



COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA DE LOS ACTOS DEL GOBIERNO EN RELACIÓN CON LA FISCALIZACIÓN O REGULACIÓN DE ASESORES O CONSEJEROS FINANCIEROS QUE FORMULAN RECOMENDACIONES A COTIZANTES DE AFP PARA LA ADMINISTRACIÓN DE SUS FONDOS PREVISIONALES”

SESIÓN 5ª, CORRESPONDIENTE A LA LEGISLATURA 369ª, CELEBRADA EN LUNES 19 DE JULIO DE 2021, DE 14:03 a 14.50 HORAS.

SUMA.

- La Comisión procedió a recibir al académico señor Jaime Casassus, quien se refirió a la materia objeto del mandato.

I.- PRESIDENCIA

Presidió el diputado señor Gastón Saavedra.

Actuó, en calidad de Secretario de la Comisión, el abogado señor **Juan Pablo Galleguillos Jara**; como abogada ayudante, la señora **Carolina Guerrero Arciego**, y como secretaria ejecutiva, la señora **María Teresa Garrido Bravo**.

II.- ASISTENCIA

Presidió de forma presencial el diputado señor Gastón Saavedra Chandía.

Asistieron presencialmente los diputados integrantes de la Comisión señores Gastón Saavedra Chandía y Miguel Mellado Suazo.

Por vía remota concurrieron la diputada señora Jenny Álvarez y los diputados señores Ramón Barros Montero; Amaro Labra Sepúlveda; Leopoldo Pérez Lahsen, y Matías Walker Prieto.

Concurrió presencialmente el diputado señor Enrique Van Rysselberghe, en reemplazo del diputado señor Juan Antonio Coloma.

Asistieron vía remota el académico señor Jaime Casassus.

III- CUENTA

1.- Comunicación del Presidente del Consejo Técnico de Pensiones señor Joaquín Echeñique, quien excusa su participación en la presente sesión por razones de agenda.

2.- Comunicación del Comité Unión Demócrata Independiente, mediante la cual informa que el Diputado señor Enrique Van Rysselberghe reemplazará en la presente sesión al Diputado Juan Antonio Coloma.

IV.- ORDEN DEL DÍA

Las exposiciones de los invitados y las intervenciones de los diputados constan en detalle en el acta taquigráfica confeccionada por la Redacción de Sesiones de la Cámara de Diputados, que se inserta a continuación.

V. ACUERDOS

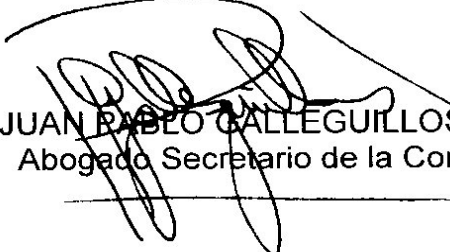
Los integrantes de la Comisión adoptaron los siguientes acuerdos:

1- Invitar, a la próxima sesión, a “Felices y Forrados” y a los señores Luis Mesina y Oscar Landerretche.

2.- Recabar el asentimiento de la Sala para ampliar su vigencia por 15 días para cumplir su cometido, a contar del día 2 de agosto, fecha en que expira el plazo original, en razón de existir trámites pendientes que no han podido llevarse a cabo por haberse interpuesto dos lunes consecutivos feriados y que demandan un tiempo adicional de trabajo de la Comisión.

El debate suscitado en esta sesión queda archivado en un registro de audio a disposición de las señoras y de los señores diputados de conformidad a lo dispuesto en el artículo 256 del Reglamento de la Cámara de Diputadas y Diputados.

Habiendo cumplido con su objeto, la sesión se levanta a las 14.50 horas.



JUAN PABLO GALLEGUILLOS JARA
Abogado Secretario de la Comisión

COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA DE LOS ACTOS DEL GOBIERNO EN RELACIÓN CON LA FISCALIZACIÓN O REGULACIÓN DE ASESORES O CONSEJEROS FINANCIEROS QUE FORMULAN RECOMENDACIONES A COTIZANTES DE AFP PARA LA ADMINISTRACIÓN DE SUS FONDOS PREVISIONALES

SESIÓN EN FORMATO MIXTO:

(Presencial y vía telemática)

Sesión 5ª, celebrada en lunes 19 de julio de 2021, de 14:06 a 14:50 horas.

Preside el diputado señor Gastón Saavedra.

Asisten la diputada señora Jenny Álvarez, y los diputados señores Ramón Barros, Amaro Labra, Miguel Mellado, Leopoldo Pérez y Matías Walker. El diputado Juan Antonio Coloma fue reemplazado por el diputado Enrique van Rysselberghe.

Concurre, en calidad de invitado, el profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile, señor Jaime Casassus.

TEXTO DEL DEBATE

-Los puntos suspensivos entre corchetes corresponden a interrupciones en la transmisión telemática.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- En el nombre de Dios y de la Patria, se abre la sesión.

El acta de la sesión 3ª se declara aprobada.

El acta de la sesión 4ª se encuentra a disposición de las señoras diputadas y de los señores diputados.

La señorita Secretaria dará lectura a la Cuenta.

-La señorita GUERRERO, doña Carolina (Secretaria accidental) da lectura a la Cuenta.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Antes de entrar en el Orden del Día, quiero advertir a las diputadas y a los diputados que el plazo de cierre de esta comisión es el 2 de agosto del presente año. Por lo tanto, nos quedaría una sesión más, a la que está el invitado el señor Luis Mesina. Con todo, quiero que se invite al economista señor Óscar Landerretche, para que nos dé su impresión de los efectos de los movimientos en masa por el traslado de fondos.

Al mismo tiempo, quiero solicitar prórroga del plazo de vigencia de la comisión por quince días para debatir las conclusiones. ¿Por qué planteo esto? Porque los últimos dos feriados cayeron en días lunes, lo que impidió el normal funcionamiento de la comisión. Por eso, para tener un debate sustantivo de las conclusiones sin tener que vernos enfrentados a dificultades reglamentarias, necesitamos más tiempo.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Señor Presidente, ¿solicitaría la prórroga mañana en la Sala?

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Exactamente.

¿Habría acuerdo? Acordado.

Ofrezco la palabra sobre puntos varios.

En el Orden del Día, corresponde recibir al profesor señor Jaime Casassus, a fin de que se refiera a la materia objeto de esta investigación.

Tiene la palabra don Jaime Casassus.

El señor CASASSUS (profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile) [vía telemática].- Muchas gracias, señor Presidente.

Por su intermedio, saludo a todas las diputadas y a todos los diputados de esta comisión especial investigadora.

Voy a compartir con ustedes la presentación en la que basaré mi intervención.

Quiero empezar mostrando brevemente una información sobre los fondos de las AFP, lo que nos permitirá entender un poco el efecto que pudieran tener los asesores financieros en los precios de mercado.

En la presentación se pueden apreciar, en los círculos, los cinco fondos típicos. Tenemos el fondo A, que es más riesgoso, que está más cargado hacia renta variable e inversión extranjera, que es el eje vertical, y el fondo E, donde tenemos prácticamente renta fija versus renta variable; básicamente, inversión nacional o doméstica versus extranjera. Esto nos va a permitir después, cuando analicemos los cambios del fondo A al fondo E y del fondo E al fondo A, entender un poco cuál es el efecto que hay en las distintas variables que están involucradas acá.

La superficie de cada círculo tiene que ver con el tamaño del fondo. El sistema tiene unos fondos cercanos a los doscientos mil millones de dólares. Los fondos A, B, D y E son prácticamente parecidos, en torno a los treinta mil millones de dólares. El fondo C tiene el doble, es el fondo más grande.

En la siguiente lámina tenemos las series de tiempo bien estándares, bien clásicas, desde que empezaron los fondos en 2002 hasta hoy. Aquí tengo los tres fondos: el E, de menor riesgo; el A y el C y los estoy comparando –es esa línea amarilla- con el valor de la UF. Esto sería como muy cercano a un fondo F.

Si queremos algo que tenga absolutamente cero riesgo, no deberíamos exigir más rentabilidades que, básicamente, la inflación. Incluso, podemos ver que es completamente estable. Va creciendo a una tasa pequeña, pero lo va haciendo.

El fondo E tiene ciertas variabilidades, aunque muy pocas. Solamente al final se ven aumentos en la variabilidad del fondo más seguro.

El fondo A, que es el más riesgoso -más cargado hacia acciones, inversión en renta variable e inversión extranjera-, tiene mucha variabilidad. Tiene caídas grandes que, en general, después se recuperan.

Acá pueden ver la volatilidad de los fondos -esto es lo más técnico que vamos a ver-, que es básicamente la incertidumbre.

Ahora, si comparamos el fondo A con el fondo E, podemos ver que el A tiene mayor variabilidad. En la lámina está representado con la línea azul y el E con la línea verde. Allí podemos ver que la variabilidad, el nivel de incertidumbre, la volatilidad, como se denomina en términos financieros, está en torno a 10 por ciento para el fondo A y es mucho menor para el fondo E.

Lo que muestra el gráfico es interesante, porque esta variabilidad cambia. Hay períodos, como la crisis financiera 2008-2009, o la misma pandemia, que se manifestó fuertemente en los mercados en marzo de 2020, que muestran mucha variabilidad.

Quiero transmitirles el concepto de incertidumbre, porque podría ser visto como un argumento para cambiarse de fondo. Efectivamente, si me pone nervioso ver que hay mucha variabilidad en mis ahorros previsionales, tal vez podría querer cambiarme a un fondo de menor riesgo. Enseguida discutiré eso.

La lámina muestra una simulación que captura justamente la variabilidad. Se supone que estamos parados el día de hoy. La simulación se refiere a las distintas trayectorias, de distintos colores. Básicamente, lo que he hecho es calibrar un modelo bastante estándar de precios con volatilidad variable. Podríamos tener escenarios tremendamente buenos, como lo indican las líneas naranjas y verdes, y otros donde después de cinco años seguimos con el mismo monto, como lo indica la línea café.

Para mostrar la diferencia de riesgo, de incertidumbre, de volatilidad que tiene el fondo A versus el fondo E, hago la misma simulación. Ambos gráficos parten en 2015; por lo tanto, el fondo E está más pequeño. Gráficamente se pueden apreciar

las posibles trayectorias, aunque la realidad va a ser solo una; es solo lo que observamos nosotros. De todas las trayectorias posibles, podemos ver que el fondo E tiene más acotados sus riesgos. No obstante, por supuesto, podría darse la dinámica que muestra la línea naranja, que sería un mal escenario en comparación con uno de mayor recuperación, que podría ser la línea morada que está más arriba. Eso, brevemente, a modo de introducción.

Ahora me referiré a la pequeña evidencia que hay acerca del market-timing, que no es otra cosa que intentar ganarle al mercado. ¿Tiene sentido intentar ganarle al mercado? Vamos a ver qué pasa con el sistema de pensiones, con las AFP; tratando de hacer market-timing en las AFP.

Brevemente, mostraré una lámina solo para demostrar que la evidencia es tremendamente abundante. De hecho, es una de las preguntas que resultan interesantes para quienes estudiamos finanzas. Básicamente, hay tres clases distintas que voy a analizar, donde hay información bastante fuerte que dice relación con que es muy difícil ganarle al mercado. Es como el resumen de esta lámina.

Voy a mencionar un paper muy importante de Eugene Fama, Premio Nobel de Economía, escrito por Kenneth French en 2010, donde en la industria de los fondos mutuos, que es gigante en Estados Unidos, tratan de separar los buenos resultados entre suerte y habilidad, y por supuesto, llegan a la conclusión de que es muy difícil ganarle al mercado. De hecho, en promedio, los inversionistas terminan con rentabilidades iguales a las del benchmark. El benchmark es contra qué me comparo. Por ejemplo: ¿debiera comparar los fondos mutuos con los fondos A o E? Eso depende de la cantidad de riesgos que tengan.

Ajustando bien esas medidas, se llega a la conclusión de que es muy difícil ganarle al mercado. Lo mismo pasa con los hedge funds, estos fondos de cobertura, donde hay menos información.

Me detendré en el último artículo publicado en The Journal of Finance, cuyo título se traduce como "El trading activo -la inversión activa- puede ser peligrosa para la riqueza". En dicho artículo se revisa la historia de muchos analistas individuales, quienes documentan que no logran, en promedio, ganarle a su benchmark -contra el que se comparan-, después de pagar comisiones. Me interesa la última línea, donde dicen que eso podría deberse al exceso de confianza entre preinversionistas, que en general son personas con educación financiera.

¿Qué pasa en los fondos de pensiones? Primero, es importante destacar que el objetivo de las AFP y de los multifondos no es hacer market-timing, sino maximizar el tamaño del fondo al momento de la jubilación del afiliado. Vas contribuyendo y la función-objetivo, lo que debiéramos maximizar, no son ganancias de corto plazo. Más bien se trata de maximizar y tener el mayor fondo posible cuando las personas se jubilen, los hombres a los 65 años y las mujeres a los 60.

¿Qué significa eso? ¿En qué se traduce? En que los portafolios debieran estar bien diversificados e invertir en activos de largo plazo. No interesa mucho el corto plazo acá. Todos esos vaivenes y muchas de esas volatilidades que estoy

mirando podrían ser pasajeras, y en general lo son, por lo que debieran invertir en activos de baja liquidez. Los activos de baja liquidez son más baratos de comprar y tienen premios por iliquidez.

Me voy a ir a un extremo que no lo es, pero las AFP podrían hacer inversiones en alternativos; por ejemplo, la construcción de una carretera, algún proyecto de cuarenta o cincuenta años, donde yo realizo las inversiones. De hecho, en otros lados, los fondos de pensiones invierten en proyectos reales directamente y no a través de cuotas de fondo; tal vez invertir en el sector inmobiliario, pero algo ilíquido. No porque, de repente, todo el mundo se quiere cambiar a otro fondo, tengo que salir a vender la carretera, a eso me refiero.

¿Cuáles son las razones que, en teoría, debieran motivar los posibles cambios entre fondos? La edad, porque si bien el fondo A es más riesgoso, tiene retornos mayores, en promedio; por lo tanto, debiéramos aprovechar eso a una temprana edad, pero cuando se va acercando la edad de jubilación, uno debiera ir transitando gradualmente hacia fondos de menor riesgo, de manera de no arriesgar el fondo de la pensión. ¿Qué pasa, por ejemplo, si me toca pensionarme justamente en la pandemia, cuando se registró una caída tremenda en marzo de 2020, y estoy en el fondo A, cosa que la ley no lo permite? Si estuviera en el fondo A, hubiese absorbido toda esa caída y no hubiese aprovechado realmente la subida posterior que hubo en ese fondo.

Ese es el tipo de argumento que debiera motivar realmente los cambios de fondo. Son muy pocos cambios los que debieran ocurrir. Ahora, la razón de tener multifondos era simplemente porque hay personas que tienen distinta percepción del riesgo; hay personas a las que les molesta mucho el riesgo, por lo tanto, como son muy aversos al riesgo, probablemente van a estar en un fondo D o E. En cambio, las personas que no tienen tantos problemas con el riesgo, se van a fondos tipo A o B, por ejemplo.

Entonces, ¿tiene sentido pensar en market-timing con los fondos de pensiones? No hay muchas razones teóricas. Veamos si hay razones empíricas. Al respecto, tenemos datos, gracias a los asesores previsionales que han estado operando en la última década. El más grande de ellos es Felices y Forrados, con información disponible, con bastantes estudios, que son los que voy dar a conocer brevemente.

¿Cómo funciona Felices y Forrados? Hay recomendaciones desde julio de 2011: vámonos al fondo más riesgoso o a resguardarnos al menos riesgoso. Ellos tratan de hacer ese timing del mercado y, por mucho que ellos lo presenten como que quieren reducir las pérdidas, están intentando ganarle al mercado. Podría ocurrir perfectamente que estén en el fondo A, que va cayendo, pero, una vez que está bajo, te dicen: "Hay mucho riesgo en el fondo A, entonces cambiémonos al E.". Eso evita que pueda aprovechar la subida del fondo A, que viene posteriormente y que hemos visto en las grandes crisis que aparecen en el gráfico del comienzo. Después incluyen brevemente el fondo C, pero básicamente se están moviendo entre los fondos A y E.

En la siguiente lámina podemos observar más o menos lo mismo, pero tiene información hasta el 2020. Se muestra el fondo A, representado en un ciento por ciento por las líneas café, y luego nos vamos al fondo E, ciento por ciento representado en líneas azules. Además, observamos que hay estrategias mixtas que han comenzado a operar, pero lo interesante -no sé si este código de barras permite entenderlo tan claramente- es que hay franjas más anchas, lo que significa que pasó más tiempo entre una recomendación y otra. En cambio, aquí se ven muchas más recomendaciones en el último tiempo, o sea, más movimientos y cambios de fondos o traspasos de un fondo a otro.

¿Cómo le ha ido a Felices y Forrados?

Hay un reciente paper de Cuevas, Bernhardt y Sanclemente que documenta lo siguiente, y dicen: "Mira, quienes siguieron las siete primeras recomendaciones, que son básicamente durante 2011 y 2012..." Efectivamente, en el gráfico de esta lámina, que llega solo hasta 2012 -la línea amarilla representa a Felices y Forrados-, tenían una rentabilidad sobrenormal, comparada con los otros tres fondos. De hecho, fue un período de bastante volatilidad donde, incluso, al fondo A le fue peor que al E. Si bien estas cosas ocurren poco, sucedió en 2012. En ese sentido, si uno analiza detalladamente la estrategia, lograron evitar tal vez las grandes caídas que había tenido el fondo A estando justamente en ese momento en el fondo E. Eso fue bastante bueno y presentó al mercado quienes eran estos asesores previsionales

Ahora, cuando uno analiza en un período mayor de tiempo la estrategia, ¿qué se hace aquí? Básicamente, estamos mirando el rendimiento de la estrategia, o sea, cómo le fue a Felices y Forrados hasta septiembre de 2016.

¿Qué hay en el eje horizontal? Están representados quienes estuvieron desde la primera hasta la 20ª recomendación, o sea, todos aquellos que empezaron entre 2011 y 2014, para saber cómo les fue después de cuatro o cinco años o durante el tiempo en que estuvieron ahí.

¿Qué se puede ver y contra qué se compara? Se compara con haber seguido en el fondo A, en el fondo C o en el fondo E, que son las estrategias que están en la parte superior del gráfico.

¿Qué indica el gráfico de la izquierda? Que todos aquellos que siguieron la recomendación, sobre todo en los períodos entre la 7ª y la 13ª recomendaciones, tuvieron un peor rendimiento en el tamaño de sus fondos a septiembre de 2016. Se están analizando cinco años de datos, pero la estrategia no solo no funcionó, sino que tuvo un mal rendimiento, lo cual se puede cuantificar en esa diferencia. En promedio puede ser entre 0,5 y 1 por ciento al año, lo que se puede traducir en un 10 o 20 por ciento de la pensión final, si se repitiera ese resultado durante la vida del afiliado, siempre y cuando se siguieran esas recomendaciones y hubiera ese resultado adverso.

Ahora, ¿qué tiene en mente Felices y Forrados? En el gráfico de la derecha de la lámina, si las personas se hubiesen podido cambiar el mismo día en que se hizo el

anuncio con los precios de cierre, que es muy poco probable, les hubiese ido mucho mejor.

Las líneas A, C y E son las mismas en los dos gráficos, pero la línea amarilla está más arriba, lo cual significa que aquellos que podían entrar desde el primer segundo que se hacía la recomendación a la estrategia de Felices y Forrados iban a tener rendimientos similares, pero no ciertas pérdidas en los fondos. Entonces, quienes realmente lo hacían no solo al día siguiente, que es lo que ocurre en la práctica, sino que cuando los montos eran grandes -está la regulación de la Superintendencia de Pensiones, en que no se puede transar más de un 5 por ciento del fondo-, van quedando para el segundo o para el tercer día, cuando los movimientos son muy enormes, y ahí es donde vienen malos resultados para los afiliados.

Cuando uno analiza el perfil demográfico de quiénes son estos afiliados, lo importante es si uno quisiera, tal vez, decir: “Bueno, aquí lo que falta es información. Tenemos que educar a los afiliados”. Nos damos cuenta de que -y ahí están los papers citados, hay muchos- son básicamente hombres de 40 años y de mayores ingresos los que se cambian respecto de los que no lo hacen. En general, tienen más trabajo y menos períodos de desempleo que quienes no se cambian, con educación universitaria, con otras fuentes de ahorro y con conocimientos financieros.

Con lo anterior, uno podría pensar que muchas personas que dicen: “Oye, tal vez, quienes están siguiendo estas estrategias es gente que no tiene idea”. En verdad, son personas informadas y resulta que tienen la expectativa de ganarle al mercado. Repito, esto es importante para saber a quién dirigir la educación financiera, lo que aparece mencionado también en el informe de la OCDE, en 2020, respecto de las razones de por qué esas personas pueden estar transando o mirando que los resultados tal vez no son tan positivos como esperaban. Básicamente, eso se debe al exceso de confianza, lo que habíamos discutido anteriormente. Es una sobreponderación de escenarios recientes, es decir, como viene cayendo el fondo A, me cambio, porque creo que va a seguir cayendo, cuando realmente desaproveché, quizá, una posible subida, lo que denominamos “efecto manada”. Esto puede tener que ver con los movimientos coordinados o masivos donde veo que un grupo de personas se está moviendo.

Finalmente, hay que aprovechar efectos de muy corto plazo, lo cual denomino front-running, que es básicamente que quien tiene la información puede transar antes que los otros. Si bien no estoy discutiendo que exista front-running por el lado de los asesores, pero sí las primeras personas que entran creen que pueden tener un mejor rendimiento, porque, cuando todos nos vamos al fondo A, compramos acciones y los precios de estas suben. Obviamente, hay un beneficio de entrar antes. En ese sentido, lo denomino front-running, ya que podríamos aprovechar rentabilidades de muy corto plazo, pero, como he dicho, es poca la gente que puede hacerlo.

El paper de Da, Sialm y dos colegas de la Universidad Católica, señores Borja Larraín y José Tessada, muy bien publicados en una revista académica financiera, analizan este tema.

En esta lámina podemos observar un gráfico de ellos en que vemos la cantidad de afiliados que se cambian. Solo hasta 2017 y en el último período fueron, incluso, mayores los movimientos que hubo. Si uno mira en general las líneas punteadas verticales, que son los momentos de anuncios, vemos que después hay una gran cantidad de afiliados que se cambian. Pasamos de 1.000 o 2.000 a alrededor de 16.000 o 18.000 afiliados que lo hicieron. Además, dado que esas personas tienen más riqueza acumulada que los que no se cambian, el efecto que uno ve en los montos es incluso mayor.

En la lámina de la presentación del Banco Central de Chile vemos los montos transados por fondo en el último período y el porcentaje límite de 5 por ciento que tiene la Superintendencia de Pensiones para frenar realmente los traspasos ese día y luego seguir en el siguiente. Sin embargo, vemos que muchas veces se transa más de un 5 por ciento, lo cual tiene que ver con los anuncios, por lo que se ha llegado a transar entradas al fondo E, por ejemplo, de hasta un 35 por ciento del tamaño del fondo. Ese es un tercio del tamaño del fondo. Si el fondo tiene 30.000 millones de dólares, como decíamos, un tercio son 10.000 millones de dólares que van del fondo A al E. Como referencia, los fondos soberanos de Chile hasta hace unos años tenían alrededor de 25.000 millones de dólares y ahora están en un poco más de la mitad. Es como que la mitad de los fondos soberanos, de lo máximo que tuvimos, se moviera de un día para otro desde acciones extranjeras a bonos más bien nacionales.

En la siguiente lámina podemos observar por qué creo que funcionó Felices y Forrados durante una década. Fue porque tuvieron muchos suscriptores -80.000- en los buenos períodos iniciales. Después, cayó un poco la cantidad de suscriptores —todos estos datos son autorreportados por ellos—, y el 2020 reportaron que tenían 130.000 clientes.

¿Cuáles son las razones? Buenos resultados iniciales, porque los aprovecharon para hacer muy buena difusión; bajo costo de la suscripción, lo que les dio una permanente visibilidad en los medios; las personas a cargo tenían un lenguaje directo, cercano y confiable; fuertes campañas en redes sociales y en su plataforma web —todo esto es muy tecnológico—, y no puedo dejar de agregar que inicialmente tenían promesas de rentabilidad extraordinarias que no se cumplieron.

Por ejemplo, Gino Lorenzini, fundador de Felices y Forrados, en 2012 dijo en la cadena de televisión CNN que su rentabilidad proyectada en los años malos sería de 15 por ciento y en los años buenos de 30 por ciento. O sea, un escenario negativo para él era ganar 15 por ciento en un año, cosa que no tiene sentido mirando los datos y la evidencia empírica; sin embargo, tampoco lo lograron y estuvieron bastante lejos de eso.

Rafael Garay, quien fue director de Estudios de Felices y Forrados, señaló: “Hemos demostrado que la máxima posibilidad que pérdidas con Felices y Forrados, que existe, en eventos catastróficos, es de 0,25% del fondo”. También es un monto mínimo, para un evento catastrófico, que se pierda menos de un 1 por ciento del fondo, lo que tampoco se condice con la realidad ni con lo ocurrido.

Fíjense que el número de suscriptores tiene mucho que ver con las búsquedas de Felices y Forrados en Google, donde inicialmente hay muchas y después bajan un poco. Obviamente, en el último período llega a ser más preocupante, los cambios son más frecuentes, lo que tiene un efecto mayor en los pensionados. Pero, como explicaré en los pocos minutos que me quedan, también tiene un efecto en el mercado y en los fondos de pensiones de las personas que no se cambian.

Voy a volver brevemente a la primera lámina, pues analizaré qué ocurre en teoría cuando uno se mueve del fondo A al E. Como el fondo A tiene acciones locales, las salgo a vender masivamente, y eso debiera tener un efecto negativo en los precios de las acciones.

Como también tengo principalmente acciones extranjeras, voy a salir a vender esas acciones. Como soy “pequeño” para poder afectar los mercados globales, pero sí voy a traer dólares a la economía, porque voy a tener que salir a vender dólares, para comprar básicamente activos del fondo E, que están principalmente en moneda nacional, por lo tanto también se genera un efecto negativo en el precio del dólar. Entonces, como salgo a comprar bonos, su precio debiera subir o, visto en tasas de interés, estas debieran caer.

¿Qué pasa cuando me cambio del fondo E al A? En verdad, se reversa todo, porque ahora, en vez de vender acciones, las estoy comprando; en vez de comprar bonos, estoy vendiendo, y básicamente, en vez de vender dólares, los compro. Entonces, uno podría pensar que es bueno que se haya revertido todo, pero resulta que se incluyó una cantidad no menor de incertidumbre y de variabilidad en esas variables. Lo veremos en pocas láminas que tengo a continuación.

Por lo tanto, esto genera volatilidad en exceso en los mercados donde están invertidos esos fondos, lo cual termina afectando no solo a quienes se están cambiando, respecto a los cuales uno puede decir “okey, bueno, es su pensión”, sino también a todos aquellos que están en los fondos A y E y también, en cierta medida, en combinación de ellos, a través del efecto en los precios de mercado.

Un efecto tal vez más indirecto, pero igual de importante es que con esta nueva cultura de tener traspasos de fondos cada vez más frecuentes, las carteras de las AFP tendieron a cambiar. Ya no podían invertir en activos muy ilíquidos, que — como señalé— son baratos de comprar y dan buenas rentabilidades, porque muchos se terminaron traspasando, en parte, a activos más bien líquidos, que puedo salir a vender al día siguiente sin tener un costo mayor. Entonces, me pierdo ese premio por iliquidez que debiéramos tener, dado que nuestro horizonte de inversión es realmente cuando nos acojamos a jubilación.

En cuanto al efecto en el mercado, el paper de Da y otros coautores que mencioné muestra algún efecto en el mercado accionario chileno, en el cual hay aumentos en el corto cuando están comprando. Cuando uno se va al fondo A, aumenta en 1 por ciento, en promedio, con los anuncios en las acciones, y viceversa, cuando se sale a vender, eso genera volatilidad.

Lo que ha resultado últimamente —eso ocurre siempre y, además, está documentado en otro paper de Cuevas y Bernhardt— es que básicamente, debido a los anuncios, los mercados financieros se anticipan; tienen la gracia de que, con la nueva información, los precios anticipan eventos que van a ocurrir. Un traspaso puede tomar dos o tres días con la sola recomendación. Cuando el mercado creía y sabía que estas cosas estaban pasando, por los volúmenes que movía Felices y Forrados, los anuncios por sí solos movían los precios y no necesariamente los traspasos que venían parcelados en los días siguientes.

Algo similar sucede con los bonos. Pero lo interesante es que el paper de Ceballos y Romero cuantifica el efecto en los créditos hipotecarios, es decir, estamos yéndonos de un lado hacia otro, estamos moviendo las tasas de interés nominales y reales y, por ende, afectando las tasas de interés. Además, hay un costo en los spreads de los créditos hipotecarios de hasta 17 puntos base hasta seis semanas después de los cambios de fondo. O sea, las personas que salieron a endeudarse, a hipotecar su inmueble para comprar un departamento, un bien inmobiliario, terminaron endeudándose a tasas mayores en ese período posterior a los anuncios. Esto ya en el mundo más real.

Finalmente, termino con los traspasos de liquidez. Como indiqué, hay evidencia de que el fondo A ha ido disminuyendo su fracción de activos en el mercado nacional versus invertir afuera. Eso puede ser visto realmente como una buena diversificación, a menos que estés obligado a hacerlo por razones como las que estamos mencionando. Tal vez, están teniendo instrumentos más de corto plazo, en vez de instrumentos de largo plazo. Estoy pensando en bonos de corto plazo, a menos de 90 días, en el mercado nacional o extranjero, en vez de tener instrumentos de mayor plazo, que es lo que diría la teoría dado el objetivo de inversión que tienen las AFP. Eso se ve principalmente en los fondos A y E, como las AFP han ido ajustando sus carteras, de manera de reaccionar rápido a los anuncios y a los cambios más masivos. En los fondos B, C y D se observa en menor medida, así que hay una comparación interesante que hacer.

Por último, los multifondos no fueron creados para buscar rentabilidades de corto plazo. En general, no tengo evidencia de market timing ni tampoco la hay para los cambios en el sistema de pensiones, por lo tanto no se ofrecen mejores pensiones a quienes siguen esa estrategia activa de estar moviéndose de un fondo a otro, pero sí hay externalidades negativas. Primero, se afecta indirectamente a todos los afiliados, porque las carteras ahora deben ser más líquidas y no puedo aprovechar esos beneficios que me da la iliquidez. También hay otras externalidades, como excesos de volatilidad y, por supuesto, efectos en los mercados de acciones, bonos y tipo de cambio.

En consecuencia, era muy necesario tener la Ley N° 21.314, sobre agentes de mercado, que crea la figura de asesores financieros previsionales para que ellos se registren y empiecen a estar regulados, cosa que no ocurría anteriormente. Dicha ley también empodera a la Superintendencia de Pensiones y a la Comisión para el Mercado Financiero para supervisar a esos asesores.

Señor Presidente, con eso termina mi presentación y quedo abierto a las consultas que me quieran formular.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Muchas gracias, señor Jaime Casassus.

Ofrezco la palabra.

Tiene la palabra el señor Miguel Mellado.

El señor MELLADO (don Miguel).- Señor Presidente, respecto de Felices y Forrados, si el negocio era tan bueno para ellos, ya que indicaban que tenían una rentabilidad entre 15 y 30 por ciento –piso y techo-, ¿por qué cerraron cuando se aprobó la nueva ley? ¿Qué pudo haber producido el cierre y la bajada de cortinas de un negocio que era tan lucrativo? No es malo recibir 260 millones de pesos mensuales. Imagino que también invertían recursos en la Bolsa. No sé. Entonces, si era bueno lo que estaban haciendo, ¿por qué cerraron? ¿Tiene alguna hipótesis al respecto?

El señor CASASSUS (profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile) [vía telemática].- Señor Presidente, es muy difícil saber si ellos estaban aprovechando estos movimientos. No es obvia la información. No está disponible la información que me gustaría tener. Tengo una hipótesis de por qué creo que cerraron, de que, básicamente, antes no estaban debidamente regulados. Por supuesto, se trataba de tomar medidas, pero no había una ley que los regulara directamente “al hueso”. Y ahora, con esta regulación, probablemente va a empezar a haber garantías. Sé que hubo un proyecto de ley de cambio de fondos, que fue rechazado, pero es probable que algo de eso haya. En el fondo, es de toda lógica que si queremos invertir en el largo plazo, tratar de evitar estos movimientos de fondos. En ese sentido, el negocio dejaba de ser atractivo. Por ejemplo, si decían que ahora solo pueden hacer dos cambios al año o que la AFP puede tener hasta 30 días para realizar el cambio, se les caía toda la estrategia.

Por lo tanto, creo que esa fue la razón de cerrar un negocio que, probablemente, fue bueno para ellos.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Tiene la palabra el diputado Leopoldo Pérez.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Señor Presidente, por su intermedio saludo a nuestro invitado.

De acuerdo con su explicación, estos asesores –llámense Felices y Forrados u otros con menos clientes-, como los que mencionó el Servicio Nacional del Consumidor, no solo generaban utilidades por cobrar hasta a 130 mil suscriptores -según declaraciones de Felices y Forrados-, sino también por utilizar front

running, ya que anticipaban la corrida de fondos, lo que, obviamente, afectaba el mercado accionario, donde ellos también estaban metidos como inversionistas. ¿Podrían haber obtenido utilidades -o “la pasada”, como se dice comúnmente- producto de esta información?

El señor CASASSUS (profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile) [vía telemática].- Sí, sin duda que lo pueden haber hecho; pero es muy difícil probar esto, a menos que uno tengo los portafolios donde ellos invertían, o sus conocidos.

Otra cosa que creo importante es que esta evidencia... Dado que el número de traspasos fue cada vez más frecuente y los montos cada vez mayores, según la muestra más reciente, su poder de mercado fue mayor. Por lo tanto, tal vez al principio no era tanto, tenían muy pocos suscriptores, y por eso no tenía efectos en el precio; pero todo este conflicto de intereses probablemente se dio más en la segunda mitad de los últimos cinco años que en los primeros cinco. Por supuesto, pueden haberlo hecho. Con eso basta para que exista una regulación. No es necesario probar que se hizo. Supongo que uno podrá investigar o conseguir información; no es trivial seguir en las inversiones.

Creo que puede haber existido, pero, en verdad, no tengo ni hay evidencia de que eso sí ocurrió.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Señor Casassus, ¿es posible que nos haga llegar su presentación, con el objeto de que la tenga cada uno de los integrantes de la comisión?

El señor CASASSUS (profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile) [vía telemática].- Por supuesto, la haré llegar.

Nuevamente, agradezco la invitación y quedo a su disposición por si necesitan algo más.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Agradecemos su participación, señor Casassus.

Señora Secretaria, ¿el señor Joaquín Echeñique excusó su asistencia?

La señora GUERRERO, doña Carolina (abogada ayudante).- Sí, señor Presidente.

Además, quedan pendientes los señores Luis Mesina, Óscar Landerretche y los representantes de Felices y Forrados.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Vamos a invitar a los representantes de Felices y Forrados para el próximo 26 de julio, de manera de tener su opinión y tengan el mismo espacio de participación que los otros invitados.

Mañana solicitaremos a la Sala una prórroga para el mandato de la comisión, porque el 2 de agosto concluye nuestro plazo de investigación y necesitamos más tiempo para debatir las conclusiones.

A solicitud del diputado Mellado, pido que cada uno haga llegar sugerencias de conclusiones, a fin de discutir las con posterioridad y elaborar el informe que presentaremos a la Sala.

La señorita GUERRERO, doña Carolina (secretaria accidental).- Señor Presidente, la prórroga es por 15 días.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Sí, por 15 días.

Tiene la palabra el diputado Leopoldo Pérez.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Señor Presidente, pido una aclaración.

Entiendo que una vez que finaliza el plazo recién comienzan a correr los 15 días que tiene la comisión para elaborar el informe. Me refiero al plazo para las audiencias. Después tenemos 15 días. ¿Sobre esos 15 días se va a pedir el plazo?

La señorita GUERRERO, doña Carolina (secretaria accidental).- No, señor diputado, la prórroga será solicitada antes del vencimiento del plazo, antes del 2 de agosto.

La última sesión que se fije se entiende prorrogada por 15 días más para elaborar las conclusiones, y ese plazo ya no puede ser prorrogado.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Señor Presidente, ¿es posible que la Secretaría nos haga llegar las actas y las presentaciones de los invitados?

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Señor diputado, Secretaría les hará llegar las presentaciones de cada uno de los intervinientes para que elaboren las conclusiones.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Sí, pero también las actas.

La señorita GUERRERO, doña Carolina (secretaria accidental).- Señor diputado, les haremos llegar las versiones taquigráficas.

El señor PÉREZ (don Leopoldo) [vía telemática].- Muchas gracias, señorita Secretaria.

El señor SAAVEDRA (Presidente).- Por haber cumplido con su objeto, se levanta la sesión.

-Se levantó la sesión a las 14:50 horas.

CLAUDIO GUZMÁN AHUMADA,

Redactor Jefe (S) Taquígrafos de Comisiones.