

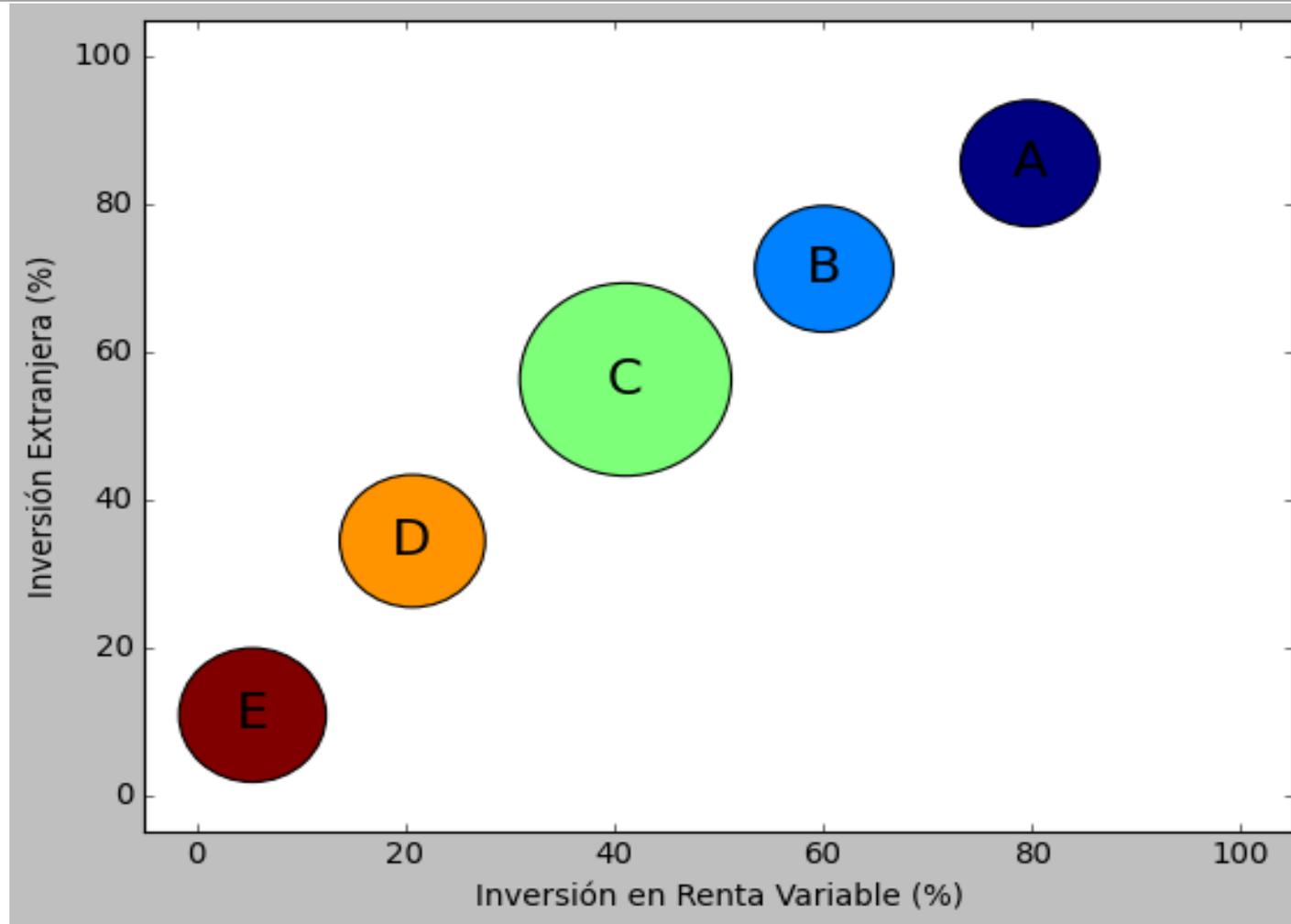


CEI 60: ASESORES O CONSEJEROS
FINANCIEROS QUE FORMULAN
RECOMENDACIONES A
COTIZANTES DE AFP

JAIME CASASSUS
JULIO 2021

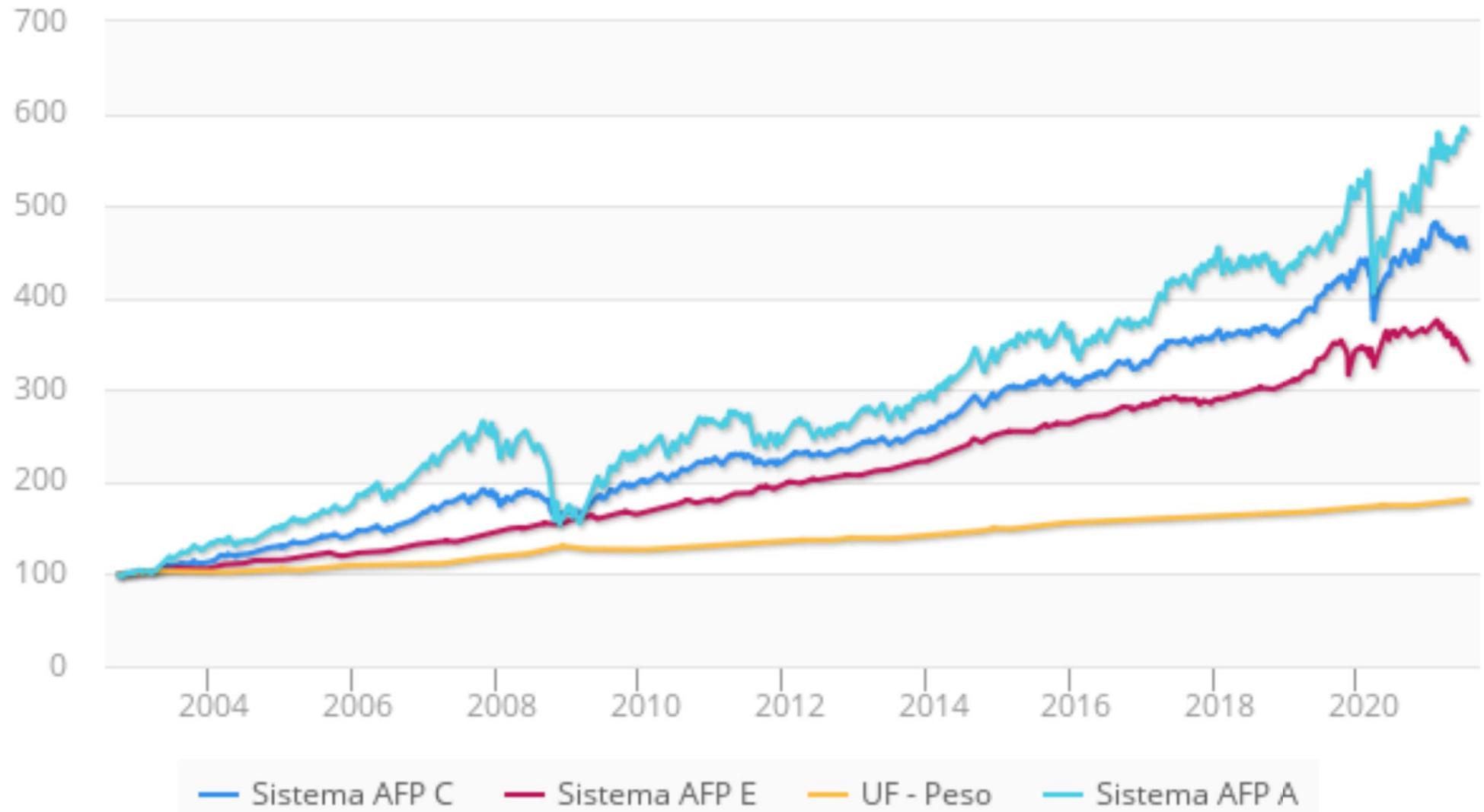


Diversificación de activos en Fondos de Pensiones

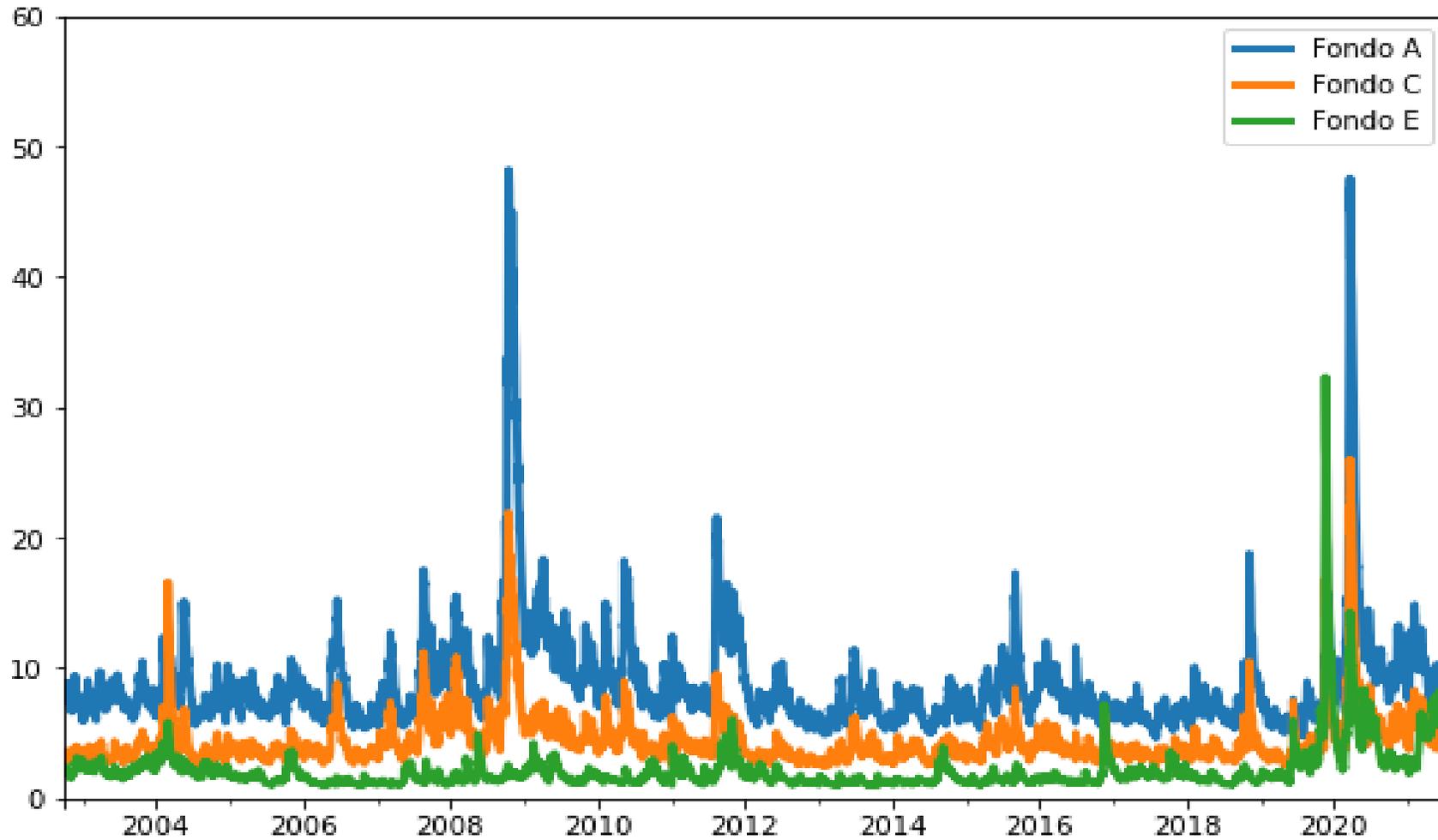


Fuente: elaboración propia con datos de SP / RiskAmerica

Valores Cuota de Fondos A, C y E + UF

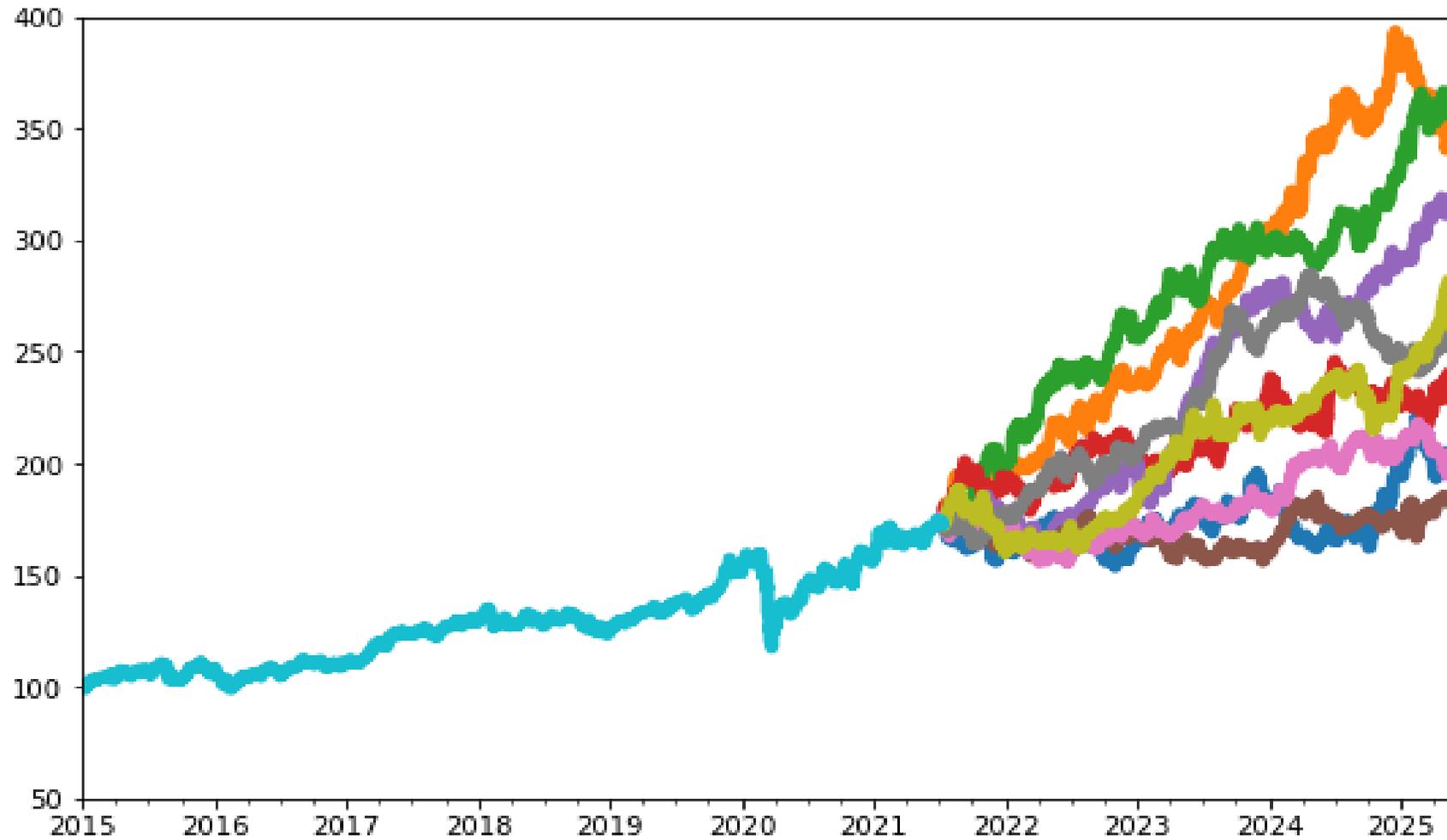


Volatilidad Condicional de Fondos A, C y E



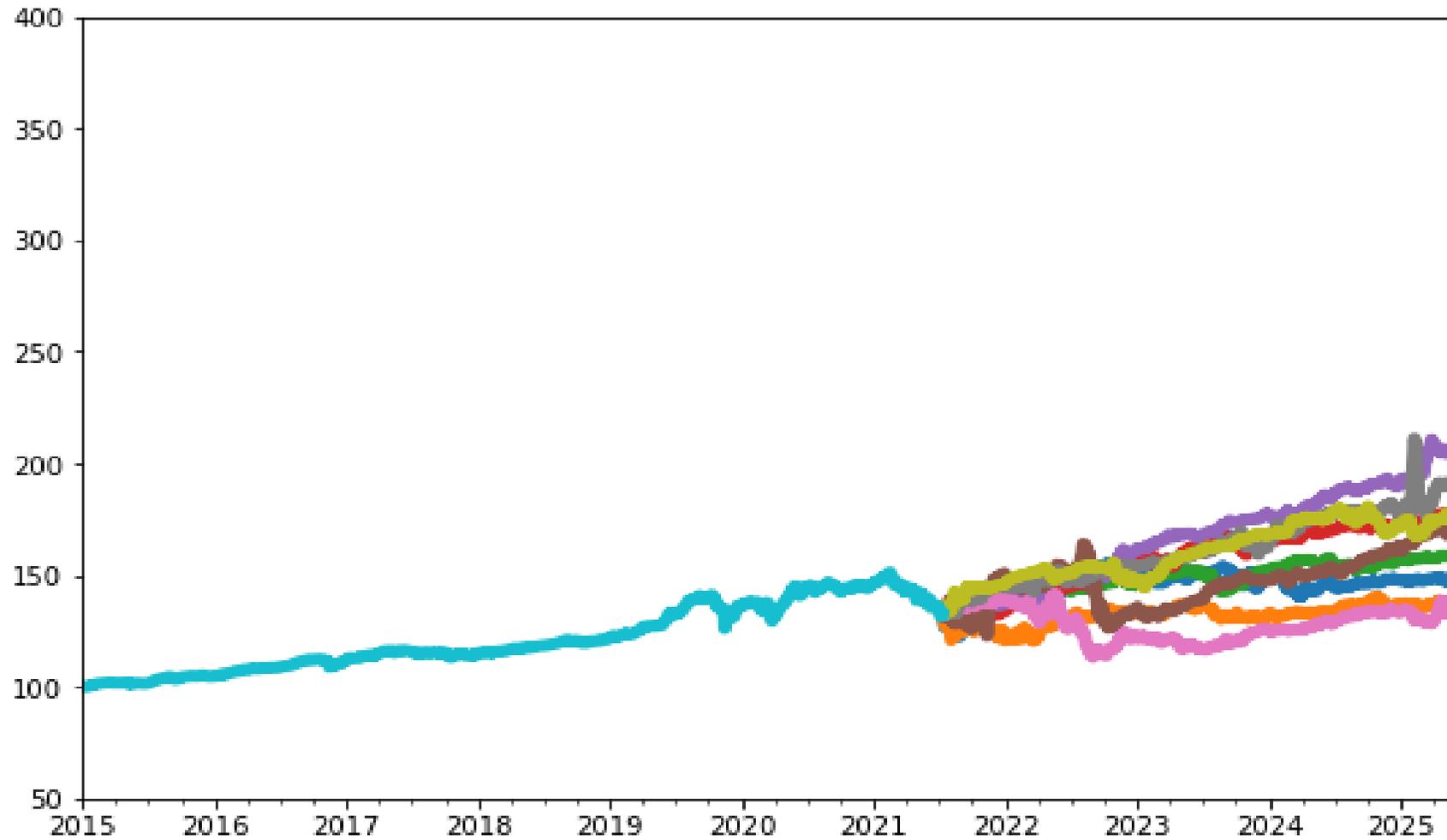
Fuente: elaboración propia / modelo AR(1)-Garch(1,1)

Simulación Fondo A



Fuente: elaboración propia / modelo AR(1)-Garch(1,1)

Simulación Fondo E



Fuente: elaboración propia / modelo AR(1)-Garch(1,1)

Market-Timing: Tiene sentido intentar ganarle al mercado?

Literatura es abundante, acá algunos ejemplos:

- Fondos Mutuos (Fama y French, 2010, "Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns", JF):
 - Construyen un benchmark adecuado
 - Incluyen 3156 fondos entre 1984 y 2006
 - Inversionistas tienen peor rendimiento que el benchmark por aproximadamente los costos de transacción
- Hedge Funds (Griffin y Xu, 2009, "How Smart Are the Smart Guys? A Unique View from Hedge Fund Stock Holdings", RFS):
 - Difícil encontrar un benchmark (poca información y sesgo de sobrevivencia)
 - Portafolios accionarios de 306 hedge funds entre 1980 y 2004
 - Rentabilidades sobrenormales solo en 1999-2000
- Inversionistas Individuales (Barber y Odean, 2000, "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", JF)
 - 66.465 inversionistas entre 1991 y 1996
 - Malas rentabilidades después de comisiones
 - Exceso de confianza, explica los altos volúmenes transados y mal resultado

Market-Timing con Fondos de Pensiones

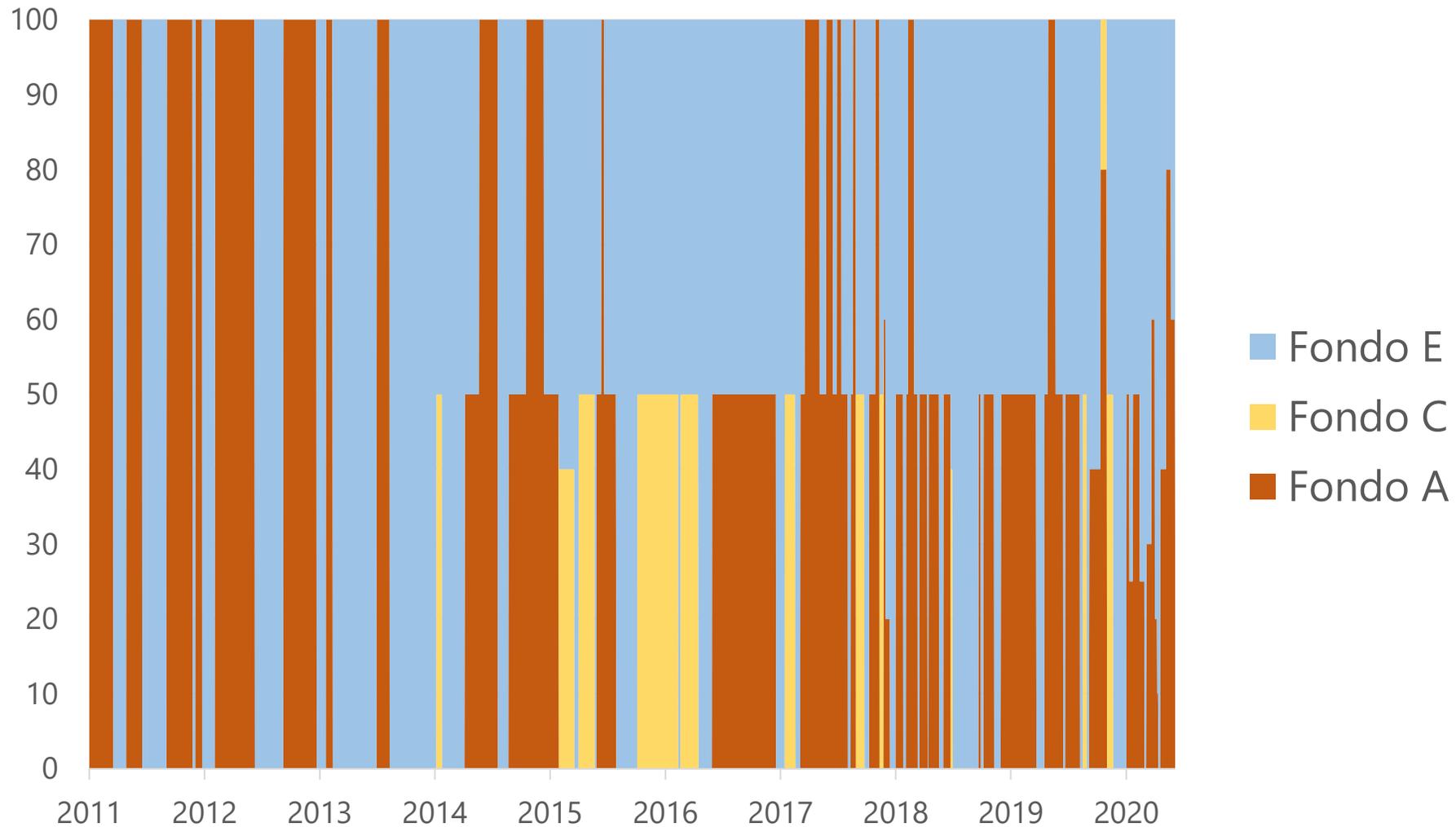
- Objetivo de AFPs es maximizar el tamaño del fondo del afiliado al momento de su jubilación (largo plazo)
- AFPs debieran invertir en:
 - Portafolios bien diversificados
 - Activos de largo plazo
 - Activos de baja liquidez (para aprovechar el premio por iliquidez)
- Razones fundadas para cambiarse de fondo:
 - Edad
 - Percepción de riesgo (?)
- Tiene sentido pensar en market-timing con los Fondos de Pensiones?
 - No hay muchas razones teóricas
 - Veamos los resultados empíricos

Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados

Recommendation		Recommended change		
Number	Date sent	From fund	To fund	Buying pressure on
1	July 27, 2011	A	E	Bonds
2	October 12, 2011	E	A	Equity
3	November 22, 2011	A	E	Bonds
4	January 11, 2012	E	A	Equity
5	March 29, 2012	A	E	Bonds
6	June 19, 2012	E	A	Equity
7	June 28, 2012	A	E	Bonds
8	July 19, 2012	E	A	Equity
9	August 29, 2012	A	E	Bonds
10	January 2, 2013	E	A	Equity
11	April 2, 2013	A	E	Bonds
12	July 17, 2013	E	A	Equity
13	August 16, 2013	A	E	Bonds
14	September 6, 2013	E	A	Equity
15	January 24, 2014	A	E	Bonds
16	March 6, 2014	E	0.5C + 0.5E	Stocks
17	August 5, 2014	0.5C + 0.5E	E	Bonds
18	August 19, 2014	E	0.5A+0.5E	Stocks
19	October 30, 2014	0.5A+0.5E	A	Stocks
20	December 15, 2014	A	E	Bonds
21	February 12, 2015	E	0.5A+0.5E	Stocks
22	March 18, 2015	0.5A+0.5E	A	Stocks

Fuente: Da, Larrain, Sialm y Tessada (2017, RFS)

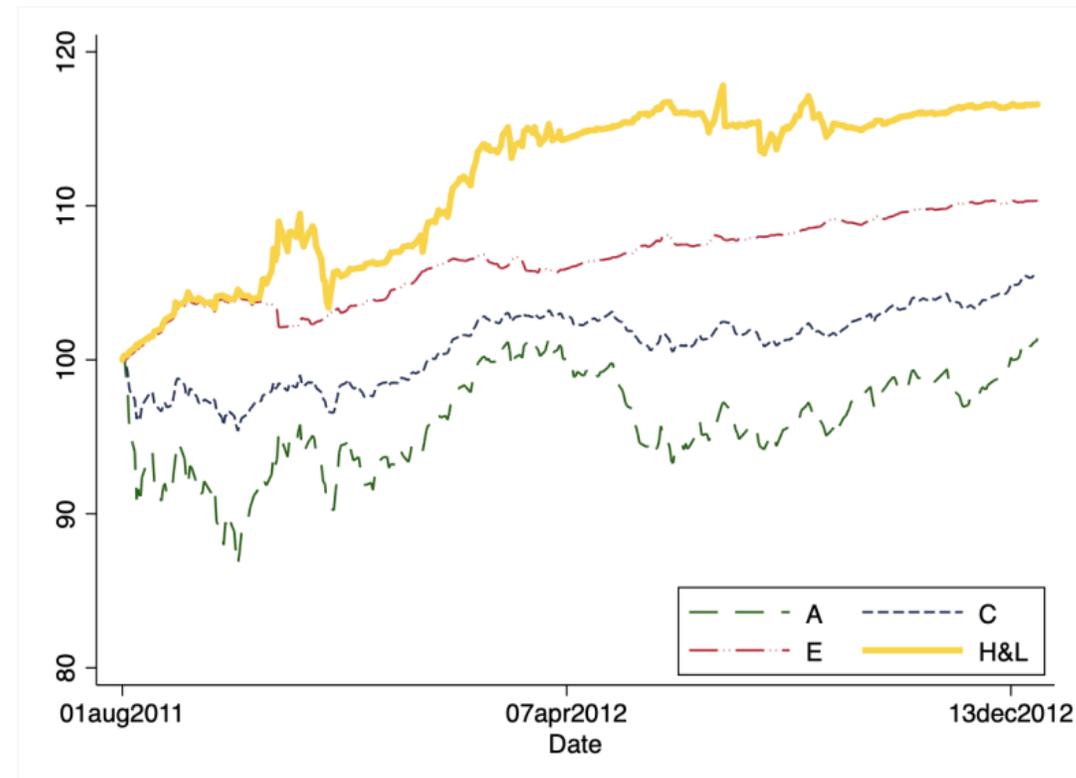
Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados



Fuente: elaboración propia con datos de www.felicesyforrados.cl

Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados

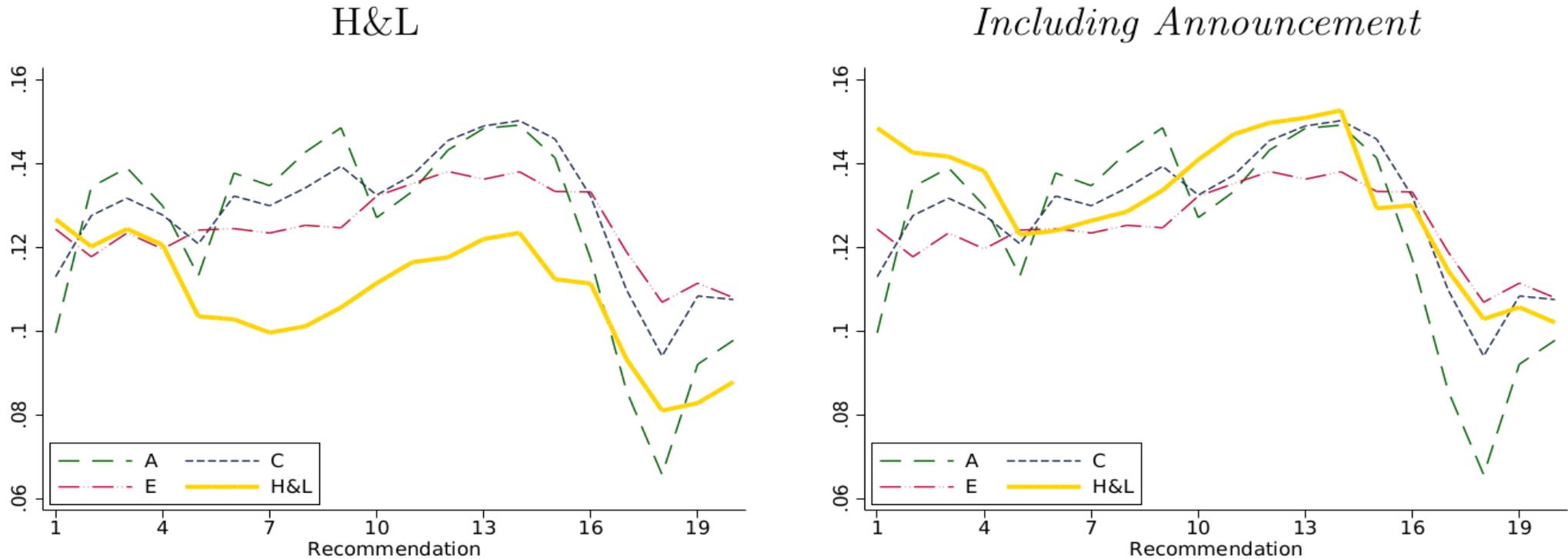
Figure 1: H&L initial performance: Money accumulated from following the first seven recommendations by an investor who starts with 100 CLP.



Fuente: Cuevas, Bernhardt y Sanclemente (2020)

Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados

Figure 5: Annualized nominal return (vertical axis) for H&L's strategy and pension portfolios starting with any of the first 20 recommendations until September 30, 2016. *Including Announcement* details the return obtained were transferred funds priced using closing prices at the moment a recommendation is made, before the market response.



Fuente: Cuevas, Bernhardt y Sanclemente (2020)

Perfil de Afiliados que Cambian de Fondo

- Análisis demográfico de afiliados
 - Principalmente hombres con trabajo y mayor ingreso (Villatoro, Fuentes, Riutort y Searle, 2018; Ravizza, 2020)
 - Edad promedio de 42 años (SP 2020)
 - Educación universitaria, otras fuentes de ahorro y conocimientos financieros (Cuevas, Bernhardt y Sanclemente 2020)
- Razones por las que afiliados se cambian de fondo (OCDE 2020)
 - Exceso de confianza
 - Sobreponderación de escenarios recientes
 - Efecto manada
 - Aprovechar efectos de muy corto plazo (front-running?)

Cantidad de Afiliados que Cambian de Fondo

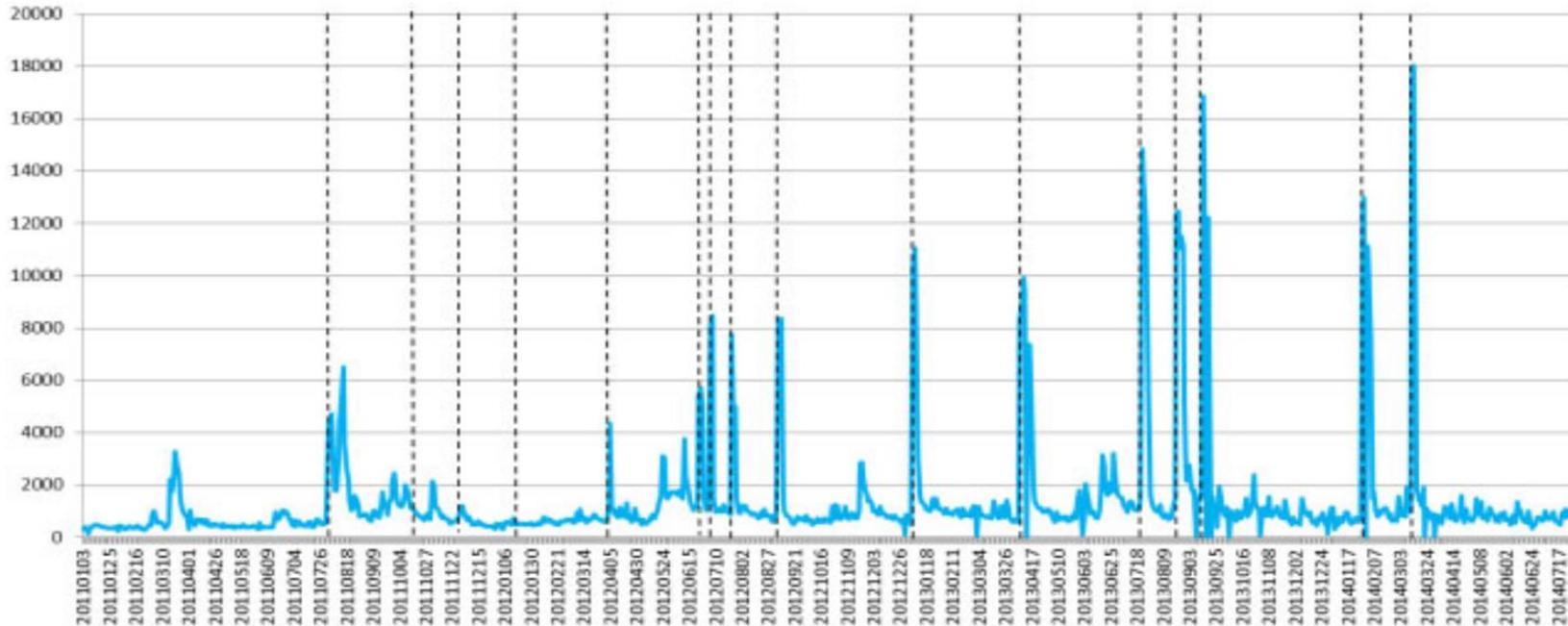


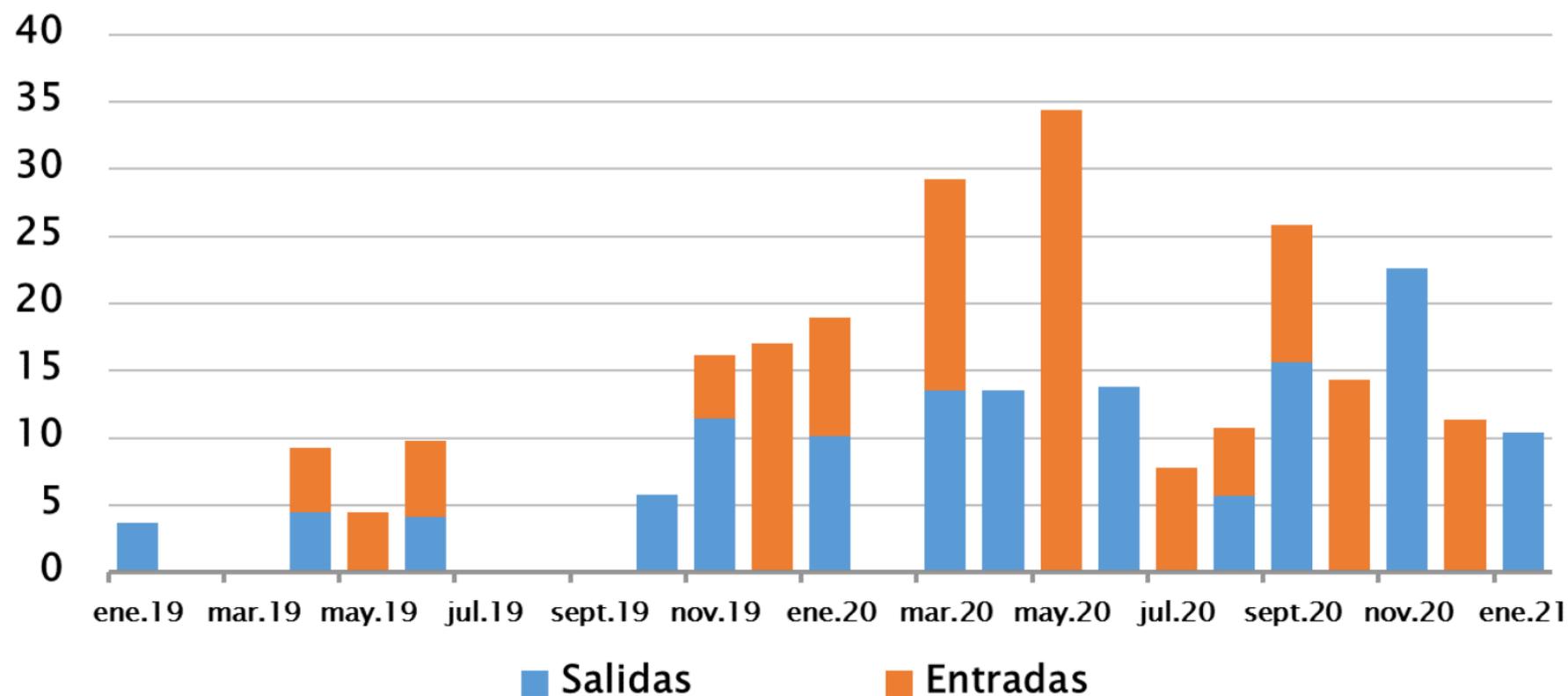
Figure 1
Daily number of individuals requesting fund switches

The figure depicts the daily number of individuals requesting pension fund switches. The figure was provided by the Superintendencia de Pensiones. It is based on data from administrative records that are not publicly available. The vertical lines with the dates when FyF sent switching recommendations were added by the authors.

Traspasos de Saldos por Cambio de Fondo

Traspasos de saldos de afiliados como porcentaje del Fondo E (*)

(porcentaje de activos fondo E)

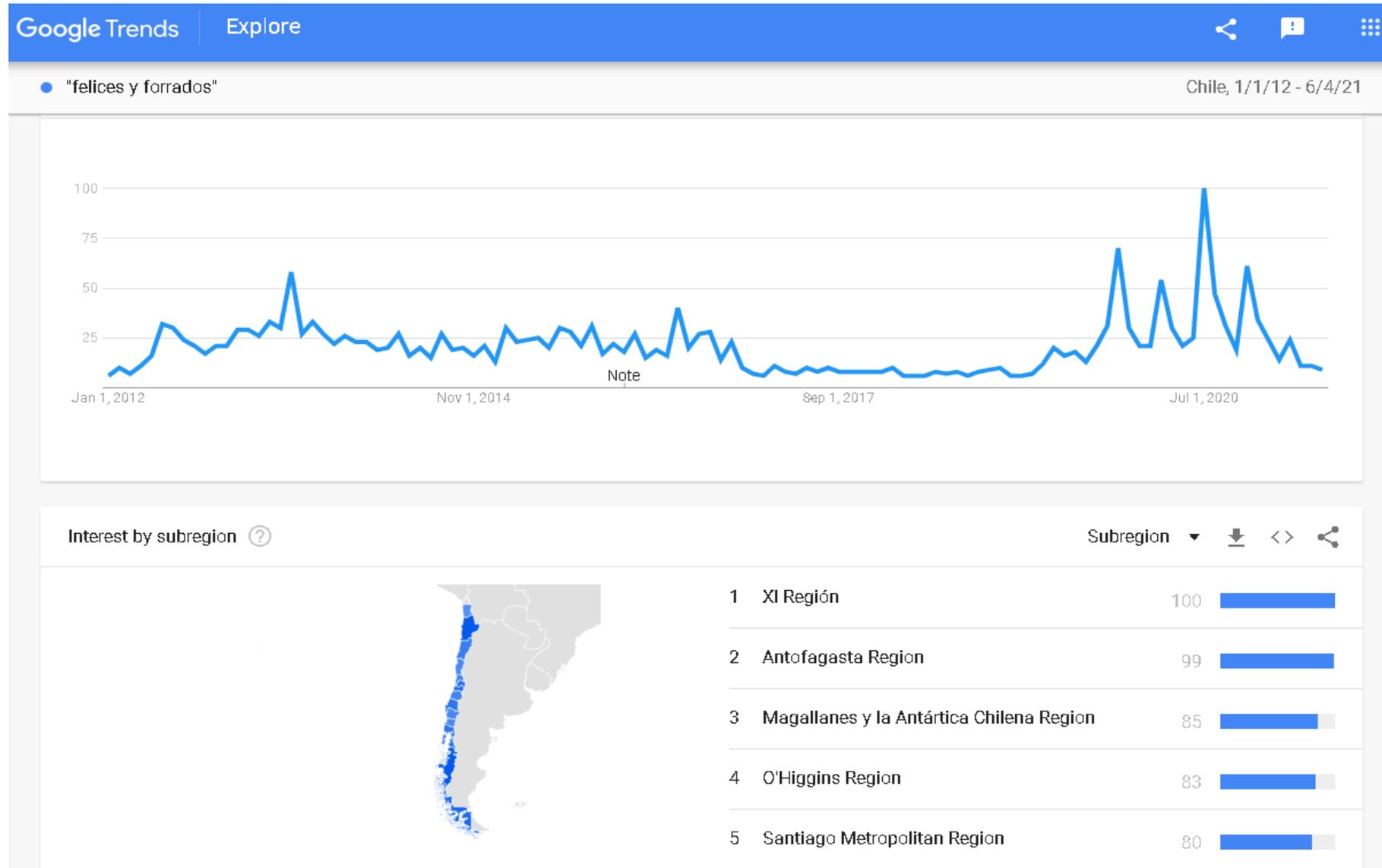


Fuente: Presentación de Banco Central de Chile con datos de SP

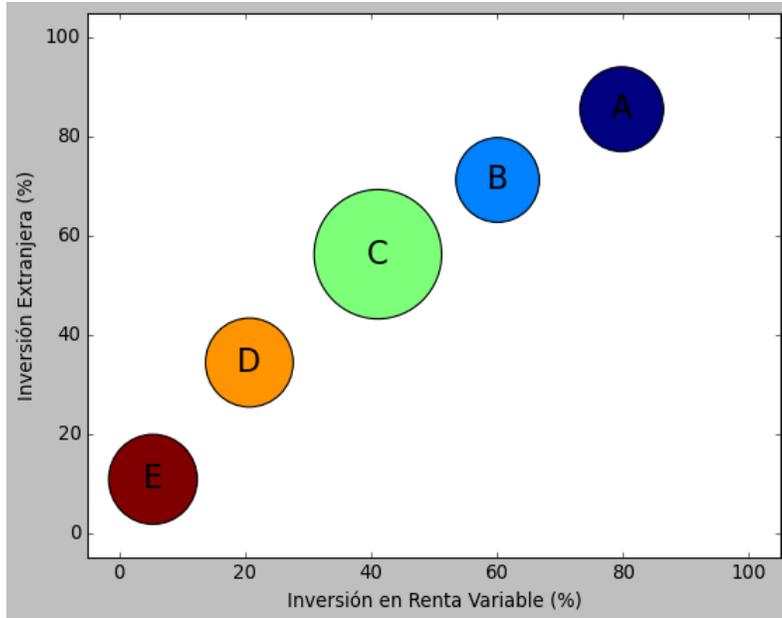
Una década de Félices y Forrados

- 80.000 suscriptores en 2013, luego cae a 60.000 en 2017, y en 2020 reporta 130.000 clientes
- Buenos resultados iniciales
- Bajo costo de suscripción: \$2.000 mensual en 2020
- Permanente visibilidad en medios
- Uso de lenguaje directo, cercano y confiable
- Fuertes campañas en RRSS
- Promesas de rentabilidad extraordinaria (no cumplidas!)
 - Gino Lorenzini, Fundador de FyF (2012, CNN): "Nuestra rentabilidad proyectada en los años de ciclos negativos es un 15% y en los años positivos, un 30%".
 - Rafael Garay, Director de Estudios FyF (2013, CNN): "Hemos demostrado que la máxima posibilidad de pérdidas con Felices y Forrados, que existe, en eventos catastróficos, es de 0,25% del fondo"

Búsquedas de "felices y forrados" en Google

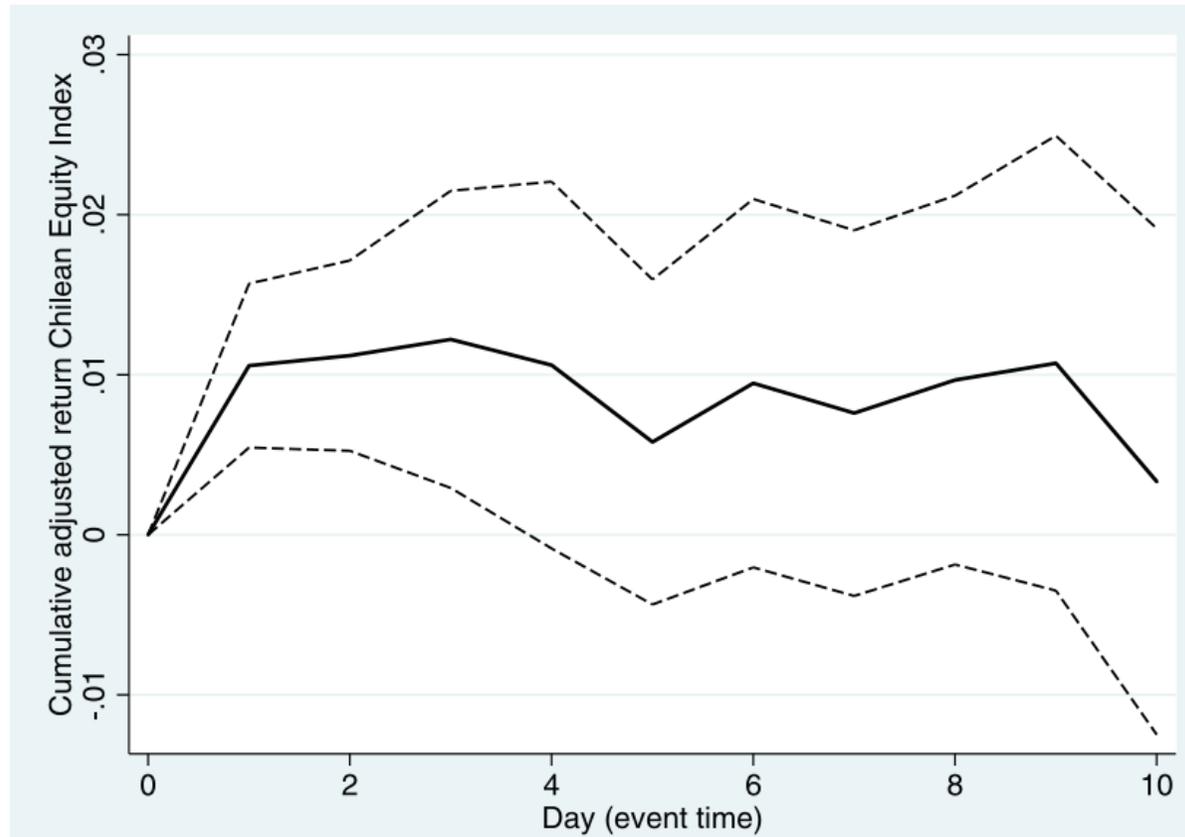


Presión en Precios de Mercado



- Traspaso masivo de fondo A a E:
 - Efecto negativo en precios de acciones nacionales
 - Efecto negativo en precio del dólar
 - Efecto positivo en precios de bonos / negativo en tasas de interés
- Traspaso masivo de fondo E a A:
 - Efecto negativo en precios de bonos / positivo en tasas de interés
 - Efecto positivo en precio del dólar
 - Efecto positivo en precios de acciones nacionales
- Volatilidad en exceso en mercados de activos
- Presión por liquidez / efecto negativo en rentabilidad de afiliados

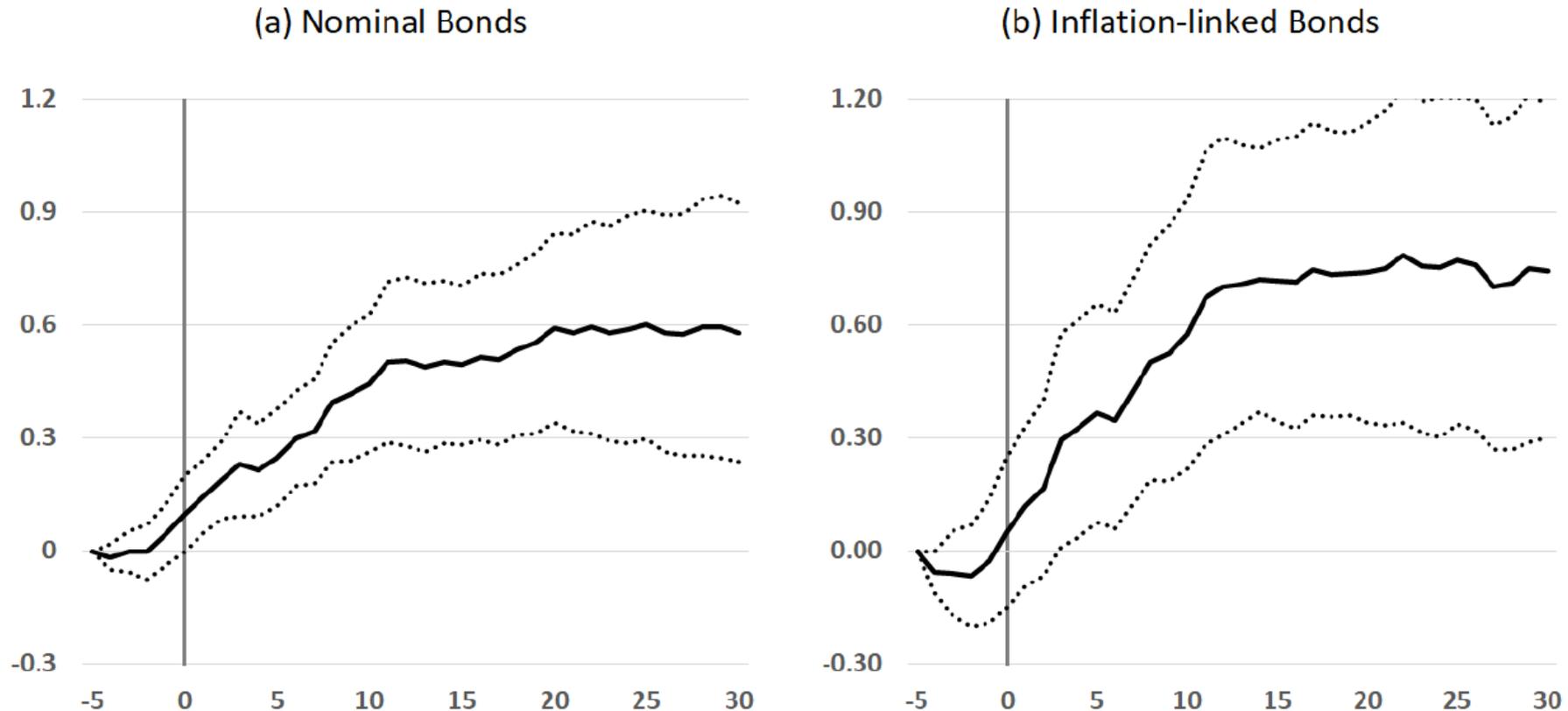
Efecto de traspasos en mercado accionario local



Fuente: Da, Larrain, Sialm y Tessada (2017, RFS)

- Efecto de corto plazo de aproximadamente 1% causando aumento innecesario en volatilidad
- Anuncios mueven precios, pero no necesariamente los traspasos mueven precios (Cuevas and Bernhardt 2020)

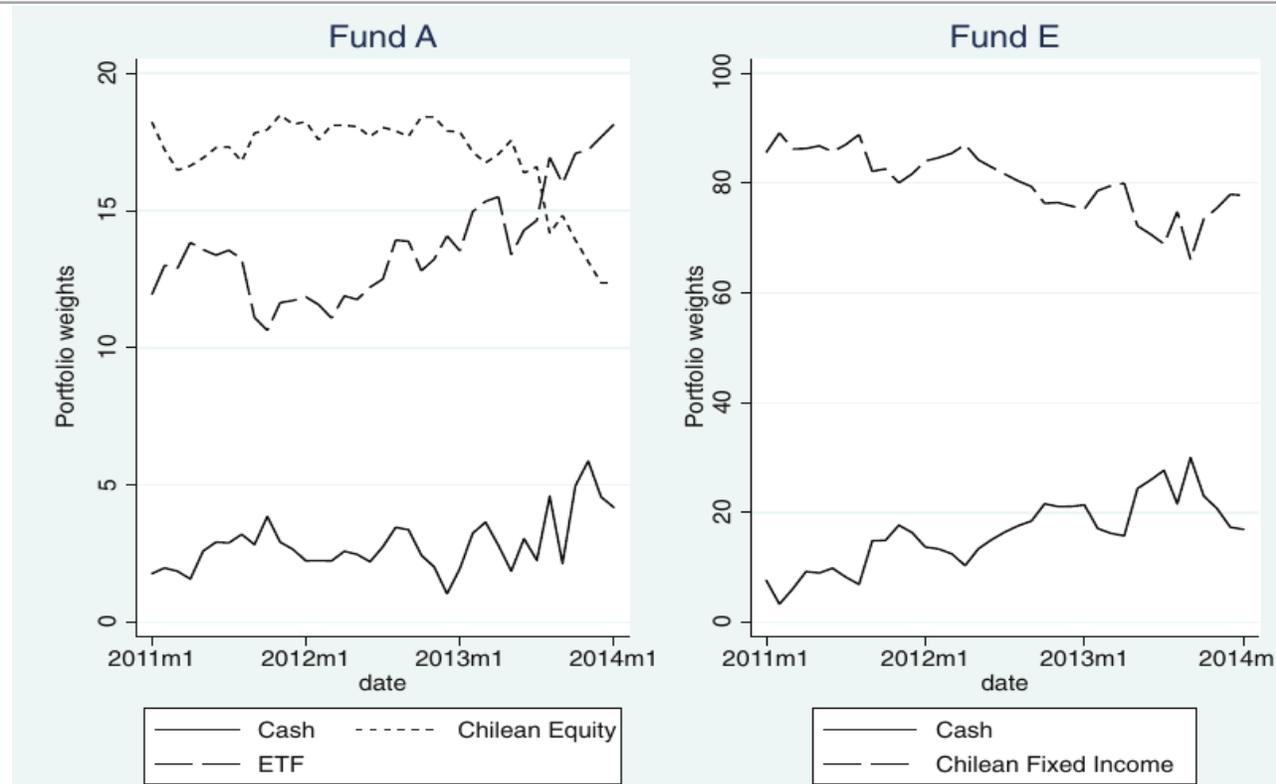
Efecto de traspasos en bonos y tasas de interés



Fuente: Ceballos y Romero (2021)

- Efecto en tasas a 10 años nominales y reales después de 80 días del anuncio
- Costo en spread de créditos hipotecarios hasta 17bp, 6 semanas después del anuncio de cambio de fondo A a E

Efecto de traspasos en búsqueda de liquidez



Fuente: Da, Larrain, Sialm y Tessada (2017, RFS)

- Aumento de activos más líquidos en fondos A y E (pero no en fondos B, C y D)
- Cuevas and Bernhardt (2020) confirman estas tendencias
- Efecto general en pensiones: activos más líquidos tienen menor rentabilidad que activos menos líquidos

Regulación / Conclusiones

- Multifondos no fueron creados para buscar rentabilidades de corto plazo
- Cambios de fondos:
 - no ofrecen mejores pensiones a quienes siguen estrategia activa
 - afectan indirectamente a todos los afiliados
 - externalidades negativas (p.e, exceso de volatilidad, mayores spreads en créditos hipotecarios)
- Ley de Agentes de Mercado (N° 21.314) publicada el 13 de abril de 2021
 - Crea figura de "Asesores Financieros Previsionales", quienes deberán estar debidamente registrados
 - Empodera a Superintendencia de Pensiones y a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) para supervisar a estos asesores