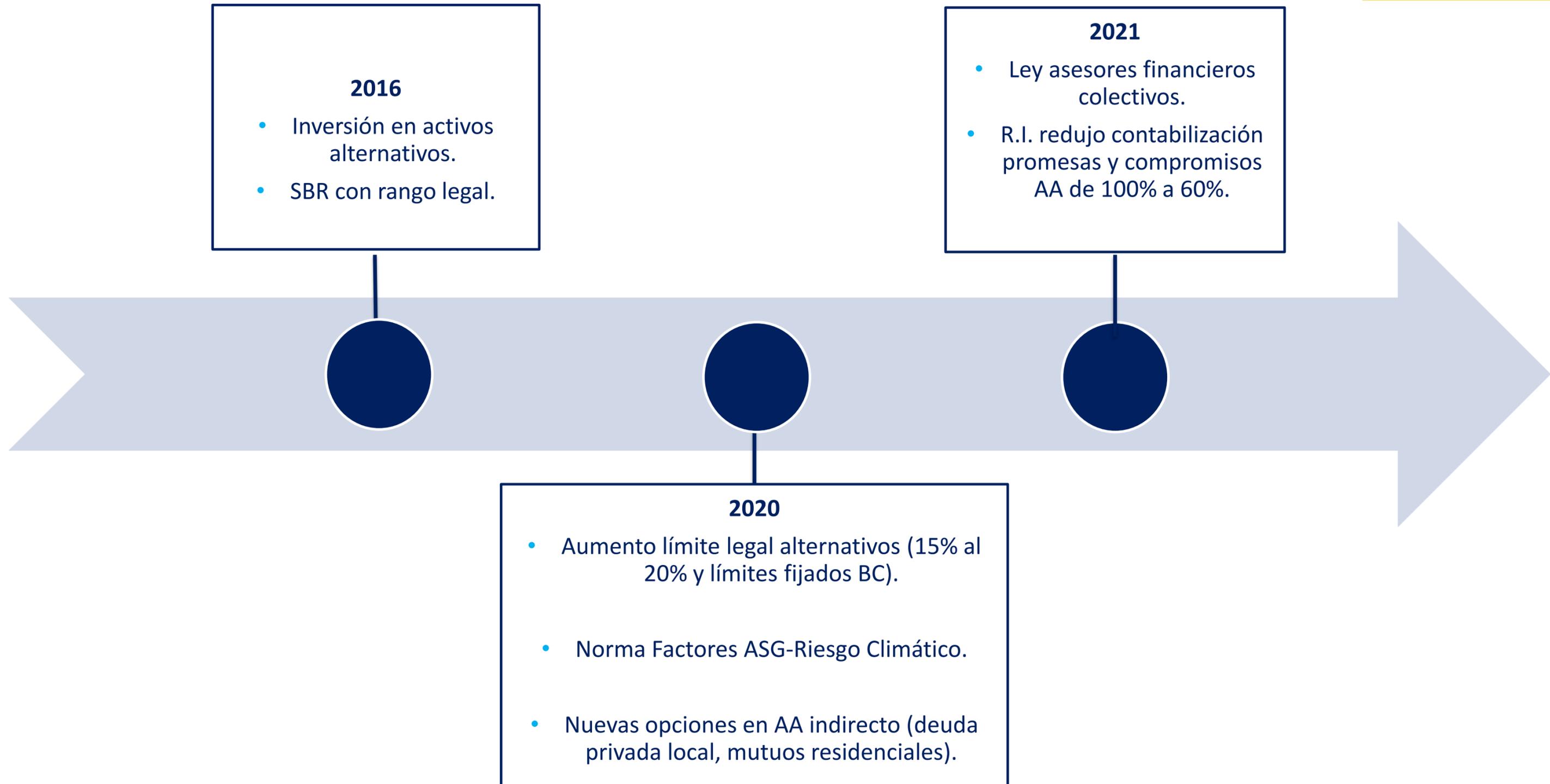
## ❖ Consideraciones iniciales

- Inversiones de los fondos de pensiones continuarán creciendo en las próximas décadas.
- Bajas tasas de retorno a nivel global y eventos que generaron alta volatilidad y caída en los valores de las inversiones los años recientes (estallido social, COVID-19, altos traspasos de fondos, tres retiros de fondos).
- Un objetivo permanente de la Superintendencia de Pensiones es otorgar mayor flexibilidad a las inversiones, con la debida prudencia y, con ello, facilitar la construcción de portafolios más eficientes.

# Evolución de la regulación de los fondos

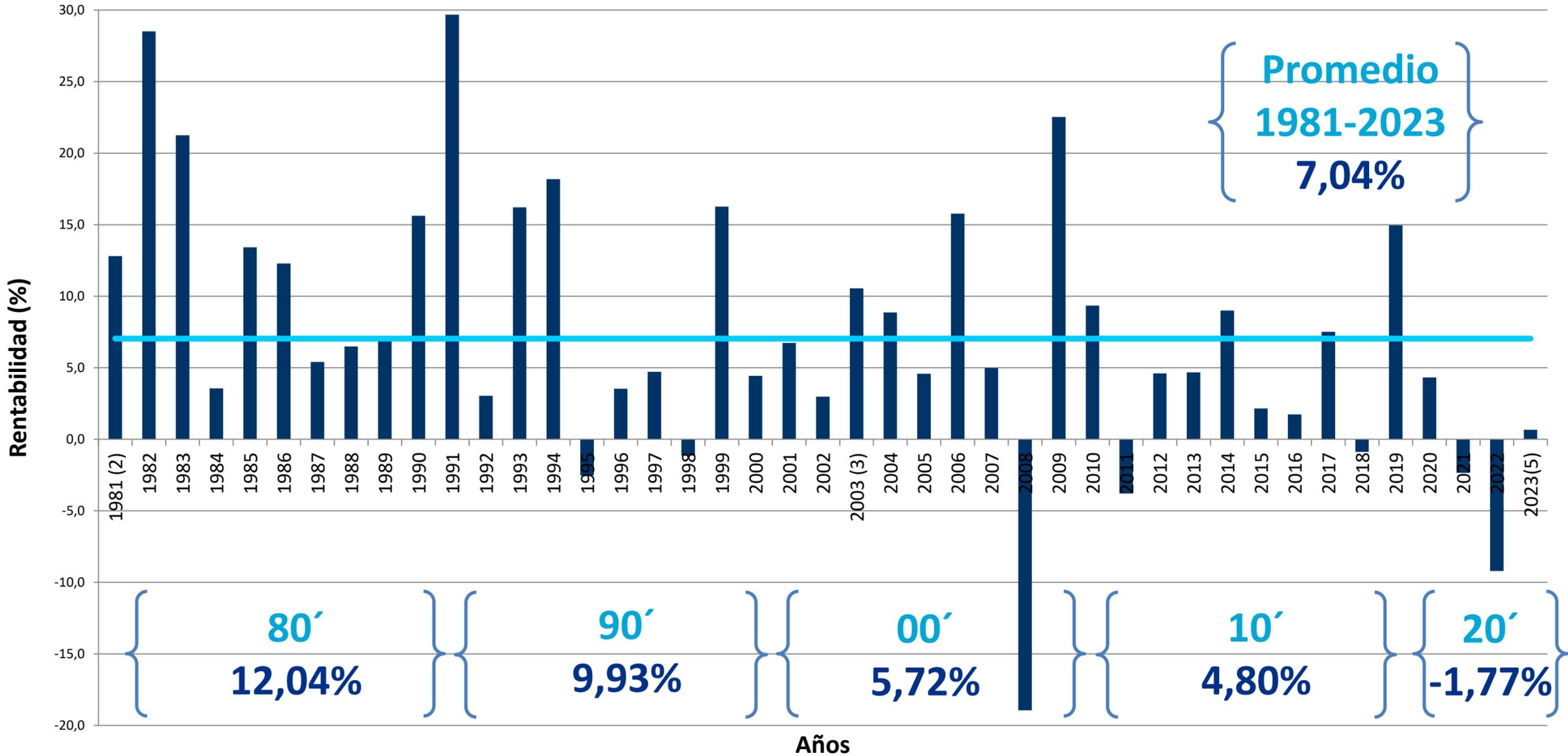


# Evolución de la regulación de los fondos



# Rentabilidad de las inversiones por décadas

## Rentabilidad Real Anual Fondo C



(1) Se entiende por rentabilidad real, como el porcentaje de variación del valor cuota al último día del mes del año, respecto del valor de la cuota al último día del mes del año anterior, resultado que se deflacta por la variación de la Unidad de Fomento en ese período. (2) Período julio 1981 - diciembre 1981. (3) La rentabilidad hasta el año 2002 se calculó en base al valor cuota promedio, mientras que a partir del año 2003 el cálculo se realizó en base al valor cuota del último día del mes. (4) La rentabilidad promedio del fondo tipo C se calcula ponderando la rentabilidad del fondo tipo C de cada AFP por el valor de su patrimonio del fondo tipo C al último día hábil del mes anterior del fin del período. (5) Período enero 2023 - julio 2023. **Fuente: SP**

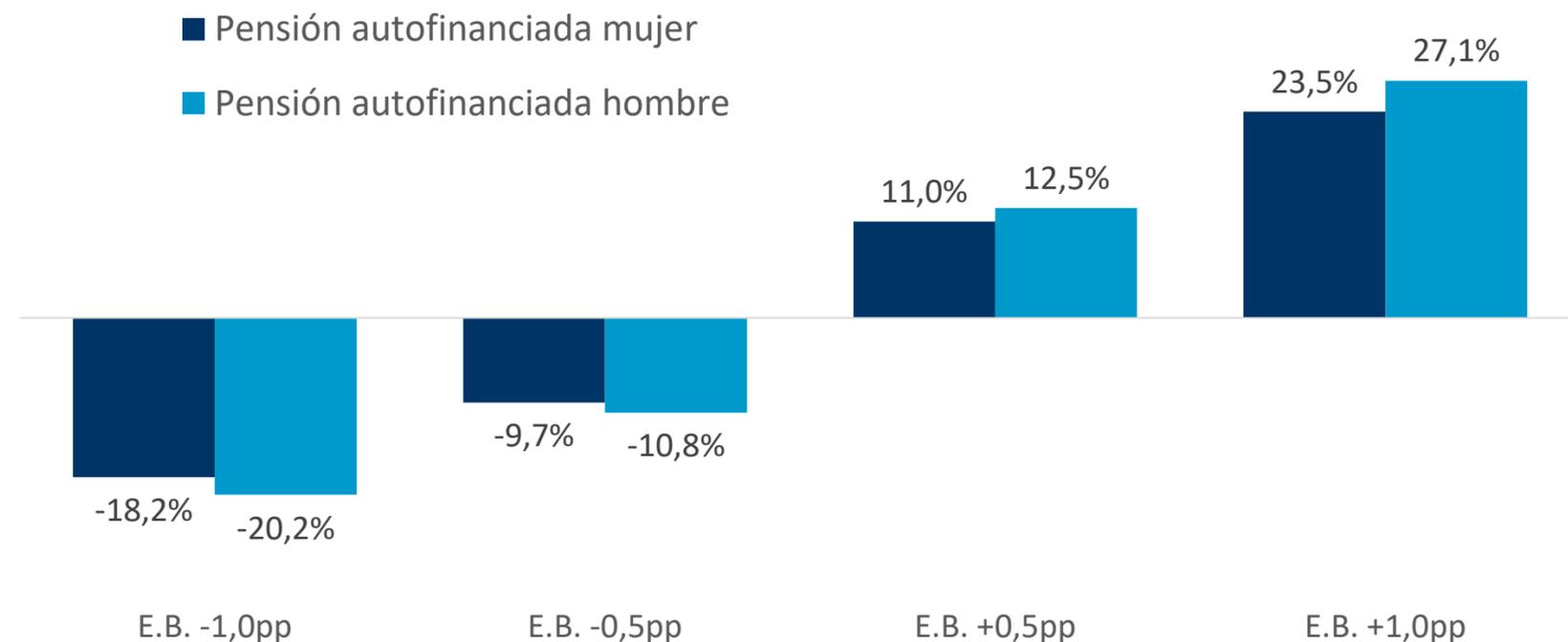
# Efecto de la rentabilidad en el monto de la pensión

❖ Ante aumentos en la rentabilidad esperada, la pensión **aumenta** respecto de un escenario base en:

- **Hombres solteros:** 27,1% si rentabilidad aumenta en 1 pp); 12,5% si aumenta en 0,5 pp.
- **Mujeres solteras:** 23,5% si rentabilidad aumenta en 1 pp); 11,0% si aumenta en 0,5 pp.

## Efecto en pensión según variaciones de rentabilidad de los fondos

Variación en monto de la pensión ante aumentos/disminuciones de rentabilidad de los fondos respecto de escenario base\* (porcentaje)



### Simulaciones a partir de perfiles de acumulación por sexo.

- Supuestos: salario inicial UF 20,04. Crecimiento de los salarios hasta los 35 años: 4,69%; entre los 35 y los 55 años: 2,7%; mayor de 55 años: 2,46%. Trayectoria de elección de fondo según estrategias por defecto. Rentabilidad del fondo B: 4,02%; rentabilidad fondo C: 3,38%; rentabilidad fondo D: 2,81%. Tasa de interés técnica: 3,11%. Tablas de mortalidad 2020. Año base 2023. Densidad de cotización 100%. Entrada al mercado laboral a los 20 años. Jubilación a edad legal (60 años mujeres, 65 años hombres).

# Importancia de la rentabilidad

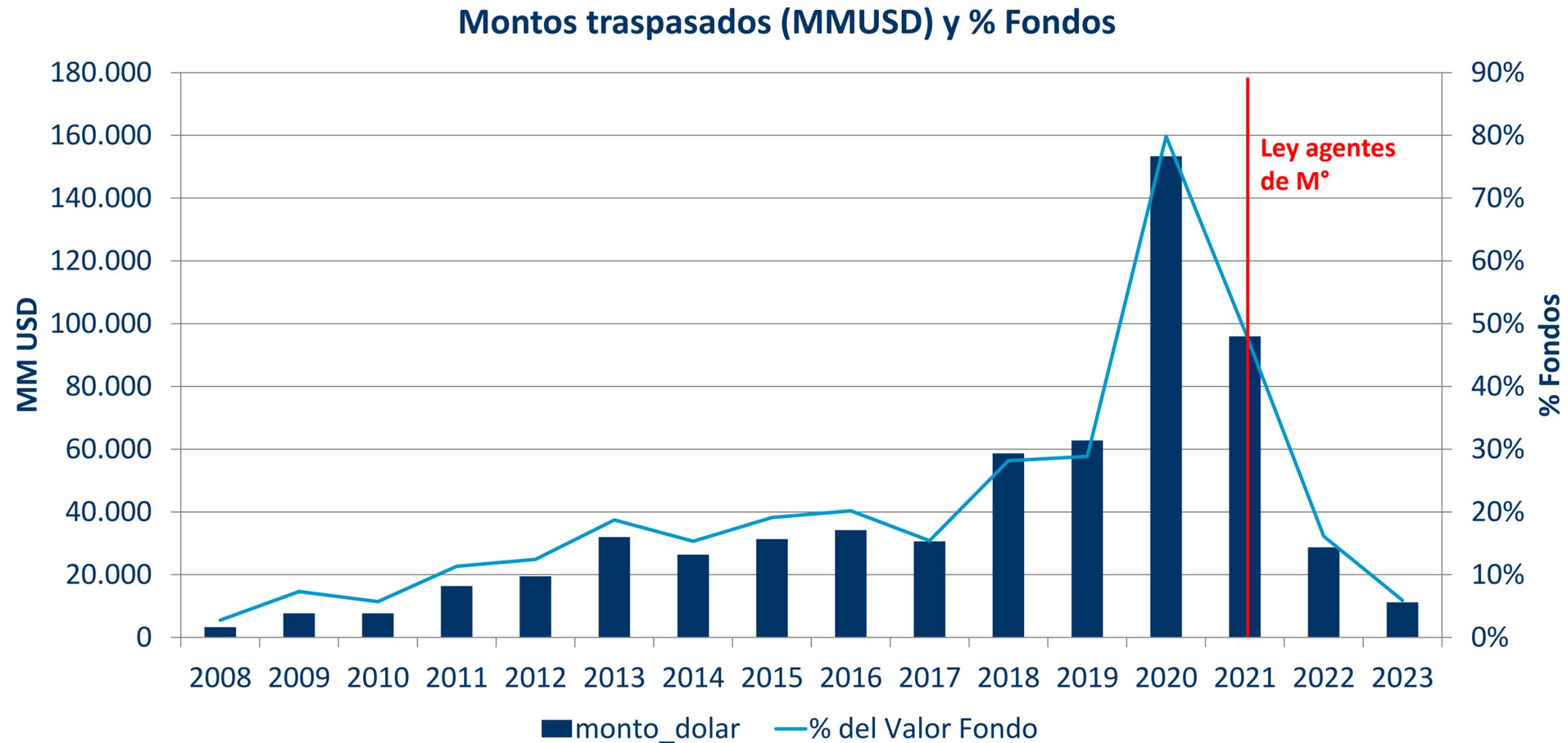
Efecto de la rentabilidad real del fondo tipo C durante todo el ciclo laboral, para diferentes fechas de entrada al mercado laboral

Período 42 años	Rentabilidad Real Anual (promedio)	Cotizaciones	Rentabilidad
1981 – 2023	7,04%	29,8%	70,2%
1991 – 2033	4,98%	45,0%	55,0%
2001 – 2043	3,73%	50,2%	49,8%
2011 – 2053	3,08%	50,7%	49,3%

## Supuestos:

- Rentabilidades anuales observadas del Fondo C desde 1981 a 2023.
- Rentabilidad anual 3,38% a partir del año 2024.
- Serie de ingreso promedio real anual en base al observado el 2023 (tasa de crecimiento 1,5% anual).

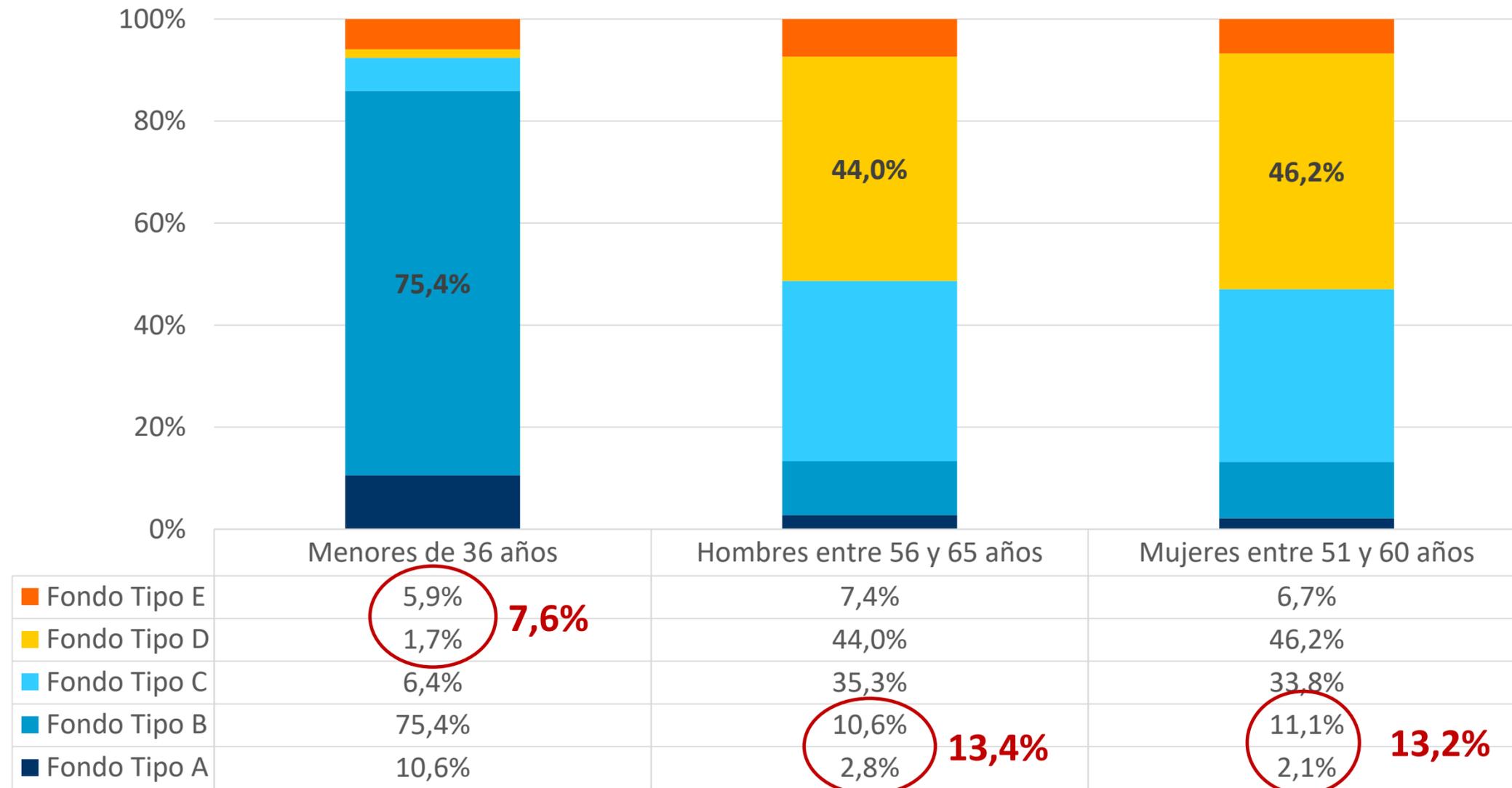
# Evolución de los cambios de fondos



❖ Datos al 31 de julio de 2023.

# Afiliadas y afiliados según tipo de fondo

## Distribución de afiliadas y afiliados según tipo de fondo



### Estrategia sugerida en la regulación:

- Menores de 36 años: Fondo B.
- Hombre de 56+ años, mujeres de 51+ años: Fondo D.

Supuesto: Afiliadas y afiliados con cuentas obligatorias y voluntarias que mantienen saldo en cada fondo al 31 de julio de 2023.

➤ **Temas en desarrollo**



# Temas en desarrollo

## ❖ Riesgos ASG y Cambio Climático

- El año 2020 la Superintendencia de Pensiones emitió una normativa que recogió los acuerdos comprometidos por el regulador en el denominado Acuerdo Verde. La normativa se basó en los mejores estándares internacionales para gestores de fondos de pensiones.
- La norma reguló la incorporación de los factores de riesgo climático y riesgos ambientales, sociales y de gobiernos corporativos en las políticas de inversión y de solución de conflictos de interés, su incorporación dentro de las medidas de gestión de riesgos y en el Modelo de Supervisión Basada en Riesgos.
- De la evaluación realizada de su implementación hasta la fecha, se requieren algunos perfeccionamientos, por ejemplo:
  - 1) Estandarización de los reportes integrados.
  - 2) Incorporación de información adicional para la o el afiliado.

# Temas en desarrollo

## ❖ Títulos Representativos de Mutuos Hipotecarios Endosables (TRMHE)

- Los TRMHE son transados en la Bolsa de Productos de Chile, aprobada como mercado secundario formal por el Banco Central de Chile en 2021.
- Actualmente, los fondos de pensiones pueden invertir en Mutuos Hipotecarios no residenciales en forma directa e indirecta, y en Mutuos Hipotecarios Endosables Residenciales sólo en forma indirecta, como renta fija, pero dentro de activos alternativos.
- Se envió oficio al Banco Central solicitando su informe para autorizar estas inversiones para los fondos de pensiones en virtud de letra k), inciso segundo del artículo 45 del D.L. N° 3.500. Se propone autorizar:
  - I. Títulos Representativos de Mutuos Hipotecarios Endosables no residenciales. (inversión directa e indirecta)
  - II. Títulos Representativos de Mutuos Hipotecarios Endosables residenciales a través de cuotas de fondos de inversión públicos de la ley 20.712. (inversión indirecta)
- Se propone que los mutuos sean originados por administradores incorporados en el Registro Especial de la CMF.

# Temas en desarrollo

## ❖ ScaleX

- Actualmente, los fondos de pensiones pueden invertir en acciones de sociedades cerradas como activos alternativos.
- La Bolsa de Comercio de Santiago, en conjunto con la Corporación de Fomento de la Producción, suscribieron acuerdo para desarrollar un nuevo segmento bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago, denominado mercado ScaleX.
- Se envió oficio al Banco Central solicitando su informe, requisito legal para la autorización de estas inversiones dentro de una nueva categoría (letra K).

# Temas en desarrollo

## ❖ Activos alternativos - Resultados

### Rentabilidades inversiones en activos alternativos extranjeros 2013-2022

*(Anualizadas, en pesos deflactados por UF a diciembre 2022)*

**2022**

Categoría	Fondo Tipo A	Fondo Tipo B	Fondo Tipo C	Fondo Tipo D	Fondo Tipo E
Capital Privado	8,5%	8,5%	8,4%	9,5%	9,4%
Deuda Privada	5,7%	5,3%	5,1%	4,9%	5,8%
Total	7,8%	7,6%	7,4%	7,6%	7,3%
<b>Fondos de Pensiones 10 Años</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>

- Para activos alternativos se usaron datos de TIR reportados por los GP. Considerar que los vehículos alternativos tienen una vida de alrededor de 10 años.
- Cierres de 2022.
- Rentabilidad promedio de los fondos de pensiones incluye a los activos alternativos.

# Temas en desarrollo

## ❖ **ACTIVOS ALTERNATIVOS: Características Inversiones**

- Al cierre de julio, los fondos tenían inversiones en activos alternativos promedio de un 9,0% (5,0% inversión efectiva, 4,0% promesas y compromisos).
- El portafolio de activos alternativos está compuesto por un 18% de inversiones nacionales y un 82% de inversiones internacionales.
- El portafolio internacional se compone de un 55% de capital privado, un 22% en deuda privada y un 23% en activos de infraestructura e inmobiliarios.

# Temas en desarrollo

## ❖ **ACTIVOS ALTERNATIVOS: Solicitud de aumento de límites al BC**

- Por ley, el límite máximo en activos alternativos no podrá ser inferior al 5% ni superior al 20% del valor de cada tipo de fondo (Ley de 2020 incrementó el límite del 15% al 20%). En la actualidad, el límite fijado por el Banco Central, ampliado en abril de 2020 a solicitud de la Superintendencia de Pensiones, se encuentra en:

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
Límite A.A.	13%	11%	9%	6%	5%

- De acuerdo con el informe Pensión Market in Focus de la OECD del año 2023, la proporción de activos de pensiones en inversiones alternativas aumentó desde un 11,5% en 2001 a un 18,6% en 2021 (considera 16 jurisdicciones).
- Por otra parte, la alta tasa de cambios de fondo y las sucesivas leyes de retiro hacían poco prudente avanzar con más celeridad en esta materia.
- Desde su aprobación, se han detectado necesidades de mejora en diversas materias, procesos de due diligence, seguridad de las inversiones, conflictos de interés, valoración, entre otros, que justifican un avance paulatino.
- Se solicitó por oficio al Banco Central un aumento de estos límites.

# Temas en desarrollo

## ❖ Posibles cambios al régimen de inversión

### Revisión de la regulación en materia de cobertura cambiaria.

- La ley establece que el régimen de inversión debe fijar límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria que podrán mantener las administradoras respecto de cada tipo de fondo, así como la definición de cobertura cambiaria, debiendo contar con el informe previo favorable del Banco Central de Chile.
- El régimen de inversión estableció que se debe efectuar cobertura cambiaria de al menos el 50% de la inversión de los fondos de pensiones en instrumentos de deuda grado de inversión. Lo anterior aplica por moneda extranjera y siempre que la exposición supere el 1% del valor del fondo de pensiones respectivo.
- Se encuentra en proceso una nueva revisión de la pertinencia de la actual definición de cobertura cambiaria. Además, se debe revisar la exigencia de cobertura mínima, que por ley debe ser establecida.
- En este sentido, se deben evaluar distintas alternativas y proponer aquéllas que vayan en el mejor interés de las y los afiliados de los fondos de pensiones.

# Temas en desarrollo

## ❖ Posibles cambios al régimen de inversión

### Flexibilización de plazos de regularización de excesos de inversión

- La Superintendencia de Pensiones está elaborando una propuesta de modificación de los Regímenes de Inversión de los Fondos de Pensiones y de Cesantía, con el objetivo de impartir nuevas instrucciones sobre plazos que deberán considerar las AFP y la AFC en la regularización de eventuales excesos de inversión en que incurran los fondos de pensiones y fondos de cesantía. (Límite de acciones nacionales por emisor, homologación límite estructural restringido y límite restringido ampliado).
- La propuesta será presentada para consideración del Consejo Técnico de Inversiones (CTI) durante el presente año.

# Temas en desarrollo

## ❖ POSIBLES CAMBIOS AL REGIMEN DE INVERSIÓN

### **Inversiones inmobiliarias de tipo residencial y flexibilización para Inversiones en activos alternativos nacionales.**

- La propuesta de modificación de los regímenes de inversión de los fondos de pensiones y de cesantía incorpora la posibilidad de invertir en forma indirecta en leasing habitacional y bienes raíces nacionales habitacionales para renta. Lo anterior permite que no compute en límite de renta variable.
- También se considera autorizar que la inversión en estos instrumentos por medio de sociedades no compute en el límite de renta variable.
- La propuesta será presentada para consideración del Consejo Técnico de Inversiones (CTI).

# Temas en desarrollo

## ❖ Norma Superintendencia

### Informe Activos Alternativos

- Se proyecta la emisión de una norma de carácter general para las AFP y la AFC que imparta instrucciones para que tales entidades reporten información detallada sobre rentabilidad, comisiones y otros indicadores asociados a las inversiones en activos alternativos.
- El objetivo es entregar a las y los afiliados, en el mediano plazo, un nuevo informe específico de activos alternativos, que incorpore detalle de información sobre sus características (tipos de inversión, zonas geográficas, plazos, etc.), sus costos y también sobre su desempeño.

➤ **Posibles  
perfeccionamientos legales**

# Posibles perfeccionamientos legales

## ❖ Fondos Generacionales

- Posible transformación del sistema actual de Multifondos a un modelo de Fondos Generacionales (FG).
- En un esquema de FG, cada fondo sigue una estrategia de inversión que va evolucionando en el tiempo, volviéndose más conservadora conforme sus afiliados se acercan a la edad de retiro.
- Los fondos generacionales se adecúan mejor que los multifondos a cada etapa del ciclo de vida de las y los afiliados. El horizonte de inversión se asocia a la edad de pensión. El objetivo de educación previsional es más simple y alcanzable: la persona visualiza el horizonte para su pensión.
- Permiten beneficiarse mejor de la rentabilidad de proyectos de largo plazo.
- Cambios de activos según la estrategia de inversión ocurren de forma suavizada.
- La decisión de cambiarse de fondo es compleja para una persona sin formación financiera, además de los efectos de los cambios masivos en los portafolios.

# Fondos generacionales

- ❖ **OCDE, “Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact. Report prepared by Jessica Mosher and Pablo Antolin, August 2020.”**

“Reframing the design of the investment options available in retirement savings systems would present the options in a way that is more in line with the objective to promote taking a long-term lifecycle investment strategy. For example, moving from multi-fund arrangements to target date funds would reframe the investment choice to focus on the objective of retirement income in the long run rather than the level of risk being taken in the immediate future.” (El moverse de un esquema de multifondos a uno de target date funds presentaría opciones que ponen el foco en el largo plazo en lugar del nivel de riesgo de corto plazo.)

- ❖ **International Monetary fund, “Chile, Financial System Stability Assessment”, November 2021.**

“Replacing the multifondos investment regulation with target date funds would contribute to long-term investment and financial stability. Fund series would be defined by retirement age cohorts, along with a few additional limited investment options, thereby reducing switching and more strictly controlling access to funds. This type of enhancement would represent an updated approach to investment risk management given each retirement group cohort would have investment portfolios better designed to optimize returns targeting their expected retirement date.” (El reemplazo de los multifondos por target date funds contribuiría a las inversiones de largo plazo y a la estabilidad financiera.)

# Medidas de riesgo y límites de inversión

- La Superintendencia tiene una permanente apertura a estudiar propuestas en materia de medición de riesgo de portafolio y simplificar la actual estructura de límites, pero siempre teniendo presente que se debe combinar con algunos límites para evitar concentraciones indeseadas y conflictos de intereses.
- Se requeriría simplificar el actual set de límites exigidos por ley para complementarlo con medidas de riesgo de portafolio.
- Con todo, no existe consenso en medidas de riesgo de largo plazo adecuadas para fondos de pensiones.

➤ **Conclusiones**



# Conclusiones

- La rentabilidad ajustada por riesgo es un aspecto fundamental para obtener mejores pensiones.

# Conclusiones

- Los últimos años han sido particularmente complejos, lo que ha impactado en el desempeño de los portafolios.

# Conclusiones

- La Superintendencia de Pensiones analiza permanentemente perfeccionamientos al régimen de inversión y normativa complementaria. Es así que se han implementado cambios regulatorios relevantes que han aumentado las opciones de inversión y, en paralelo a eso, la Superintendencia de Pensiones ha fortalecido su modelo de supervisión.

# Conclusiones

- Existe disponibilidad para analizar cambios que combinen medidas de riesgos con una estructura de límites simplificada, lo cual requiere estudios que demuestren la conveniencia de cambiar de modelo regulatorio además de los necesarios ajustes legales.

# Conclusiones

- Complementariamente, es importante avanzar en educación previsional y en un mayor alineamiento de los intereses de las administradoras con los resultados de las inversiones previsionales.

# Aprendizajes, desafíos y propuestas para políticas de inversiones de los fondos de pensiones

---

Oswaldo Macías Muñoz  
Superintendente de Pensiones

Chile Day, Londres, Inglaterra



13 de septiembre de 2023