

## Ficha Técnica

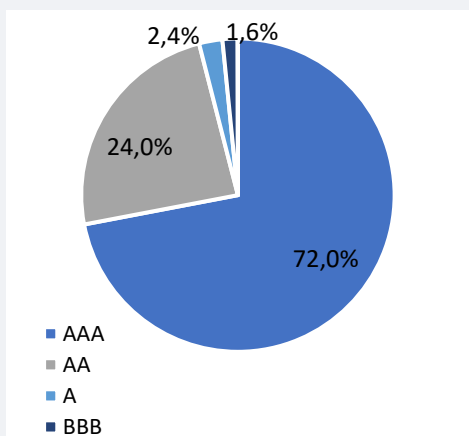
### Mercado de Bonos

#### Agosto 2020

Paula Acuña  
[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

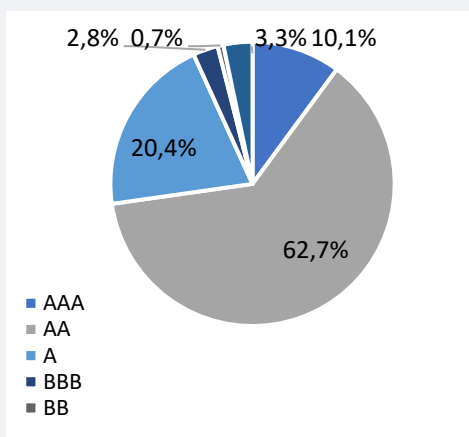
Alejandra Bravo  
[Alejandra.bravo@humphreys.cl](mailto:Alejandra.bravo@humphreys.cl)

Fondo D: Estructura de inversión en bonos corporativos nacionales (largo plazo)



Fuente: Elaboración propia en base a informe de distribución de las inversiones del fondo tipo D publicado por la Superintendencia de Pensiones (mar 2020).

Mercado: Deuda vigente en bonos corporativos nacionales (largo plazo)



Fuente: Elaboración propia en base a informe de colocación y deuda vigente de bonos corporativos publicados por la Comisión para el Mercado Financiero (jul 2020).

El siguiente informe tiene por propósito mostrar el impacto sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones y, por ende, en las pensiones futuras, de un eventual cambio en la composición de su cartera de renta fija local en cuanto a diversificación por clasificación de riesgo, asimilando el portafolio de los fondos a la distribución de bonos existentes en el mercado. Para ello se tomó como referencia el fondo D.

#### **Portafolio de Mercado y Fondo D**

La estructura de inversión del fondo D para instrumentos de deuda de largo plazo nacionales<sup>1</sup> por categoría de riesgo se concentra en un 72,0%, 24,0%, 2,4% y 1,6% en bonos de las familias AAA, AA, A y BBB, respectivamente.

Por otra parte, si se analizan los montos de las emisiones de deuda vigentes en el mercado de bonos corporativos locales se observa una distribución de 10,1%, 62,7%, 20,4% y 2,8% en bonos corporativos de las familias AAA, AA, A, y BBB, respectivamente.

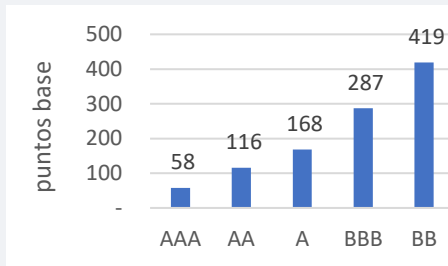
Dado lo anterior, es posible afirmar que la distribución de la cartera del fondo D no refleja la estructura de inversión del mercado ya que se concentra en instrumentos de deuda de menor riesgo y concentra a un bajo número de empresas del mercado.

#### **Impacto de Emulación del Mercado**

Dado que el premio por riesgo se correlaciona inversamente con la clasificación de los bonos y que el fondo D mantiene una proporción más elevada de valores AAA y AA que el mercado (96% v/s 73%), se deduce que el replicar la cartera de títulos de deuda locales del mercado redundaría positivamente en la rentabilidad de las inversiones del fondo D. En el gráfico siguiente se muestra el premio exigido según clasificación de riesgo.

<sup>1</sup> Lo que representa un 65,57% del total de los activos del fondo D. El resto de las inversiones están distribuidas en instrumentos de deuda de corto plazo y en menor proporción en acciones.

Spread promedio por familia de clasificación de riesgo



Fuente: Elaboración propia en base a informes de colocación y deuda vigente de bonos corporativos publicados por la CMF (ago 2002-jul 2020).

**Estimación Impacto**

Si la cartera del fondo D reflejara la estructura de mercado<sup>1</sup> este tendría al menos dos beneficios para los ahorrantes y para el mercado, en general:

**1.- Aumento de la rentabilidad de las inversiones**

Se estima que el eventual cambio en la cartera significaría un aumento en su rentabilidad en alrededor de 33 puntos base anuales. lo que impactaría positivamente las pensiones de los ahorrantes del fondo a largo plazo. Para un ahorrante teórico que por 30 años cotiza el mismo sueldo, su fondo de pensiones acumulado se incrementaría entre 5,5% y 6%, aproximadamente.

**2.- Mayor alcance de empresas**

El fondo de pensiones D invierten en bonos locales de 99 empresas. Si emula la cartera de mercado se aumenta a 142, mejorando la diversificación por empresas y por industria. Con efectos colaterales como dar mayor dinamismo a la economía y contrarrestar la crítica en cuanto se invierte en un número reducido de compañía (sin perjuicio que el objeto de las AFP es una adecuada relación riesgo/retorno de los fondos, y no apoyar a la economía y/o legitimar el sistema)

**Considerando**

El bajo riesgo crediticio es un atributo deseable para una cartera de inversión cuyo propósito es generar pensiones a sus afiliados. Sin embargo, las clasificaciones de riesgo locales han sido eficaces en su cometido, mostrando que las empresas calificadas en grado de inversión, incluso las calificadas en BB, han respondido cabalmente a sus compromisos financieros. La evidencia es que sólo una empresa de *retail*<sup>2</sup> y una caja de compensación han caído en *default*; pero esta última se recuperó rápidamente y todo hace prever que no habrá pérdida de capital e intereses para los bonistas, pudiendo presumirse que fue apresurada la decisión de los bancos de no renovar las líneas de créditos a dicha caja que, en definitiva, fue lo que gatilló el incumplimiento.

**Conclusión**

Si los fondos de pensiones invirtiesen una mayor proporción en bonos de las familias de las AA, A y BBB, de acuerdo con estructura de oferta vigente en el mercado, sería beneficioso para los fondos de pensiones y la economía y, en consecuencia, para los ahorrantes. Además, la misma decisión incentivaría a más empresas a emitir bonos, incrementando la posibilidad de diversificación de los instrumentos de renta fija, tanto por *rating* como por sectores industriales.

<sup>1</sup> Considerando inversión en títulos de deuda con clasificación de riesgo en las familias AAA, AA, A, BBB y BB.

<sup>2</sup> Este caso, muy bullado en su momento, implicó ciertas anomalías que llegaron a tribunales y que se podría decir que escapan a la función de un clasificador (lo que no pretende ser una defensa por cuanto **Humphreys** no clasificaba a dicha empresa a la fecha del *default*).