

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

En la actualidad, los Fondos Mutuos (FFMM) son una de las alternativas más populares para invertir en Chile. Según la Encuesta Financiera de Hogares de 2021, un 8% de los hogares de Chile ahorra a través de ellos, siendo el segundo método preferido después de las cuentas de ahorro (25%) y más popular que la inversión en instrumentos de renta variable o fija por sí solos (3 y 5%).

Invertir en un FFMM tiene varios beneficios en comparación con hacerlo por cuenta propia. Uno de los principales es que el dinero se maneja de manera profesional, lo que permite diversificar el riesgo y obtener una mayor rentabilidad a largo plazo. Sin embargo, es importante tener en cuenta que esto tiene un costo en términos de comisión y que también a veces el manejo puede no entregar la rentabilidad que sería esperable en base a la exposición que el fondo señala tener. En este tema de análisis resumimos los principales resultados del trabajo de Aznárez y Correa (2022) que estudia los retornos de largo plazo de las series abiertas al público general de los fondos mutuos de Chile, para el período 2006-2021. Este tiene un foco tanto en los retornos, comisiones y comparaciones con “benchmarks” que representen estrategias de inversión similares a las que el fondo declara seguir.¹

Es importante señalar que la muestra analizada cubre dos períodos inusuales, que son la crisis financiera del 2008 y la pandemia del Coronavirus, lo que hace que los resultados no sean necesariamente extrapolables. De todas maneras, es una muestra censal de lo que sucedió con las series generalistas de los distintos FFMM en aquellos años.

1. Metodología

El universo estudiado fueron las series mayoristas de los fondos mutuos chilenos entre los años 2006 a 2021; estas series son aquellas que están abiertas a todo público (serie “A” en la mayoría de los casos) y las llamaremos simplemente “fondos” de ahora en adelante. Se analizó la industria completa el último día hábil de cada año desde 2006 a 2021, que corresponde al período más largo para el cual hay información completa para realizar el estudio. Calculamos rentabilidades antes y después de comisiones para los últimos 3, 5, 10 y 15 años; estas son rentabilidades nominales anuales medias calculadas en base a la variación en el valor de la cuota de cada fondo. En adelante nos referiremos a estas simplemente como rentabilidades, agregando en cada ocasión el plazo y si es antes o después de comisiones.

Al analizar los retornos es importante entender que hay un sesgo de supervivencia, ya que los fondos que cerraron por mala performance no van a estar en estos cálculos, por lo que se puede decir que los resultados que se muestran en este estudio son una cota superior.

Los datos necesarios para los cálculos fueron obtenidos de la Asociación de Fondos Mutuos (AFM).

¹ Aznarez, Julio and Correa, Felipe, Rentabilidad de los Fondos Mutuos en Chile 2006-2021 (November 30, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4289971>



FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

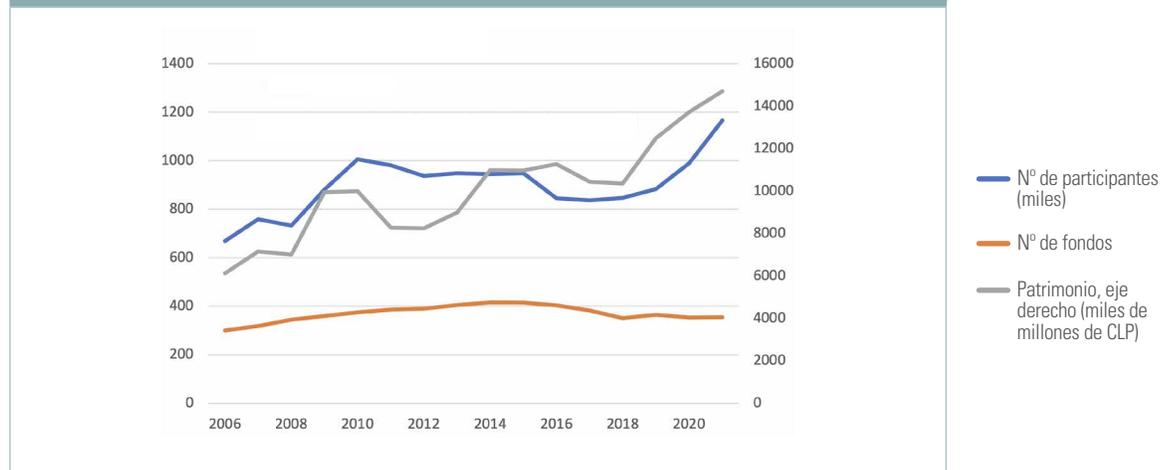
FELIPE CORREA B.

La excepción fueron los datos de comisiones que se obtuvieron por completo de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). En cuanto a los benchmarks, se utilizaron índices de tasas de renta fija obtenidos de Bloomberg para los bonos en pesos chilenos y en UF. La información de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se obtuvo de Federal Reserve Economic Data (FRED), mientras que los índices de renta variable se obtuvieron de Bloomberg, al igual que los tipos de cambio dólar/CLP y euro/CLP.

2. Resultados agregados

Al 31 de diciembre de 2021 había un total de 1.170.000 inversores² (partícipes) que tenían un patrimonio conjunto de 14.736 mil millones de pesos chilenos repartido en 356 fondos. Entre 2006 y 2021 el patrimonio administrado en pesos creció 133% nominal y 42% en términos reales, mientras que el número de fondos pasó de 302 a 356, llegando a un máximo de 417 en 2014. El número de inversores aumentó en un 71%, creciendo fuertemente en el período 2019-2021.

GRÁFICO N°1: NÚMERO DE PARTICIPANTES, NÚMERO DE FONDOS Y ACTIVOS ADMINISTRADOS EN LA MUESTRA ESTUDIADA (2006-2021).



Fuente: Aznarez y Correa (2022).

En cuanto a los resultados de los fondos, en el Cuadro N°1 presentamos las rentabilidades promedio anuales de la industria a distintos plazos, antes y después de comisiones. Para obtener estas cifras se ponderaron los resultados de cada fondo por el capital administrado. Este cuadro nos muestra lo que han rentado en total todos los fondos que han sobrevivido los últimos 3, 5, 10 y 15 años. Para entender mejor las magnitudes, en la misma tabla se agregan los retornos de los bonos del Estado en pesos y UF a 1 y 10 años y el IPSA más el S&P500 (en pesos).³

² Número de inversores es siempre mayor al de personas, ya que una misma persona puede tener inversiones en más de una de las series estudiadas.

³ Ambos índices accionarios incluyen dividendos.

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

CUADRO N°1: RENTABILIDAD ANUAL NOMINAL PROMEDIO DE HABER INVERTIDO EN ACTIVOS SELECCIONADOS (AL 31-12-2021).

	3 años	5 años	10 años	15 años
FFMM antes de comisiones	4,7%	4,0%	3,7%	2,4%
FFMM después de comisiones	3,2%	2,5%	2,5%	1,6%
Inflación	4,4%	3,6%	3,4%	3,7%
Renta Fija: (retorno en pesos)				
Pesos 1y	1,3%	2,0%	3,1%	3,6%
Pesos 10y	3,8%	4,0%	4,4%	4,9%
UF 1y*	3,0%	3,0%	3,9%	4,6%
UF 10y*	5,2%	4,8%	4,9%	5,7%
Renta Variable (incluyen dividendos):				
IPSA	-2,6%	-5,0%	0,0%	0,2%
S&P 500 (en pesos)	20,0%	21,5%	21,6%	14,3%

Fuente: Aznarez y Correa (2022).

*Corresponde al retorno en pesos de haber invertido en aquellos instrumentos en UF.

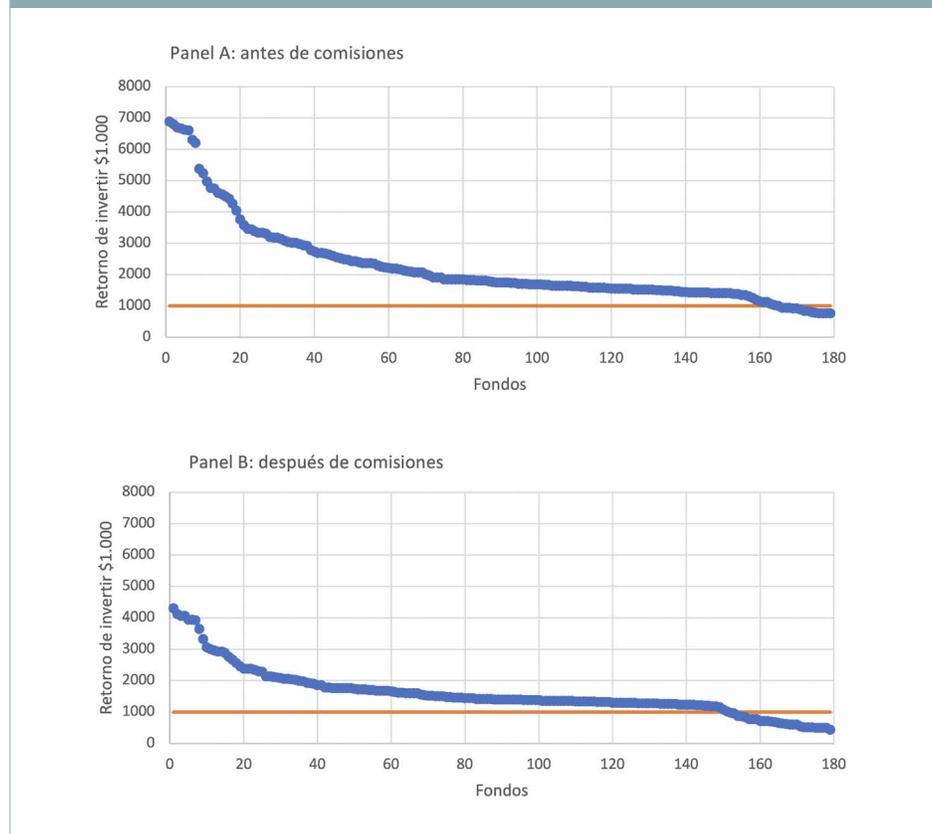
Como se puede observar, la rentabilidad de los FFMM, en pesos y antes de comisiones, es superior a la inflación para los últimos 3, 5 y 10 años, no así para los últimos 15; también es superior a los retornos del IPSA, pero cae bastante por debajo del S&P500 en pesos. Después de comisiones la historia es distinta, ya que los retornos de la industria disminuyen en aproximadamente un 33% para todos los rangos estudiados. Aquello hace que, en promedio, la rentabilidad de la industria después de comisiones sea menor que la inflación para todos los períodos y que tampoco supere los retornos de invertir en bonos del Estado a 10 años (en pesos y UF). De todas maneras, obtuvo mejores resultados que el IPSA.

Para entender mejor la distribución de los resultados entre los distintos fondos y el impacto de las comisiones, el Gráfico N°1 muestra los retornos de haber invertido \$1.000 el 31 de diciembre del 2011 en cada uno de los fondos que estuvieron activos entre aquella fecha y el 31 de diciembre del 2021. En el fondo más rentable, 1.000 pesos chilenos invertidos el último día hábil del año 2011 se transformaron en 6.606 pesos antes de comisiones y en 4.299 pesos chilenos después de comisiones. En el fondo menos rentable pasan a ser 762 pesos chilenos antes y 429 después de comisiones. De los 179 fondos activos durante los últimos 10 años, 111 rentaron antes de comisiones más que haber invertido en bonos del Estado a 10 años en UF, cifra que cae a 61 después de comisiones. Además, hubo 14 fondos que obtuvieron una rentabilidad negativa antes de comisiones; cifra que aumenta a 26 después estas.

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

GRÁFICO N°2: RENTABILIDAD DE HABER INVERTIDO 1.000 PESOS CHILENOS POR 10 AÑOS, EN CADA UNO DE LOS FONDOS.



Fuente: Aznarez y Correa (2022).

3. Resultados por categorías de fondos

Los resultados de la sección anterior pueden deberse a distintos factores, como, por ejemplo, que una parte importante de los activos administrados se invierta en papeles de corto plazo. Para poder distinguir aquellas explicaciones de otras más estructurales es que en esta nueva sección se analizan los resultados de rentabilidad por categorías. Además, el análisis se complementa con la comparación de los resultados con “benchmarks” específicos para cada una.

Agrupamos los fondos en 17 categorías distintas: cuatro de renta variable internacional, tres de renta variable emergente, cuatro balanceados (que combinan renta fija y variable), tres de renta fija nacional y tres de renta fija internacional. De manera general, los fondos que invierten en renta variable se compararon con el rendimiento del índice accionario más similar (por ejemplo, renta



FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

variable USA se compara con el S&P500), mientras que los de renta fija con instrumentos que tuvieran duraciones similares (por ejemplo, renta fija de corto plazo en pesos se comparó con el rendimiento de bonos del Estado a un año). Los balanceados fueron comparados con combinaciones de los benchmarks para renta variable y renta fija que tomaban en cuenta si eran más o menos conservadores y si invertían en Chile o en el extranjero.⁴

En el Cuadro N°2 se puede observar cómo cambió el patrimonio administrado (en las series generalistas de los distintos fondos) entre 2006 y 2021. Luego, se observa la rentabilidad media anual nominal que obtuvieron los fondos de cada categoría en distintos períodos y finalmente la diferencia de aquella cifra con la rentabilidad media anual de los benchmarks adecuados para cada categoría. En este caso están en rojo las categorías que quedaron bajo su benchmark. En la gran mayoría de los casos la rentabilidad es inferior al benchmark. Estas diferencias son, en general, mayores al costo de invertir en un ETF que siga el índice de referencia.⁵

En cuanto a los resultados, son mejores que los presentados en el Cuadro N°1, pero de todas maneras muestran que en bastantes casos hay categorías que después de comisiones no obtienen el rendimiento exigido.

Se podría discutir que estos resultados están escondiendo que hay fondos que tienen una performance muy destacada y que por algunos que tuvieron malos se está penalizando a toda la categoría. Para hacerse cargo de esta crítica en el Cuadro N°3 se realizó el ejercicio de contar la cantidad de fondos que para cada período tuvieron resultados superiores al benchmark después de comisiones. Nuevamente, en cada situación están en rojo las combinaciones de categorías y rango de tiempo que no tuvieron ningún fondo con un desempeño superior al benchmark. Como se puede observar, los resultados mejoran, pero siguen existiendo bastantes categorías con problemas.

⁴ Las definiciones específicas para cada categoría están en el Anexo 2 del estudio de Aznárez y Correa (2022). Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4289971>.

⁵ Más sobre qué es un ETF en: https://es.wikipedia.org/wiki/Fondo_cotizado. Las magnitudes de las comisiones de estos instrumentos en Chile están alrededor del 0,4% anual.

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

CUADRO N°2: RENTABILIDAD ANUAL NOMINAL PROMEDIO DE HABER INVERTIDO EN ACTIVOS SELECCIONADOS (AL 31-12-2021).

	Rentabilidad anual media	Patrimonio (miles de millones de pesos)		Rentabilidad histórica (al año 2021, después de comisiones)				Rentabilidad diferencial (Histórica – Benchmark)			
		2006	2021	3	5	10	15	3	5	10	15
Acciones Desarrollado	Desarrollado	813	2993	18.9%	10.5%	5.0%	2.4%	6.7%	-3.6%	-10.1%	-6.4%
	USA	168	6031	25.6%	15.8%	12.7%	5.1%	5.7%	-5.7%	-8.9%	-9.2%
	Europa	222	398	17.8%	9.4%	6.0%	1.4%	6.2%	-3.3%	-7.1%	-4.1%
	Japón		2	12.5%	7.5%			1.9%	-5.6%	-	-
Acciones Emergente	Emergente	2251	2056	13.7%	9.6%	5.0%	1.6%	4.2%	-0.8%	-5.2%	-4.6%
	LATAM	776	360	-1.9%	0.8%	-1.6%	0.1%	1.4%	-3.3%	-4.6%	-1.7%
	Chile	10186	5010	-11.5%	-4.6%	-3.8%	-0.5%	-8.9%	0.5%	-4.0%	-1.0%
Balanceado	Arriesgado/Moderado Int.	1956	131540	9.3%	4.9%	3.4%	1.6%	-1.8%	-6.9%	-9.2%	-6.1%
	Arriesgado/Moderado Nacional	2	873	6.9%	5.0%			7.8%	7.5%	-	-
	Conservador Internacional	61	1229	3.8%	2.9%	1.7%	1.0%	-5.4%	-5.6%	-7.1%	-5.0%
	Conservador Nacional	2104	13269	3.0%	2.4%	2.6%	1.6%	1.2%	1.0%	-0.4%	-
Renta fija CP	Pesos chilenos	149679	169498	0.7%	1.1%	1.9%	1.5%	-0.6%	-0.9%	-1.2%	-2.2%
	UF	164	1130	2.5%	2.3%	3.0%	3.6%	-0.5%	-0.7%	-0.9%	-1.0%
	Internacional	3052	22349	8.4%	6.1%	5.4%	2.6%	0.6%	-0.2%	-0.6%	-1.4%
Renta fija LP	Pesos chilenos	3994	1107	0.4%	1.3%	2.6%	1.6%	-2.8%	-2.2%	-1.3%	-
	UF	25418	24262	1.3%	1.7%	3.2%	2.8%	-3.2%	-2.5%	-1.4%	-
	Internacional	2495	21371	3.2%	2.8%	2.2%	1.4%	-5.1%	-3.8%	-4.5%	-3.6%

*Retornos de cada categoría se obtuvieron ponderando el retorno por el capital de la serie mayorista de cada fondo. En rojo cuando el retorno de la categoría es menor al del benchmark.

**Versión antes de comisiones disponible en estudio completo.

Fuente: Aznarez y Correa (2022).

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

CUADRO N°3: NÚMERO DE FONDOS EN CADA PERIODO Y NÚMERO DE FONDOS CON RENTABILIDAD DESPUÉS DE COMISIONES SUPERIOR AL BENCHMARK.

		N° dic-21	N° de fondos en el período hasta dic-2021 con antigüedad de:				N° de fondos con rentabilidad histórica superior al Benchmark			
			3	5	10	15	3	5	10	15
Acciones Desarrollado	Desarrollado	17	13	12	9	4	12	3	0	0
	USA	14	12	12	10	9	11	0	0	0
	Europa	8	7	7	4	4	6	0	0	0
	Japón	2	2	2	0	0	1	0	-	-
Acciones Emergente	Emergente	22	20	20	15	10	19	9	0	0
	LATAM	17	13	12	11	2	8	0	0	0
	Chile	30	24	22	17	8	0	7	0	0
Balanceado	Arriesgado/Moderado Internacional	60	48	37	27	8	18	1	0	0
	Arriesgado/Moderado Nacional	3	1	1	0	0	1	1	0	-
	Conservador Internacional	11	6	6	4	1	0	0	0	0
	Conservador Nacional	22	16	12	8	3	9	7	5	-
Renta fija CP	Pesos chilenos	34	33	32	27	22	5	4	3	3
	UF	5	4	4	1	1	0	0	0	0
	Internacional	11	10	10	8	4	7	2	1	3
Renta fija LP	Pesos chilenos	11	11	11	10	8	0	0	0	-
	UF	31	26	25	18	14	0	0	0	-
	Internacional	48	32	25	11	4	16	10	5	2

*Versión antes de comisiones disponible en el estudio completo. En rojo si ningún fondo superó al benchmark en el período.

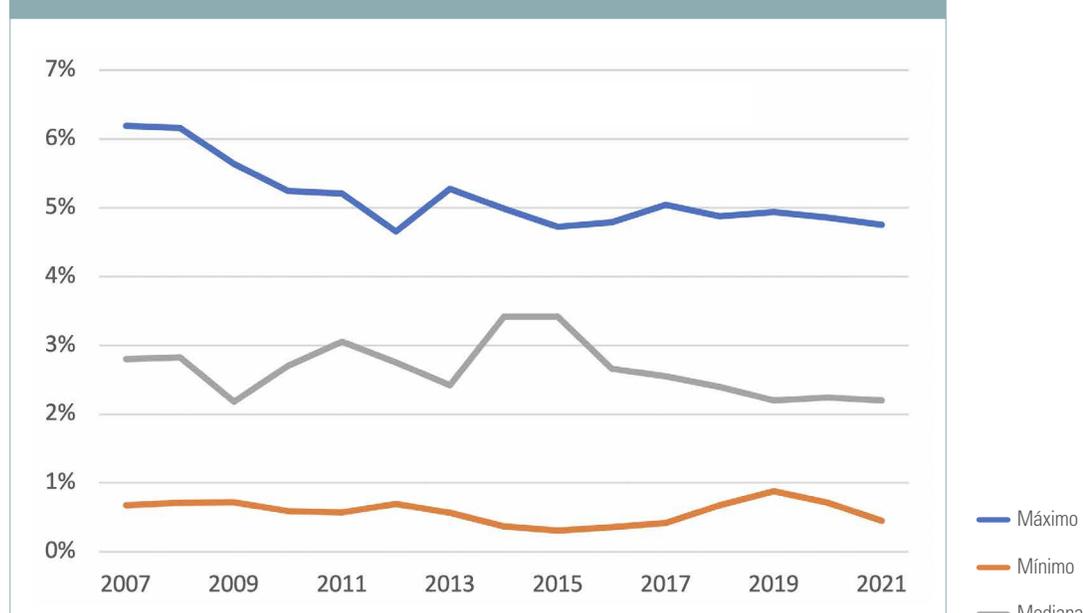
Fuente: Aznarez y Correa (2022).

FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

En cuanto a las comisiones, en los gráficos a continuación se muestra cómo han cambiado los cobros anuales como porcentaje de los activos administrados a nivel de categoría.⁶ En el Gráfico N°2 están las comisiones máximas, medianas y mínimas entre las distintas categorías. Como se puede observar, los montos máximos de comisión han caído en 140 puntos básicos (pb) desde 2007, mientras que la categoría mediana cayó en 60 pb. Por su parte, la comisión de la categoría más barata cayó en 20 pb.

CUADRO N°3: COMISIONES MÁXIMAS, MEDIANAS Y MÍNIMAS ENTRE CATEGORÍAS (2007-2021)



Fuente: Aznarez y Correa (2022).

En los distintos paneles del Gráfico N°3 se muestran los resultados por categoría. En el Panel A están todos los fondos de renta variable, en el B los de renta fija y en el C los balanceados.

En el Panel A se pueden observar una convergencia en las comisiones promedio cobradas. Algunas categorías, como los fondos enfocados en países emergentes, bajaron sus comisiones desde niveles superiores al 6% a 4,8%, mientras que otros, como los que invierten en desarrollados en general, subieron su costo desde 3% a 4,5% anual. La única categoría que se desvía de la norma es la renta variable nacional, cuyas comisiones caen de niveles superiores a 5% a un 1,9%.

⁶ Para obtener la comisión por categoría se ponderó lo que cobró cada fondo por los activos administrados. De esta forma no está sobrerrepresentado un fondo excesivamente caro que administra pocos activos.

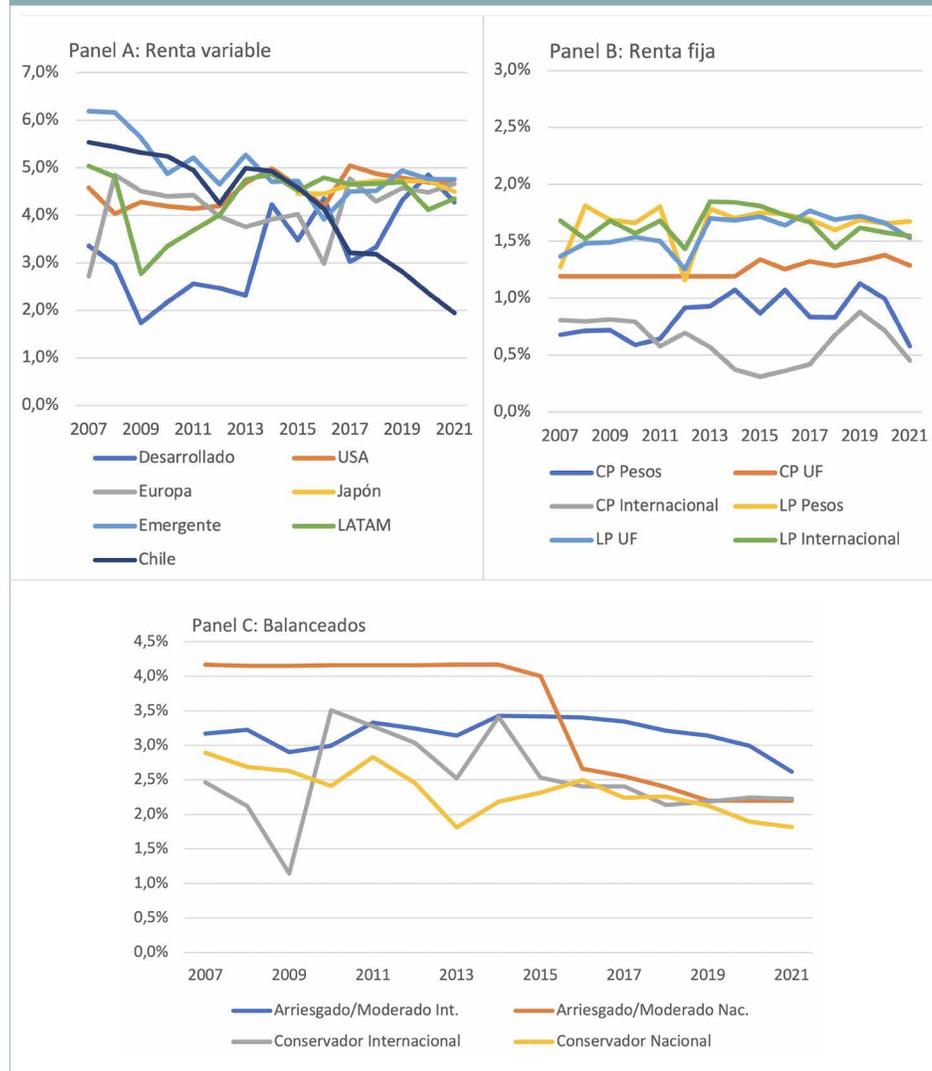
FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

En el Panel B se muestra que, si bien no son estables en el tiempo, las comisiones de los fondos que invierten en renta fija no muestran una trayectoria clara. De todas maneras, cabe destacar que los fondos que invierten en renta fija de corto plazo (CP) tienen las comisiones más bajas de la industria.

Por último, en el Panel C se puede observar que la situación de los fondos balanceados es un promedio entre la de la renta variable y fija, ya que hay una tendencia a la convergencia de los costos, pero en niveles más bajos que los de la renta variable por sí sola.

GRÁFICO N°4: COMISIONES TOTALES ANUALES COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS ADMINISTRADOS (2007-2021).



Fuente: Aznarez y Correa (2022).

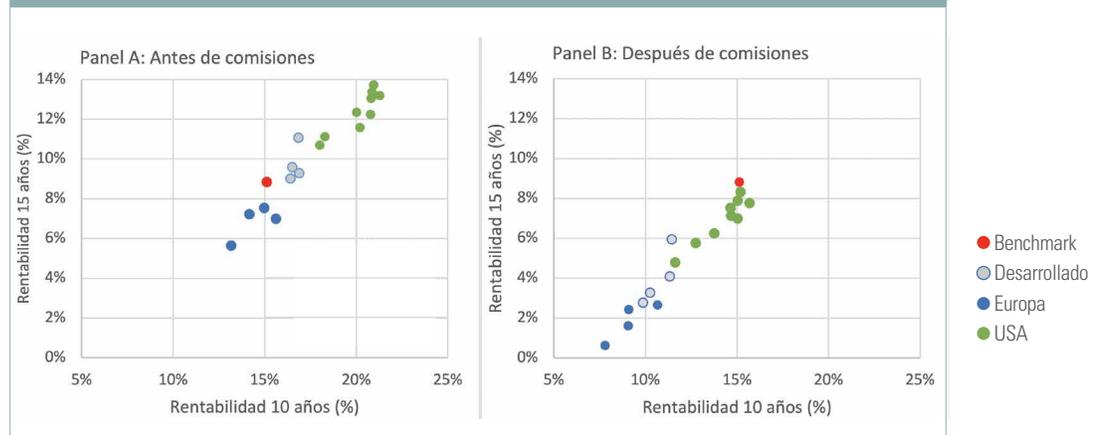


FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

En el Gráfico N°4 se presenta una manera de entender la relación en el tiempo entre el retorno del fondo, el retorno que debería tener según la exposición que declara tener⁷ y las comisiones de los fondos para aquellos que invierten en renta variable en países desarrollados. Se puede observar claramente los efectos de las comisiones. También que, acorde a los mercados que declaran seguir, los que tuvieron una mayor exposición a Estados Unidos (USA) obtuvieron mejores resultados que Japón y Europa.⁸

GRÁFICO N°5: RETORNOS PARA FONDOS DE RENTA VARIABLE DESARROLLADA QUE TIENEN 15 O MÁS AÑOS.



Fuente: Aznárez y Correa (2022).

⁷ El benchmark se construyó como el promedio de los retornos de los índices de renta variable: S&P500, EUROSTOXX50, NIKKEI225 y FTSE100.

⁸ En el estudio están disponibles los resultados para otros plazos y también para las categorías de renta fija y variable nacional. En todos los casos se ve una correlación positiva entre los retornos a distintos plazos y el efecto relevante de las comisiones. De todas maneras, este caso graficado muestra con especial claridad estos dos efectos.



FONDOS MUTUOS EN CHILE Y SUS RETORNOS DE LARGO PLAZO ¿AGREGAN VALOR?

FELIPE CORREA B.

4. Conclusiones

Como se mostró en las distintas secciones, las series generalistas de los fondos mutuos disponibles en Chile no han tenido el mejor desempeño respecto a sus benchmarks, tanto antes como después de comisiones. Estos resultados no son nuevos, entre otros, Fernández y Del Campo (2010) lo obtienen para España, pero no son los únicos, Fama y French (2010) muestran que, para Estados Unidos hay pocos fondos que logren superar después de comisiones sus benchmarks de manera consistente, a pesar de que este es uno de los mercados financieros más competitivos del mundo,

Como se desprende de lo anterior, para mejorar la eficiencia del mercado no es suficiente con aumentar la competencia, sino que esta debe ser de la naturaleza adecuada. Esto implica reducir la gestión activa de los managers e incrementar el seguimiento de índices mediante "ETFs", de manera de implementar estrategias de inversión con menores costos. En este sentido, es alentador el surgimiento de nuevas empresas Fintech que se especializan en ofrecer al público general oportunidades de inversión que siguen este tipo de metodologías, con comisiones significativamente menores.

⁹FAMA, E.F. and FRENCH, K.R. (2010), Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. The Journal of Finance, 65: 1915-1947. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>