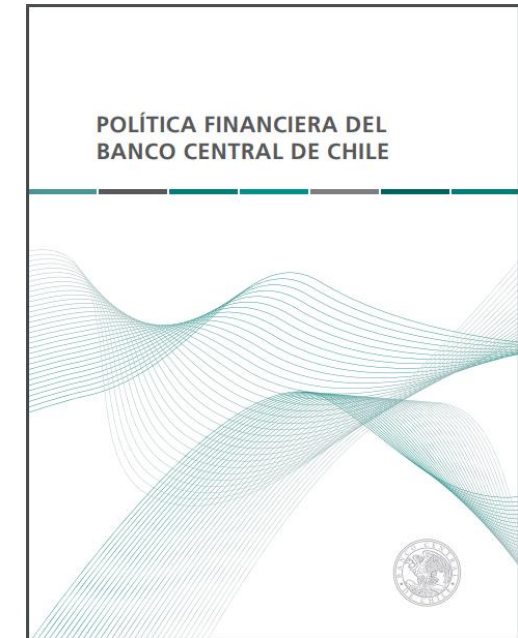


Proyecto de Ley que regula los cambios de fondos de pensiones (Boletín N° 13.959-13)

Mario Marcel
Presidente

Por qué es importante preservar la estabilidad financiera (Documento de Política Financiera del BCCh)

- El sector financiero permite el flujo de ahorros internos y externos hacia usos más productivos, contribuyendo así al bienestar y desarrollo del país.
- Cuando el sistema financiero deja de cumplir con sus roles se produce inestabilidad financiera.
- La inestabilidad puede devenir en episodios de crisis que son transferidas rápidamente a la economía real y, en consecuencia, al bienestar de las personas.
- El Banco Central tiene como mandato fundamental el preservar la continuidad de pagos internos y externos, la que se ve comprometida en episodios de inestabilidad financiera.
- El Banco Central no controla directamente todas las herramientas capaces de mitigar riesgos para la estabilidad financiera, pero si puede alertar de tales riesgos a quienes tienen facultades y decisiones para actuar en la materia



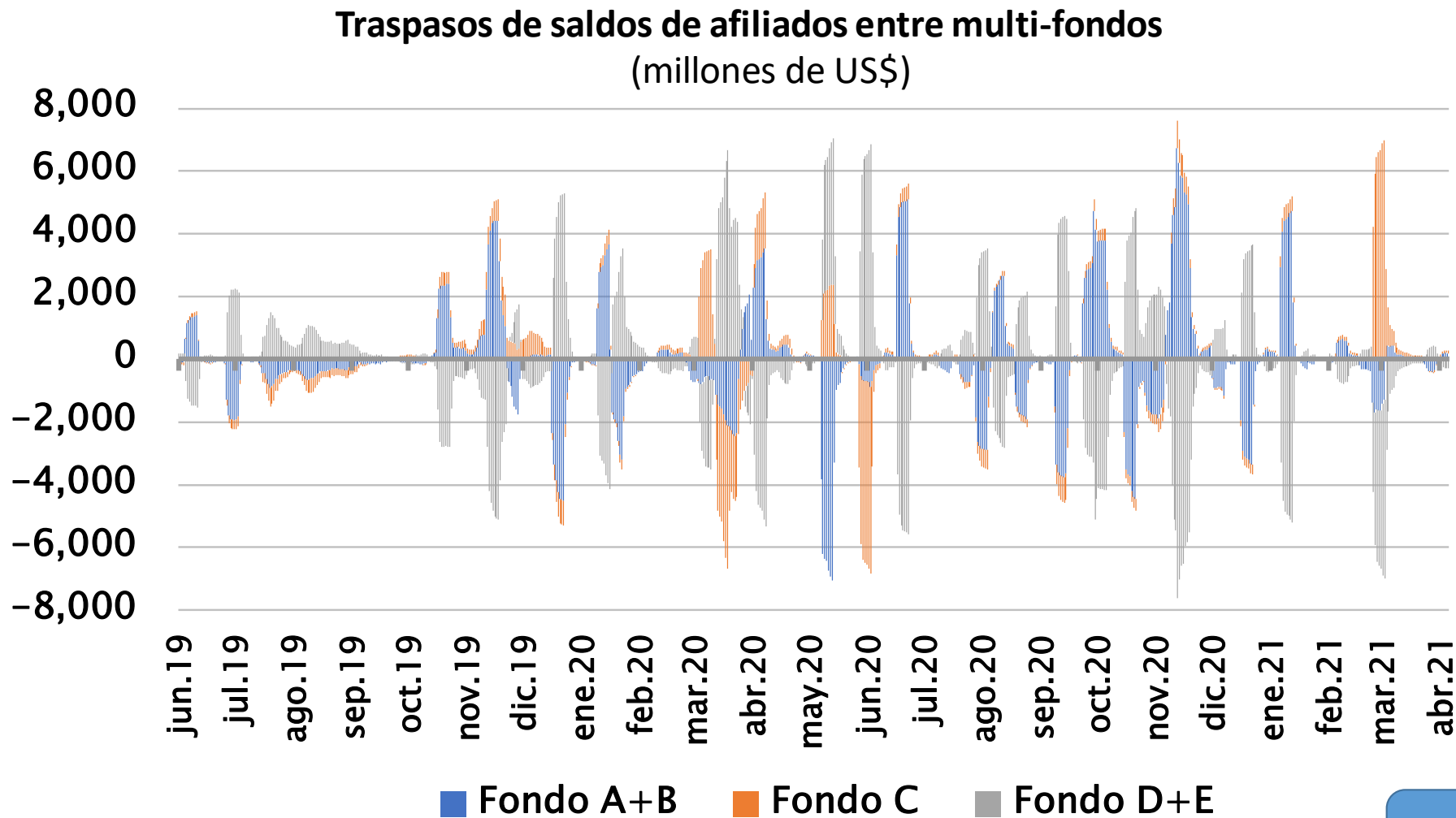
Es necesario balancear la libertad de elección de los fondos de pensiones, con la contención de riesgos, tanto para los afiliados como para el sistema financiero en su conjunto

- La elección entre fondos de pensiones con distintos perfiles de riesgo y rentabilidad fue concebido como un mecanismo para que los afiliados pudieran adecuar la política de inversión de sus fondos previsionales a sus preferencias y características personales, lo cual, en principio, no debería afectar el funcionamiento de los mercados de activos.
- Sin embargo, la experiencia práctica de cambios masivos y simultáneos de fondos, alertan sobre posibles impactos para la estabilidad financiera.
- Los frecuentes cambios masivos de fondos de los últimos dos años llevaron a que los Fondos de Pensiones pasaran de tener un rol de amortiguador frente a shocks externos a uno de amplificador de los mismos en varias ocasiones.
- Para enfrentar cambios masivos y frecuentes de fondos de pensiones, los portafolios de los Fondos A y E tienden a acumular mayores posiciones de activos líquidos, lo que finalmente impacta la rentabilidad de todos los afiliados.
- La Ley que fortalece la responsabilidad de los agentes de mercado (Ley N° 21.314), recientemente aprobada, es un avance muy importante, que resuelve los riesgos de conflictos de interés en la generación de recomendaciones de cambios, pero no resuelve enteramente el problema, ya que no impide cambios masivos de fondos, por lo que los riesgos para los afiliados y el sistema financiero subsisten.

A glass globe on a stand, centered in the background. The globe is transparent with a grid of latitude and longitude lines. It sits on a circular base. The background is a light blue grid pattern with some faint, larger-scale grid lines.

Desarrollos recientes en los mercados financieros

En lo más reciente, los cambios masivos de fondos han disminuido

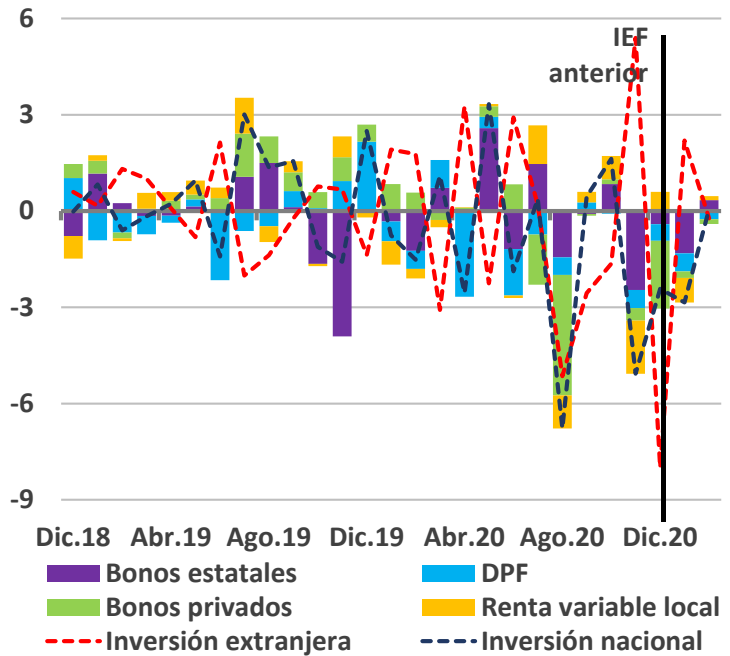


Fuente: SP

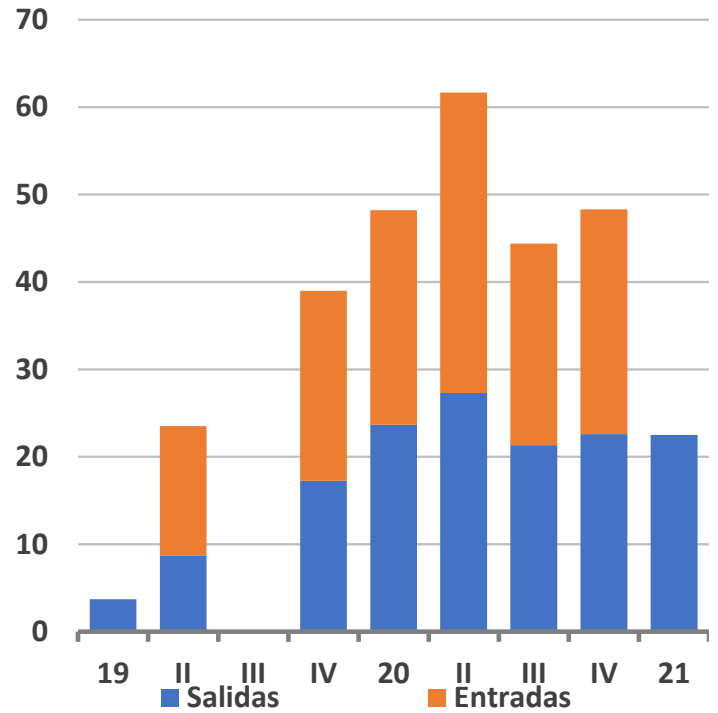
Recomendaciones
trimestrales

Las reducciones recientes en los movimientos de FP han contribuido a una menor volatilidad de tasas.

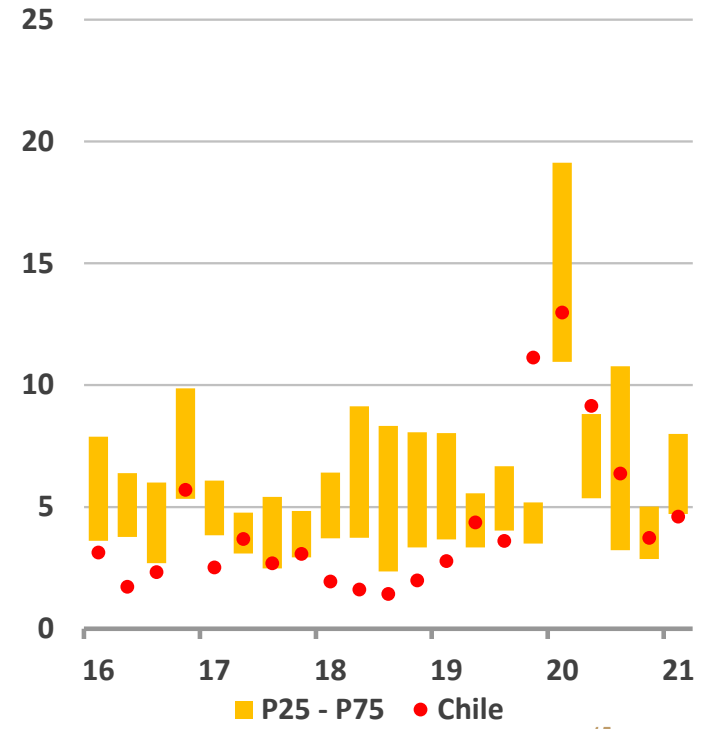
Flujos de inversión FP
(miles de millones de US\$)



Flujos de FP sobre activos Fondo E (*)
(porcentaje fondo E)



Volatilidad de tasas soberanas EMEs
(puntos base)



(*) Activos del fondo E mes anterior
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y SP.

La Ley sobre agentes de mercado no evita potenciales eventos de cambios masivos de fondo

- La [regulación a los asesores previsionales](#) que recomiendan cambios de fondos masivos ciertamente contribuirá a resguardar la integridad del mercado, así como la responsabilidad y calidad de las asesorías no personalizadas
- **Sin embargo, esta regulación no necesariamente elimina todos los canales a través de los cuales se pueda incidir en las decisiones de los afiliados de manera no deseada:**
 - Recomendaciones realizadas por asesores que estando regulados, igualmente puedan producir acciones de afiliados que en conjunto tengan una proporción relevante de los fondos de pensiones.
 - Recomendaciones realizadas por canales aleatorios, o no sistemáticos, y de difícil fiscalización. Por ejemplo, coordinación a través de foros de internet.
 - Eventos que gatillen una reacción en cadena generando cambios de fondo masivos en un corto período de tiempo.
- **La Ley de agentes de mercado recientemente promulgada y esta iniciativa en discusión para regular los cambios de fondo son complementos, no sustitutos.**

Subsisten los riesgos sobre la estabilidad financiera, así como para los afiliados individuales

- Los cambios masivos entre perfiles de riesgo obligan a un rebalanceo frecuente al portafolio de los fondos. Estos llevan a que, en torno a las fechas de los cambios, se aprecien impactos significativos en los precios y liquidez de instrumentos locales y del tipo de cambio.
- Esta situación hace que el rol amortiguador de los FP frente a shocks externos se debilite y que incluso, estos fondos se comporten de manera pro-cíclica de manera ocasional.
- Esto hace que el sistema financiero local tenga menos capacidades de amortiguar shocks externos, lo que ciertamente podría terminar afectando a la actividad económica y la generación de empleos.

Subsisten los riesgos sobre la estabilidad financiera, así como para los afiliados individuales

- A nivel individual, los afiliados que se cambian frecuentemente de fondos están expuestos a mayor riesgo, lo que, aún en casos en que se obtenga un mayor retorno inmediato, también puede significar un perjuicio, dados los mayores riesgos involucrados.
 - La Superintendencia de Pensiones ha estimado que el 80% de los afiliados que se cambian de fondos han tenido un peor desempeño que si hubieran mantenido su saldos en la estrategia por defecto, o en el fondo en que encontraban antes de haber realizado cualquier cambio de fondo (Nota Técnica N°7, enero 2021).
 - Lo anterior es consistente con diversos estudios que indican que no es posible “ganarle al mercado” en forma sistemática y consistente.
 - Particularmente gravosos son los “efectos de manada” frente a correcciones de precios, pues llevan a los afiliados a realizar una pérdida que de otra manera podrían haber revertido.
- La mayor liquidez en los portafolios de los Fondos de Pensiones no solo afecta a los afiliados que se cambian frecuentemente, sino a todos.

A nivel internacional, las restricciones a la libertad de elegir la inversión de ahorros previsionales son frecuentes

- En el 2020, el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) solicitó a la OCDE una Asistencia Técnica (AT) con el objetivo de evaluar los efectos de los cambios de fondos, y realizar una revisión de políticas implementadas en otras jurisdicciones relevantes en estas materias.
- El Informe de la OCDE señala que los cambios masivos de fondos pueden tener costos en términos de estabilidad financiera y de rentabilidad para los afiliados.
 - Los afiliados enfrentan menores rentabilidades debido a que los fondos de pensiones se ven obligados a acumular liquidez o vender activos con descuento ante cambios masivos de fondos.
- Las principales limitaciones consideradas en otras jurisdicciones son: un número acotado de fondos, restricciones a los perfiles de riesgo a los que se puede acceder, y limitaciones explícitas o implícitas a los cambios de fondos.

La OCDE concluye que **es necesaria una respuesta de política pública**. Para esto entregan diferentes opciones:

Políticas enfocadas en los afiliados	Políticas enfocadas en el diseño del Sistema de Pensiones	Políticas enfocadas en influencias externas
Retrasar la materialización de los cambios de fondos.	Imponer límites en la frecuencia de los cambios de fondos.	Regular a los asesores financieros que recomiendan cambios de fondos.
Establecer que el afiliado pague un costo por cada cambio de fondo.	Imponer límites en los perfiles de riesgo asequibles de acuerdo a la edad del afiliado.	Regular las comunicaciones realizadas por agentes que no están regulados como asesores y que tengan el potencial de afectar negativamente a los afiliados.
Introducir trabas administrativas a los cambios de fondos.	Prohibir cambios entre fondos que no sean adyacentes.	
Comunicar a los afiliados que es probable que cambios frecuentes de fondos terminen perjudicándolos.	Eliminar la opción de que los afiliados tomen la decisión del perfil de riesgo.	

Otros instrumentos de inversión enfrentan restricciones comparables con limitaciones a cambios de multifondos.

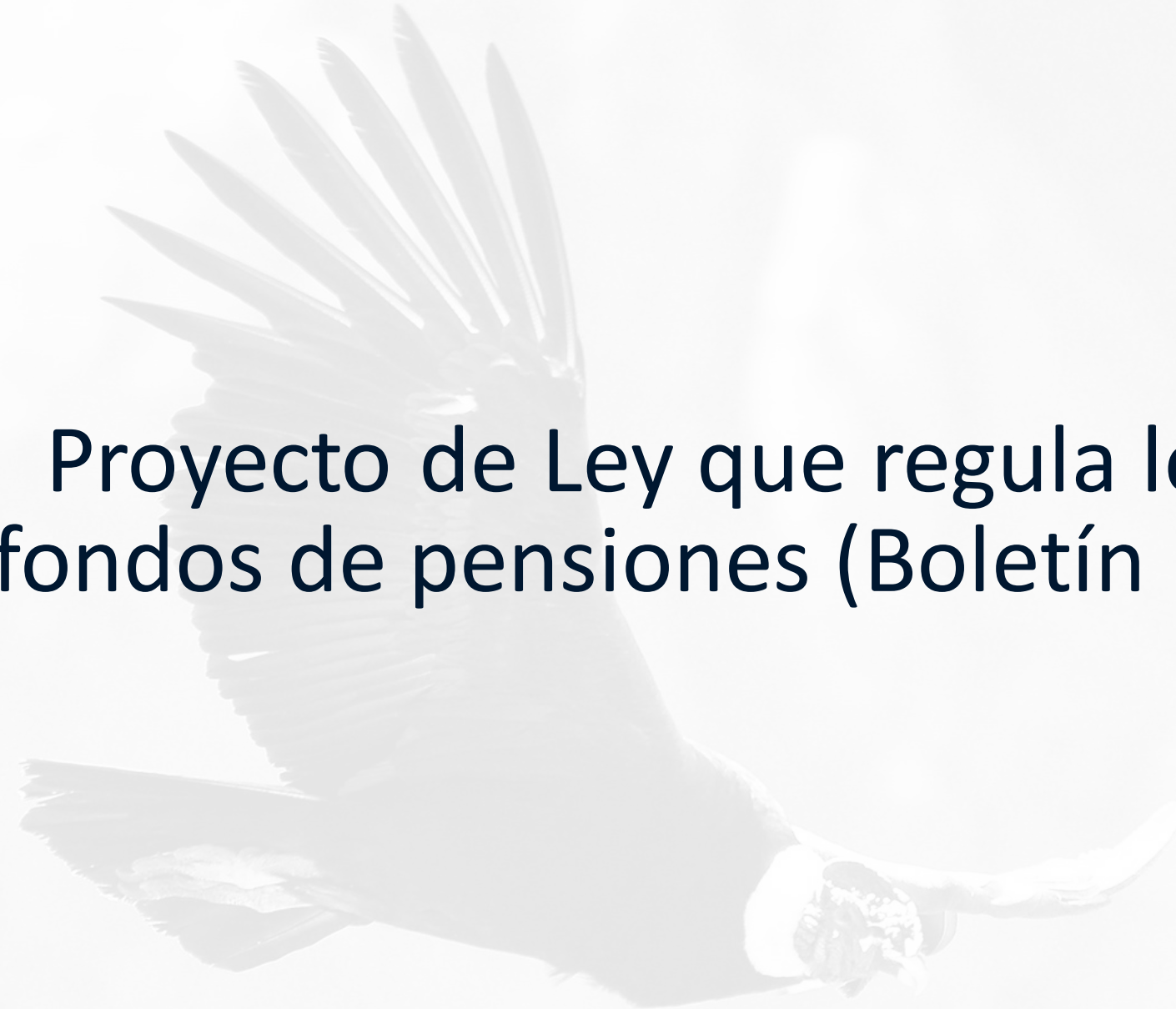
- **Las personas que invierten en fondos mutuos o fondos de inversión también enfrentan plazos mínimos para materializar rebalanceos de portafolios.**
 - La regulación vigente establece que una persona que quiere desinvertir en un fondo para invertir en otro activo, puede hacerlo en plazos que van de 1 día a 10 días para fondos mutuos, y plazos sustancialmente mayores para los fondos de inversión.
 - Estos plazos de materialización de salidas buscan resguardar los intereses de las personas que se mantienen en el fondo. En particular, que las salidas de participantes no obliguen a los fondos a acumular recursos líquidos o a liquidar activos con descuento.
- Estas medidas se ven complementadas por la existencia de límites máximos en el porcentaje de las cuotas de un fondo que pueden estar en manos de un inversionista en particular. Estos límites buscan mitigar el riesgo de salidas abruptas del fondo que pueden afectar a todos los participantes de éste.
- **En su conjunto, estas medidas buscan objetivos similares a las restricciones a los cambios de fondos de pensiones, toda vez que cambios abruptos de fondos de pensiones puede afectar a los afiliados que no se cambian de fondo.**

A glass globe with a grid pattern, resting on a circular base. The globe is centered in the image. The background is a light blue grid with a faint red line pattern. The text "Consideraciones finales" is overlaid on the globe, followed by a vertical orange bar.

Consideraciones finales |

Consideraciones finales

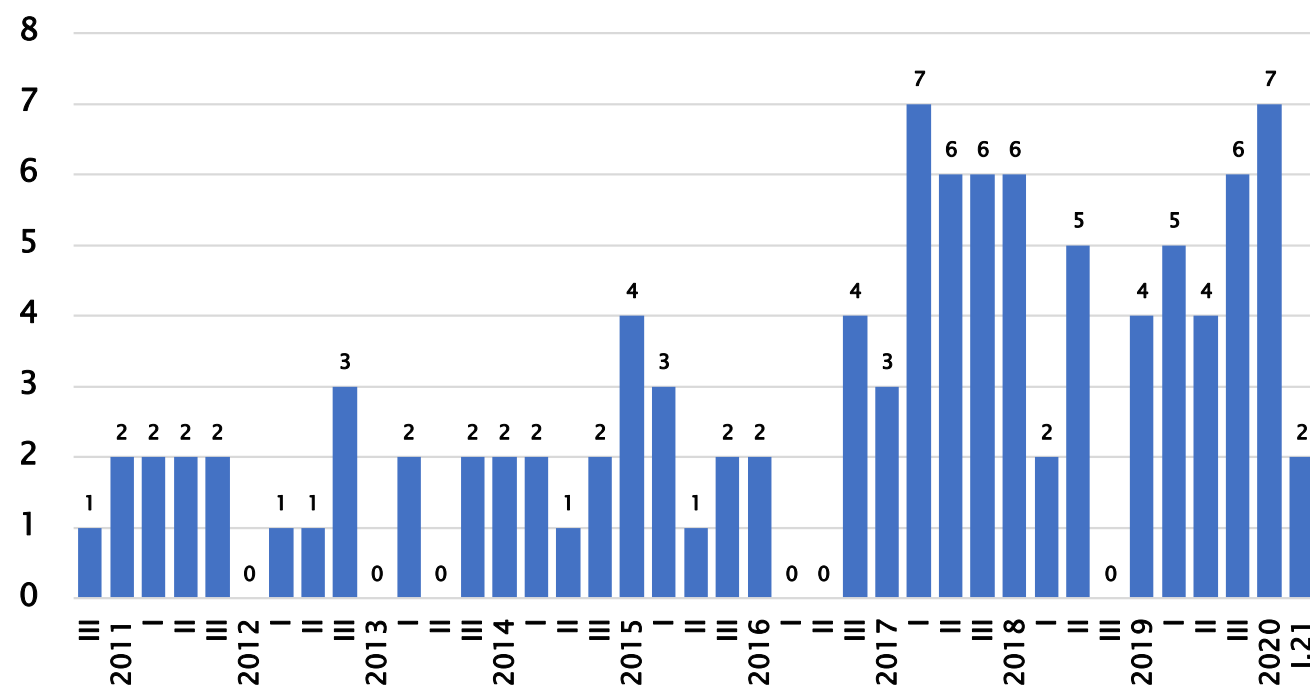
- La existencia de diferentes fondos permite que los individuos puedan escoger estrategias óptimas de largo plazo de acuerdo a sus perfiles de riesgo, pero también pueden inducir estrategias que busquen rentabilidades de corto plazo.
- Cambios masivos de fondos tienen impacto en precios de mercado que pueden incidir en un escenario de inestabilidad financiera.
- Imponer barreras implícitas o explícitas a los traspasos de fondos de pensiones es una medida que está en línea con la experiencia internacional y ha sido recomendada por la OCDE.
- La libertad de los afiliados para elegir el fondo que se ajuste mejor a su perfil de riesgo debe poder ejercerse sin que su ejercicio afecte a los otros afiliados ni propicie escenarios de inestabilidad financiera.



Proyecto de Ley que regula los cambios de fondos de pensiones (Boletín N° 13.959-13)

Mario Marcel
Presidente

Cantidad de sugerencias de cambios de fondo trimestrales (número)



Fuente: Elaboración propia



Regulación a la “Asesoría Financiera Previsional”

- **La Ley de “Agentes de Mercado” crea la figura de “Asesores Financieros Previsionales” o “Entidades de Asesoría Financiera Previsional”, y contempla una serie de requerimientos.**
- **Quedan sujetos a la fiscalización conjunta de la Superintendencia de Pensiones (SP) y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y deberán:**
 - Inscribirse en un Registro que mantendrán conjuntamente la CMF y la SP.
 - Constituir una garantía, de entre UF 500 y 60.000, para responder de los perjuicios que puedan causar a los afiliados.
 - Acreditar conocimientos suficientes
- **No podrán valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros relacionados, de las variaciones de precios que se deriven de las recomendaciones que hayan efectuado a sus clientes.**

