

MULTIFONDOS: EXPERIENCIAS Y TENDENCIAS

ERIC CONRADS¹

Quisiera agradecer a Guillermo Arthur, Presidente de la FIAP, y a la Asociación Búlgara de Compañías de Seguridad Complementaria de Pensiones por darme la oportunidad de compartir con ustedes la experiencia de los multifondos en algunos países de América Latina, principalmente Chile.

Trataré de ofrecer una visión objetiva de esta característica particular de algunos de los nuevos sistemas de pensiones de capitalización.

Primero, voy a argumentar que los multifondos son un elemento necesario de los sistemas de pensiones de capitalización. Luego describiré brevemente el diseño particular de los multifondos en Chile y mostraré cómo han hecho sus elecciones las personas. Después haré algunos comentarios sobre la forma en que México y Perú introdujeron multifondos en sus sistemas de pensiones. Finalizaré destacando algunas lecciones de todas estas experiencias.

¿Por qué multifondos?

Los multifondos entregan al individuo una oportunidad no sólo de escoger al administrador de activos (que es una característica común de todos los nuevos sistemas de capitalización) sino que, además, el tipo de cartera que se ajusta mejor a su perfil de riesgo.

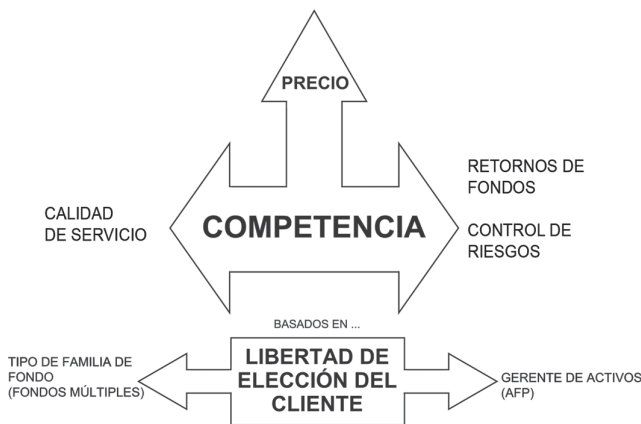
En el caso particular de Chile, se encuentran disponibles cinco carteras diferentes para los individuos. Existe una restricción de edad

¹ CIO AFP Santa María/ING, Chile. Graduado en Economía en la Brussels Free University y en la Law School de la Universidad Católica de Lovaina.

(quienes están más cerca de la edad de retiro no pueden escoger la cartera con la exposición al riesgo más alta), y también una opción por defecto para quienes no hacen una elección. Estas regulaciones particulares son muy relevantes, pues ayudan a controlar la exposición al riesgo de quienes no tienen suficiente información y educación financiera. Este último aspecto es crítico. Dado que con los multifondos el trabajador está mucho más involucrado en la dinámica de su jubilación, la demanda por más educación financiera y de pensiones es mucho mayor en comparación a un sistema de beneficios definidos tradicional que no ofrece oportunidades de elección. La educación de los participantes de un fondo de pensión representa, entonces, un gran desafío para la implementación de los multifondos. Y esto es un tema no sólo de países en desarrollo o subdesarrollados. Suecia enfrentó exactamente el mismo problema cuando se introdujo un sistema de pensiones de capitalización administrado privadamente con opciones de carteras múltiples para sus miembros.

Los multifondos, además, promueven la competencia entre los administradores de fondos de pensiones (AFP). Con ellos se añadió (o reforzó) una nueva dimensión de competencia y el retorno a la inversión se volvió tan importante como la calidad de los servicios y las comisiones cobradas (véase Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1
PILARES DEL SISTEMA MULTIFONDOS: COMPETENCIA Y FLEXIBILIDAD



Fuente: Elaboración del autor.

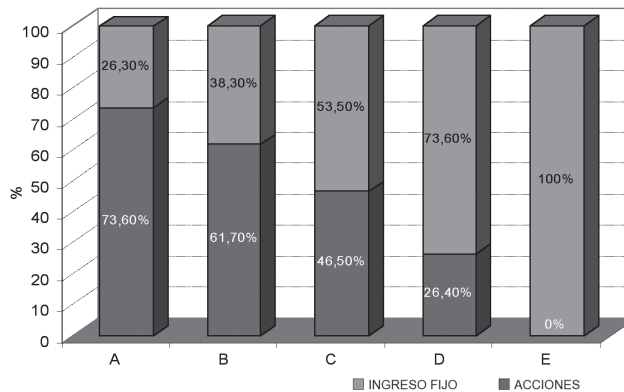
Los multifondos ayudan también a estabilizar y profundizar el mercado de capitales doméstico. El mercado accionario chileno es probablemente uno de los menos volátiles entre los países en desarrollo y además entrega oportunidades de disminuir el impacto de la volatilidad global.

Sin embargo, este resultado no se alcanza automáticamente. Una condición importante es autorizar a los fondos de pensiones para invertir en un espectro amplio de clases de activos e instrumentos. Mientras más grandes sean los fondos de pensiones, más difícil será para ellos encontrar oportunidades de inversión en los mercados domésticos cuando están reprimidos por la regulación. De manera que para permitir que el mercado crezca orgánicamente, se necesita una combinación flexible de regulación a las inversiones de los fondos de pensiones y una regulación eficiente de los mercados de capitales domésticos.

Multifondos en Chile

En Chile cada AFP administra cinco carteras distintas (multifondos), llamadas por las letras de la A a la E. El fondo A puede invertir hasta el 80% en renta variable, el fondo B hasta 60%, el fondo C hasta 40% y el fondo D hasta 20%. El fondo E sólo puede invertir en instrumentos de renta fija (la composición real de las carteras se presenta en el Gráfico N° 2).

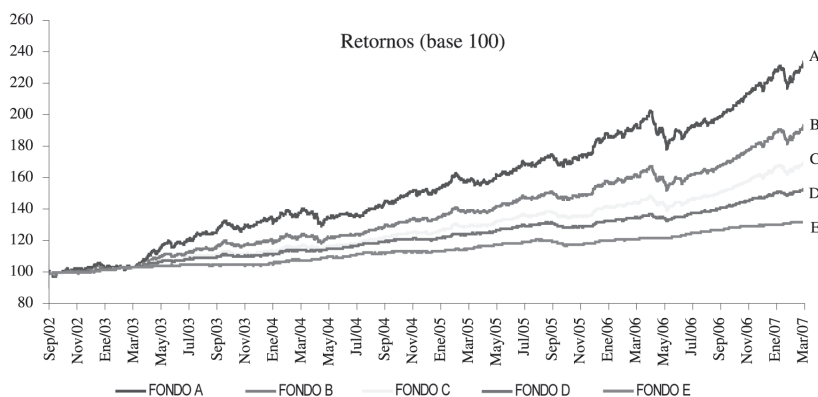
Gráfico N° 2
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN LOS MULTIFONDOS EN CHILE
Diciembre 2006



Fuente: Asociación de AFP

Por las diferencias en la composición de las carteras, se observan también diferencias en los retornos de los fondos (véase Gráfico N° 3). Los multifondos se lanzaron en Chile en octubre de 2002, cuando los mercados de acciones estaban cercanos a su punto más bajo. Esto fue afortunado, dado que a medida que el mercado se recuperaba, los retornos de los fondos de pensiones se volvían atractivos, un resultado que tuvo un impacto muy positivo en la percepción pública del sistema (en contraste, en Suecia –que introdujo el sistema a fines de los 90– las personas todavía están apenas recuperando su dinero).

Gráfico N° 3
MULTIFONDOS: PERFILES DE RETORNO



Fuente: Elaboración del autor.

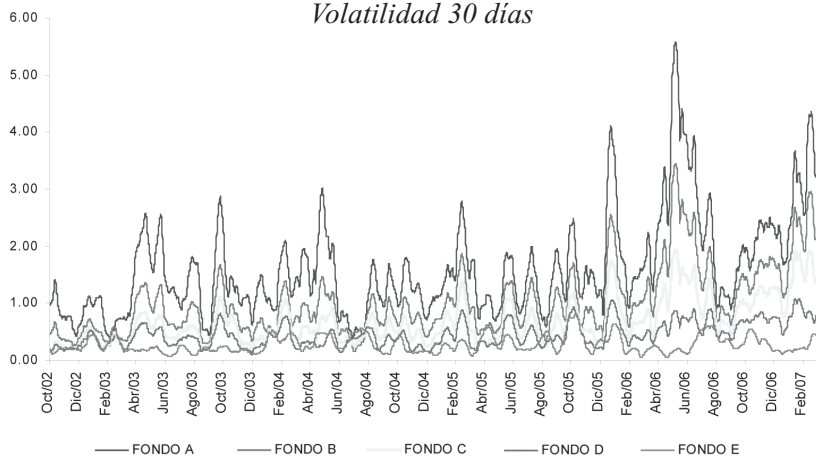
Es una responsabilidad primaria del regulador recordar a los inversionistas que la inversión es un numerador (retorno) y un denominador (riesgo). Existe un retorno, pero también existe un riesgo y creemos que cuando existen opciones de cartera abiertas a los individuos, debe enfatizarse este hecho.

El Gráfico N° 4 les dará una idea del perfil de riesgo y volatilidad de los multifondos. Luego, en el Cuadro N° 1 pueden ver una dimensión diferente del problema, que son las diferencias de retornos entre AFPs.

Los mensajes son, primero, que la volatilidad puede ser relevante y que las diferencias de los retornos son considerables y, segundo, que las diferencias de retornos entre carteras distintas y entre distintos

administradores son muy importantes. Así que una selección adecuada de la cartera y de la AFP es crítica, teniendo en la mira la pensión futura.

Gráfico 4
MULTIFONDOS: PERFILES DE RIESGO
Volatilidad 30 días



Fuente: Elaboración del autor.

Cuadro N° 1
DIFERENCIALES DE RETORNO

2004	MEJOR	PEOR	ÍNDICE	DIFERENCIAL
FONDO A	16,2%	14,6%	15,5%	1,6%
FONDO B	14,0%	12,2%	12,8%	1,8%
FONDO C	11,9%	10,6%	11,4%	1,3%
FONDO D	9,7%	9,0%	9,3%	0,7%
FONDO E	8,3%	6,8%	7,9%	1,5%
2005	MEJOR	PEOR	ÍNDICE	DIFERENCIAL
FONDO A	15,5%	14,1%	14,9%	1,4%
FONDO B	11,9%	10,8%	11,4%	1,1%
FONDO C	9,1%	8,2%	8,5%	0,9%
FONDO D	7,2%	6,5%	6,7%	0,7%
FONDO E	5,3%	4,2%	4,8%	1,1%
2006	MEJOR	PEOR	ÍNDICE	DIFERENCIAL
FONDO A	25,6%	24,3%	24,7%	1,3%
FONDO B	22,1%	20,9%	21,2%	1,2%
FONDO C	18,4%	17,8%	18,1%	0,6%
FONDO D	14,5%	13,2%	13,7%	1,3%
FONDO E	10,2%	8,7%	9,6%	1,5%

Fuente: Elaboración del autor

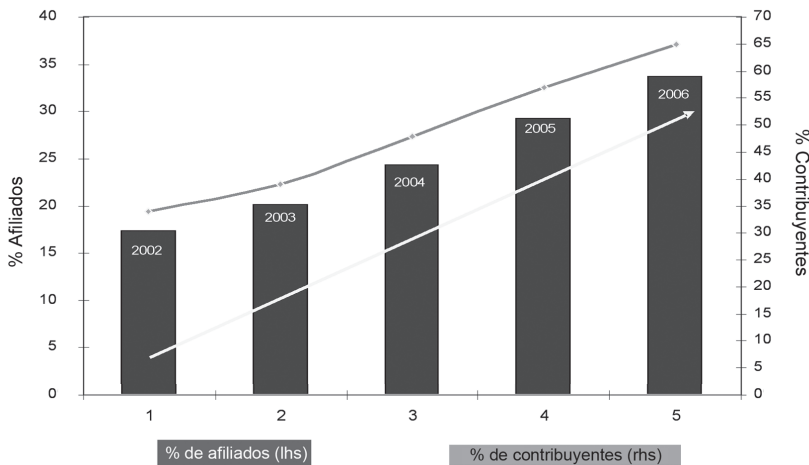
¿Cómo han hecho sus elecciones las personas?

Algunos han argumentado que, cuando se les da a las personas la oportunidad de elegir, no lo hacen. Sin embargo, al menos la experiencia de Chile con los multifondos ha mostrado lo opuesto: las personas han utilizado activamente su derecho a elegir.

En el Gráfico N° 5 se muestra el porcentaje de afiliados y cotizantes de los fondos de pensiones que escogen una cartera. Aunque en el año 2002 cerca del 70% de las personas se quedó en el fondo que se les había asignado por defecto, probablemente debido a la falta de conocimiento, la proporción de personas que hacen elecciones se está incrementando rápidamente. Ahora el porcentaje de cotizantes que está eligiendo es cercano al 65%.

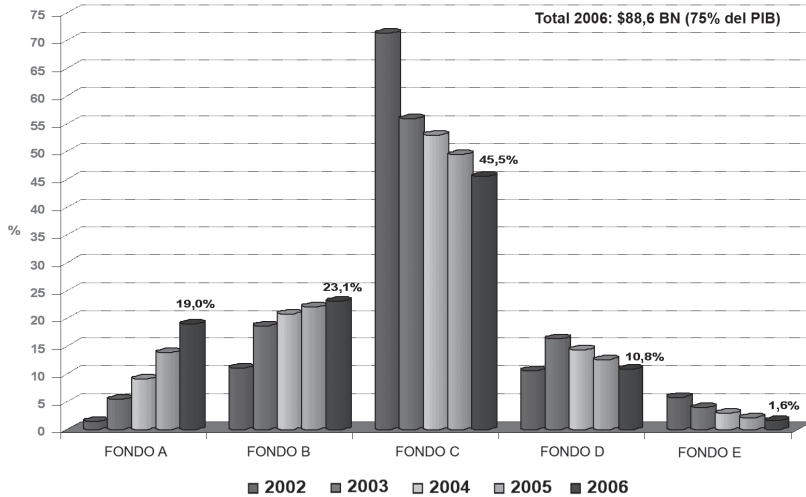
Como muestra el Gráfico N° 6, la mayoría de ellos se van a los fondos A y B porque se han desempeñado mejor. Más aún, la población más joven tiene preferencia por las carteras con mayor exposición a renta variable.

Gráfico N° 5
AFILIADOS Y ELECCIÓN DE MULTIFONDOS



Fuente: Elaboración del autor.

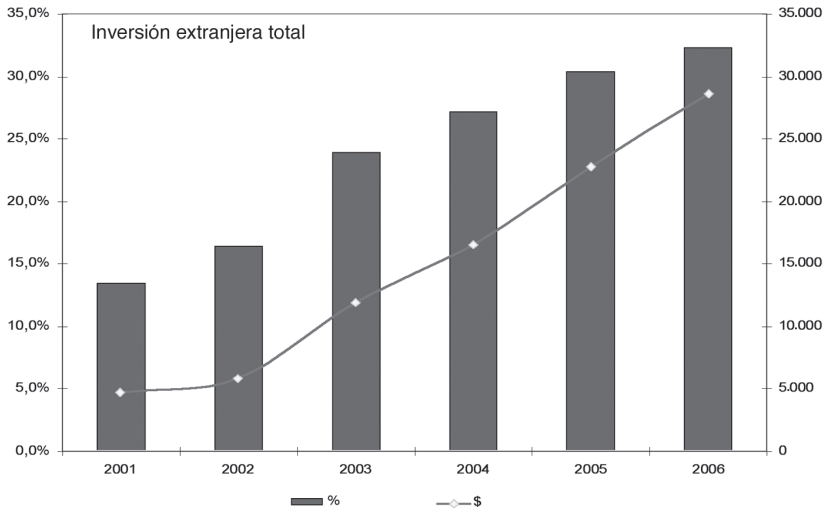
Gráfico N° 6
AFILIADOS E INTENSIDAD DE USO DE LOS MULTIFONDOS



Fuente: Asociación de AFP.

Quiero desviarme un poco para llamar su atención respecto de las regulaciones a las inversiones. Como pueden saber, en Chile los fondos de pensión tienen, actualmente, un límite máximo de inversión extranjera del 30% de sus activos (véase Gráfico N° 7). Debido a la apreciación del valor de los activos respectivos, las inversiones extranjeras están, en realidad, levemente sobre 30% (debido a esta situación, existe una propuesta de elevar gradualmente el límite hasta 35%, 40% y luego 45% de la cartera durante el próximo año). El límite máximo de inversión en activos extranjeros ha dañado las posibilidades de obtener mejores combinaciones riesgo-retorno de los fondos de pensiones. De manera que las regulaciones a la inversión deberían ser más consistentes con el hecho de que a las personas se les ha ofrecido oportunidades de decidir qué asignación de activos les gusta más. No tiene mucho sentido introducir multifondos y, al mismo tiempo, mantener una regulación muy rígida y estricta de límites máximos a la inversión.

Gráfico N° 7
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA



Fuente: Asociación de AFP.

Experiencia internacional

No existe “una solución única” para los multifondos. Sin embargo, existe ahora una oportunidad de tomar las mejores prácticas de distintas experiencias.

Chile fue cauteloso en la introducción de los multifondos. Empezó con dos fondos, uno diseñado particularmente para personas de edad cercana a la de jubilación, que no querían tomar el riesgo de la volatilidad del retorno en el período cercano a su retiro. Después se introdujeron tres fondos más.

México también empezó ofreciendo la elección entre dos fondos. Sin embargo, en este caso el límite de inversión en renta variable se estableció en 15% en el fondo más “agresivo” (en el otro, el límite es cero), que muy probablemente no entregue a los trabajadores jóvenes una composición de cartera que satisfaga su perfil de riesgo-retorno. Eventualmente, por esta razón recientemente México ha cambiado su regulación y tiene cinco fondos en vez de dos. Al mismo tiempo, el límite de inversión en acciones máximo se elevó a 30% en el fondo más agresivo (llamado “Sifore Básica 5”).

En 2006 Perú introdujo tres fondos, llamados “de crecimiento”, “balanceado” y “conservador”. Lo que resulta particularmente interesante en este caso, es que las administradoras podían ofrecer tantos fondos como quisieran. Sin embargo, de alguna manera la industria encontró rápidamente un equilibrio en tres fondos.

Una lección a partir de estas experiencias puede ser que tres fondos, como en Perú, es suficiente para capturar los perfiles de riesgo de la mayoría de los trabajadores, mientras que cinco fondos o más pueden hacer que la toma de decisiones sea muy compleja. Al mismo tiempo, es importante tomar en cuenta la realidad del mercado de capitales doméstico. Como dijimos, el concepto de multifondos debe implementarse mano a mano con una regulación a los límites de inversión flexible para evitar el sesgo doméstico tradicional y permitir a las AFPs utilizar los recursos disponibles para alcanzar el mejor retorno posible.

En cualquier caso, la clave para identificar la mejor solución para cada caso particular es la colaboración entre el regulador, el gobierno y las AFPs.

Algunas lecciones de las experiencias de multifondos

Recalcaré seis lecciones distintas que se pueden obtener de las experiencias de multifondos en América Latina:

- 1) Los multifondos ofrecen alternativas de riesgo-retorno a los partícipes de los fondos de pensiones. Sin embargo, hasta el momento parece ser que las decisiones de los individuos han sido conducidas básicamente bajo consideraciones de retorno de la inversión. Tal vez, el retorno ha sido el punto de venta principal porque el lanzamiento de los multifondos ha coincidido con el alza de los mercados y la mayoría de las personas aprende del riesgo sólo por experiencia. Pero no creo que queramos ver eso en la industria de las pensiones. Creo que tenemos una misión importante y la responsabilidad de educar a nuestros clientes sobre la dimensión de riesgo de las decisiones de inversión.
- 2) A medida que se ofrezcan opciones de multifondos, deberíamos esperar que las personas estén activamente involucradas en sus procesos de planeación de pensión.

- 3) Los esquemas de multifondos deberían incluir opciones por defecto basadas en la edad, dado que este es el criterio que tiene más sentido. Eventualmente, las opciones que se abran a los individuos deberían depender también de la edad.
- 4) La educación financiera y de pensiones debería ir de la mano con los multifondos. Es esencial darse cuenta que mientras más sofisticados y complicados sean los sistemas de pensiones y mientras más opciones se ofrezcan a los individuos, más educación se necesita. Los reguladores, el gobierno y la industria de pensiones deben colaborar en la solución exitosa de este desafío.
- 5) Los multifondos deberían estar diferenciados estrictamente. Una vez que se han definido los perfiles de cada cartera, existe la necesidad de que un supervisor haga que se cumplan los límites que se asignaron previamente, pues si no se respetan o implementan los límites, los fondos no se alinearán con las expectativas del cliente.
- 6) La administración privada y las regulaciones públicas son una dupla que requiere combinar la flexibilidad de las decisiones de inversión con un campo regulado públicamente para asegurar un retorno mínimo.

No podemos olvidar que la selección de los activos es el factor principal cuando se trata del desempeño de las inversiones. El peligro es que un exceso de regulaciones puede terminar con el regulador realizando la asignación de activos. Siempre hay oportunidades en los mercados financieros. Siempre hay activos que pueden generar retorno. De manera que, ¿por qué tantos límites y restricciones?

Los fondos de pensiones obligatorios necesitan límites a la inversión ya que existen riesgos que un programa de seguridad social no puede tomar. Pero los límites tendrán un costo por la pérdida de oportunidades. ¿Es correcto restringir las inversiones extranjeras de los fondos de pensiones? ¿Es correcto tener un fondo “agresivo” que mantenga el 20% líquido? ¿Es correcto establecer un límite máximo de 30% en acciones para un fondo

“de crecimiento”? ¿Es inteligente mantener la mayoría de las inversiones localmente cuando el mercado se ha triplicado en un año?

De manera que, aunque los multifondos vayan por el camino correcto, todavía hay algunas imperfecciones que tratar, que se pueden resolver compartiendo las experiencias globales en el interés de los contribuyentes.

Comentarios finales

Los multifondos son una inspiración para los sistemas de pensiones de capitalización, privados o públicos. Existen razones fuertes para ir de una regulación de cartera única a carteras múltiples.

Sin embargo, los multifondos deberían introducirse junto con un buen programa educacional. Para que los trabajadores utilicen eficientemente las oportunidades de elección que entrega la existencia de multifondos y, por lo tanto, se involucren de manera productiva en el planeamiento de su futuro retiro, se necesita educación de pensiones y financiera.

Para los países que todavía no han adoptado un programa de pensiones de capitalización, la recomendación es empezar con carteras múltiples y no seguir la estrategia de ir de un fondo a fondos múltiples. Esto es porque en el último caso se necesitarán dos pasos y hay costos de transición y políticos, eventualmente, involucrados.

La elección de una cartera no se trata sólo de retorno: los diferenciales de riesgo también son importantes. Entonces, cuando se introducen multifondos, también se necesita introducir mediciones de riesgo. Al mismo tiempo, se debe promover una perspectiva de inversión de largo plazo. Lo que me sorprende es que aun cuando las inversiones de los fondos de pensiones, casi por definición, deberían estar orientadas al largo plazo, las personas y administradores están orientados más al corto plazo. Las clasificaciones de riesgos son un buen ejemplo de esta situación. Usualmente, los retornos del último año se usan para mostrar desempeño. Sin embargo, un año de buenos retornos de un administrador de fondos no es una demostración de capacidad, más aun cuando no se ha considerado en nada la

dimensión de riesgo. Puede ser suerte (tal vez un Índice *Sharpe* rotativo de tres años sea un mejor indicador. Eventualmente, a los miembros de un fondo de pensiones no se les debería permitir cambiar a un administrador con un menor Índice *Sharpe* de tres años).

Déjenme terminar con un breve resumen de las lecciones de cómo introducir los multifondos:

- 1) Definir a los multifondos sobre la base de inversiones de ciclo de vida.
- 2) Introducir no más de cuatro fondos: tres dinámicos (agresivo/equilibrado/conservador) y uno focalizado en las necesidades de quienes están cercanos al retiro (o ya retirados).
- 3) Mantener un diálogo abierto y activo entre administradoras y reguladores, para monitorear y mejorar las regulaciones.
- 4) Invertir en la educación previsional y financiera de los afiliados.
- 5) Hacer cumplir los límites que diferencian los multifondos.