
MIGRACIÓN DE PORTAFOLIO ÚNICO A MULTIFONDOS: ¿CUÁL ES EL SIGUIENTE PASO?

JORGE RAMOS¹

¹ CEO ING, Colombia.

INTRODUCCIÓN

El presente artículo está centrado en los sistemas de multifondos. Abordaremos la experiencia de los países donde ya se ha implementado. La idea es extraer lecciones para poder mejorar los sistemas existentes y adicionalmente perfeccionar la regulación para los países donde se estaría implementando próximamente. La discusión sobre la conveniencia de adoptar o no un esquema de multifondos ya es historia. Está demostrado que más son las ventajas que las desventajas. Los países que dieron este paso primero han sido muy exitosos y los que aún no lo hacen ya tienen la voluntad política para realizar el cambio.

Por último, la idea es presentar una propuesta acerca de hacia dónde debería evolucionar este esquema de multifondos, y qué es lo que tenemos que ir mirando hacia el futuro.

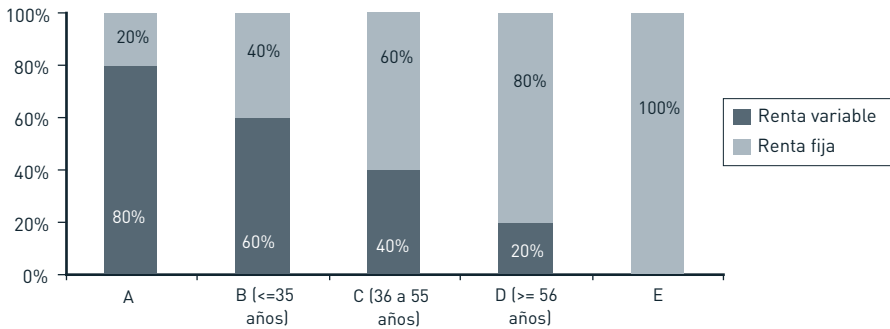
EXPERIENCIA REGIONAL

Presentaremos los casos de cuatro países de la región, en tres de los cuales ya existe un sistema de multifondos: Chile (que fue el primero que lo implementó), México y el Perú. También incluimos a Colombia. En este último caso la información está basada en los avances que tenemos sobre el proyecto de ley que ha sido presentado por el Poder Ejecutivo recientemente. Este sistema todavía no ha sido implementado en Colombia, pero las discusiones ya están bastante avanzadas y actualmente se encuentra en debate en el Congreso.

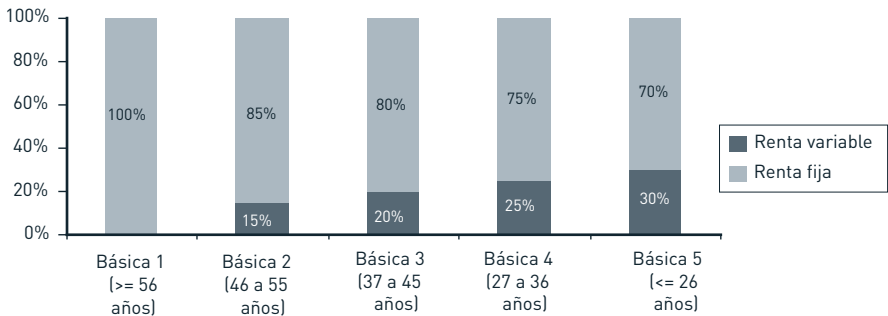
Como se puede observar en el Gráfico 1, la diferencia fundamental entre un fondo y otro en los esquemas de multifondos, es el porcentaje de acciones (renta variable) permitido por fondo. Ese ha sido el elemento diferenciador con el cual se han diseñado los esquemas de multifondos. Algunos países adoptaron un modelo de cinco fondos; otros, uno de tres; y en otros incluso la regulación es flexible con respecto al número de fondos en previsión a lo que pueda pasar en el futuro. Asimismo, se ve

que algunos países, un poco más agresivos, permiten un porcentaje de acciones que puede llegar hasta 80% del fondo, y otros países más conservadores, como México, van solo hasta 30%. Cada uno elige una estructura de los portafolios de acuerdo a su realidad, esencialmente de acuerdo a cómo ha sido la evolución de la composición de las carteras de inversiones en sus respectivos países. Este es un tema de suma relevancia para evitar tener un impacto significativo en el mercado local, que pudiera conducir a desequilibrios perjudiciales para la salud del mercado y la economía.

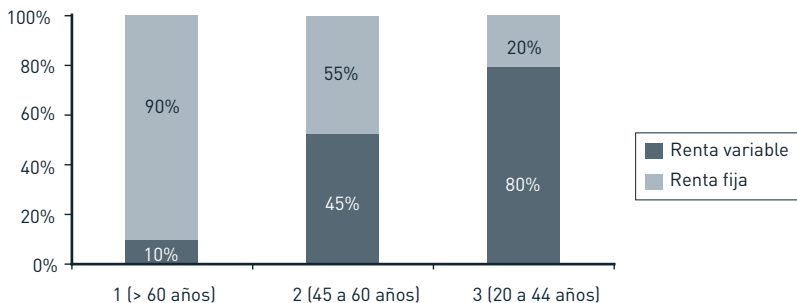
GRÁFICO 1
CHILE: DISTRIBUCIÓN DE MULTIFONDOS



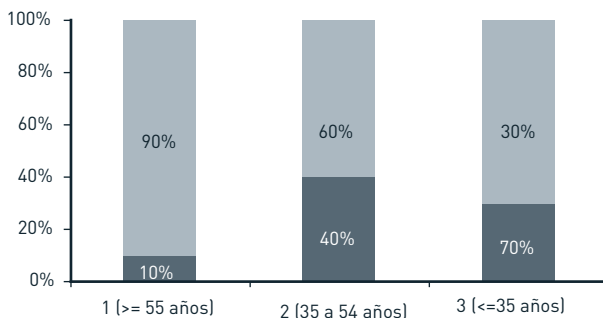
MÉXICO: DISTRIBUCIÓN DE MULTIFONDOS



PERÚ: DISTRIBUCIÓN DE MULTIFONDOS



COLOMBIA: DISTRIBUCIÓN DE MULTIFONDOS



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

Chile y México operan con cinco fondos, Perú funciona con tres y en Colombia también se está pensando en tres. Sin embargo, si consideramos que existe la posibilidad de que un afiliado pueda tener inversiones en más de un fondo, entonces el número de fondos pasa a ser un tema absolutamente secundario. Por ejemplo, si existen tres fondos y un afiliado puede tener combinaciones de los tres, entonces se puede llegar a generar cinco, diez, veinte o un número indeterminado de diferentes portafolios, lo que equivale a tener un sistema de multifondos con ilimitadas opciones. Por eso,

el número de fondos ya pierde relevancia. Sin embargo, siempre resulta recomendable iniciar con un esquema simple, como por ejemplo en Colombia, donde se está pensando partir con tres.

Otro tema importante es: ¿qué pasa con las personas que no eligen? Sobre todo al comienzo, cuando se implementa un sistema, normalmente los afiliados no tienen suficiente información o conocimiento financiero para enfrentar la decisión a conciencia. En este momento surge el tema de cómo asignar a los afiliados en cada fondo. Teóricamente tiene sentido asignar a la población joven en el fondo más agresivo. Los jóvenes tendrán un período de ahorro más prolongado, por lo que no debería preocuparles la volatilidad, y el retorno esperado en el largo plazo es más atractivo. Sin embargo, la cultura financiera de la población es muy baja y nuestra demografía se caracteriza por tener un componente joven muy significativo. A pesar de su conveniencia para el largo plazo, asignar a la mayor parte de la población a un fondo que tenga alta volatilidad es un tema extremadamente riesgoso: si el mercado experimenta una corrección al principio, los afiliados no van a comprender y ello puede poner en riesgo la implementación del sistema.

Los países que adoptaron el sistema de multifondos, lo que hasta ahora han hecho es asignar a las personas que no eligen a fondos intermedios o conservadores, dependiendo de la proximidad a su edad de jubilación. En ningún país se ha asignado de manera automática a los fondos más agresivos, por más jóvenes que sean los afiliados. Esta es una decisión que cada uno debe tomar (lo cual, hasta la fecha, ha funcionado bastante bien).

El hecho de que el diferenciador fundamental entre los multifondos sea el porcentaje de inversiones en acciones es otro tema que ha funcionado bastante bien en la etapa inicial. Normalmente se asocia mayor riesgo y volatilidad a la clase de activo acciones. Sin embargo, hoy en día los instrumentos financieros son mucho más complejos, por lo que a futuro debemos prever que también es posible asumir riesgos significativos, incluso superiores a los de las acciones, en otras clases de activos. Por ejemplo, es absolutamente factible construir un portafolio con un alto contenido de riesgo empleando solamente títulos de renta fija. Si incorporamos el uso de derivados, el tema se vuelve aun más complejo. Definitivamente estas consideraciones deberán incorporarse en la nueva regulación.

El tema de la rentabilidad mínima también ha generado mucha discusión. México ya decidió eliminarla. No es claro cuál es el valor agregado que genera tener un esquema de rentabilidad mínima, más allá de su incidencia sobre la opinión pública. Genera la sensación de que existe algún tipo de seguro, de que la rentabilidad no caerá por debajo de ciertos parámetros. Pero en la medida en que la

rentabilidad mínima sea más restrictiva, su principal efecto será limitar el potencial de rentabilidad del fondo. Mientras más amplio y más flexible sea el esquema de rentabilidad mínima, definitivamente será mejor para el sistema. Hay otras formas más efectivas de alinear los intereses entre el administrador y su gestión de inversión.

En algunos países ya se están fijando mecanismos para tener una mayor vinculación entre la rentabilidad generada por los fondos de pensiones y los resultados para la empresa administradora. México, por ejemplo, migró de un esquema en el que los traspasos entre fondos eran favorecidos en función de los costos –es decir que las AFP que tenían las comisiones más bajas podían atraer afiliados de otras AFP con mayor facilidad–, a un esquema en el que a las AFP que tengan más rentabilidad les será más fácil trasladar afiliados de AFP que tengan menos rentabilidad. Adicionalmente, los nuevos afiliados que entran al sistema serán asignados a aquellas que tengan mayor rentabilidad. El cambio de foco de costos a rentabilidad es muy acertado, pues es este último componente (la rentabilidad) es el elemento que puede alterar de manera significativa el valor de la pensión futura. De alguna manera, son fórmulas que buscan que haya una mayor conexión entre la rentabilidad y los resultados de la compañía.

CUADRO 1
COMPARACIÓN DE SISTEMAS DE PENSIONES

	Chile	Colombia*	México	Perú
Número de fondos	5	3	5	3
Participación de acciones	0-80%	10-70%	0-30%	10-80%
Rentabilidad mínima	Promedio sist.	Promedio sist.	No tiene	Promedio sist.
Tamaño de mercado	US\$ 102.000 millones	US\$ 23.000 millones	US\$ 73.000 millones	US\$ 202.000 millones
Incentivos por rentabilidad	No hay	Comisión	Traspasos	No hay

*INFORMACIÓN BASADA EN EL ACTUAL PROYECTO DE MULTIFONDOS PARA COLOMBIA.
FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

En Colombia se está hablando de que las AFP que tengan la mayor rentabilidad relativa puedan tener acceso a cobrar una comisión adicional de éxito. Nuevamente, se trata de un tema que está en discusión, todavía no está en vigencia, pero es una idea que se está discutiendo con la finalidad de que haya mayor conexión entre los intereses del administrador y el cliente, tema que veremos más adelante.

LECCIONES APRENDIDAS

Vamos a ver ahora algunas lecciones y consideraciones importantes extraídas de la experiencia que hemos tenido en los multifondos. El primer tema es la alineación de intereses entre la administradora y los afiliados, un tema que se discute mucho y tiene una serie de vínculos importantes.

Con respecto a este tema, uno de los puntos más criticados es que el “*benchmark*” (la rentabilidad contra la cual se comparan las administradoras) sea el promedio de las rentabilidades de los fondos. Esto podría generar algún tipo de incentivo asimétrico porque, de alguna manera, se le atribuye como consecuencia de esta práctica lo que se conoce como el “efecto manada”. Es decir, que los portafolios son muy similares para mantenerse dentro de los promedios. A pesar de las críticas, yo soy un convencido de que es la mejor opción que tenemos, por el momento.

En Colombia existe un mecanismo en el que se utiliza un portafolio sintético, un portafolio ficticio que es llevado por el regulador y que es un componente dentro de la rentabilidad que se usa como *benchmark*. Pero presenta importantes limitaciones, principalmente porque no se conoce exactamente cómo va a evolucionar este portafolio, no es replicable. Si queremos diferenciación entre los fondos, la mejor receta es relajar la rentabilidad mínima. Tal como funcionan nuestros mercados de capitales en la región es muy difícil utilizar *benchmarks* exógenos, pues difícilmente contamos con índices representativos replicables. Incluso en los países más avanzados, como por ejemplo Chile, donde hace dos años se hizo el trabajo de construir un índice para el mercado de renta fija –y claro, este tipo de iniciativa es muy positiva–, todavía les cuesta reflejar correctamente cómo se mueven los mercados domésticos, fundamentalmente por la complejidad implícita en la valoración de títulos ilíquidos a precios de mercado.

Entonces, tal como funcionan hoy los multifondos y dadas las restricciones de los mercados de capitales que tenemos en la mayoría de los países donde estamos operando con este esquema, si bien el *benchmark* endógeno no es una solución perfecta, es lo mejor que se tiene en este momento.

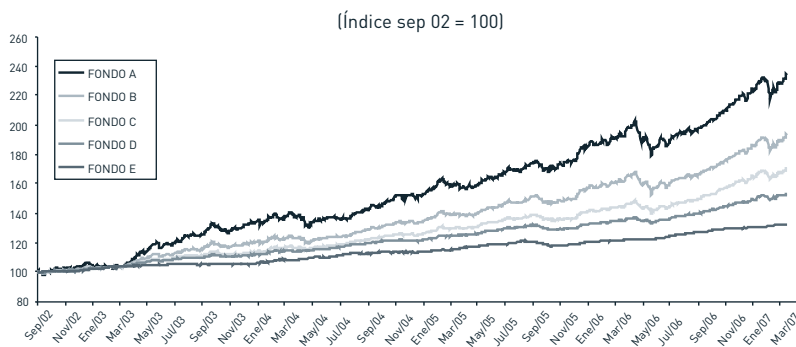
El principal canal para alinear los intereses entre una administradora y los clientes debería ser la rentabilidad. Al respecto, se dice que la elasticidad del rendimiento sobre la decisión del cliente todavía es baja. Esa afirmación es acertada, pero también existe evidencia de que hay una evolución positiva en ese sentido. Cada vez esta elasticidad es más alta. Esta tendencia es positiva para la industria y se incrementará a medida que se incrementa también la cultura financiera de la población. En este sentido, el esquema de multifondos ayuda mucho a que esta cultura financiera se acentúe. Cuando las personas empiezan a tener un mayor sentido de propiedad

sobre sus fondos, cuando tengan que tomar decisiones cuyos resultados evaluarán en el mañana, todo eso hará que los afiliados empiecen a aprender. Los multifondos generan mayor conciencia y producen que esta elasticidad con respecto a la rentabilidad se incremente.

La rentabilidad del encaje o la reserva legal que cada administradora constituye y también invierte en el fondo de pensiones como respaldo, también es un esquema de alineamiento. En la mayoría de los países, las administradoras mantienen 1% de sus fondos como reserva. Esta cifra de 1% puede sonar baja, pero en un país como Chile, donde hay más de US\$ 100.000 millones en activos, estamos hablando de más de US\$ 1.000 millones de las administradoras que están invertidos en los mismos fondos, corriendo la misma suerte y generando los mismos rendimientos. Este efecto puede llegar a tener un impacto de más de 50% sobre las utilidades de la compañía dependiendo de la coyuntura financiera. Entonces, este también es un tema que tiene cada vez más importancia.

La evidencia empírica es favorable. Lo que hemos visto en los casos que tienen más tiempo con el tema de multifondos, es que el momento en que se hizo el lanzamiento ha sido muy apropiado. Coincidencia o no, básicamente se ha dado la correlación teórica que debería darse entre riesgo y retorno. Hemos visto que los portafolios más riesgosos dan rentabilidades significativamente más altas, y eso también es bueno porque es el mensaje que se le transmite al usuario cuando se le vende el tema de los multifondos. Se puede observar este comportamiento para Chile y el Perú en los Gráficos 2 y 3.

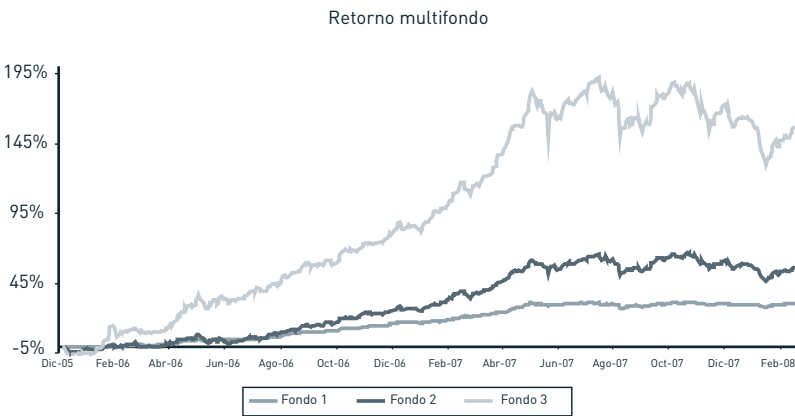
GRÁFICO 2
RETORNO HISTÓRICO DE MULTIFONDOS EN CHILE



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

En el Gráfico del caso chileno el fondo más agresivo es el fondo A. Se ve cómo los rendimientos de este fondo han sido más altos, y cómo, a medida que uno va bajando, los fondos son más conservadores.

GRÁFICO 3
RETORNO HISTÓRICO DE MULTIFONDOS EN EL PERÚ

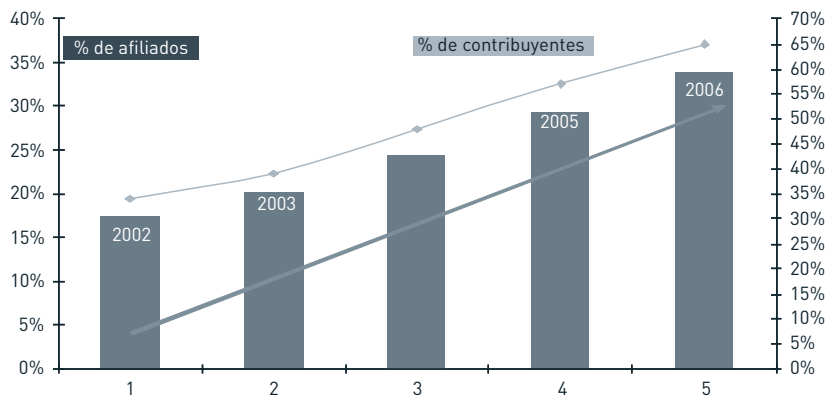


FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

La historia ha demostrado que ha pasado lo que tenía que pasar, lo que estaba escrito en los libros. Lo vemos en el caso peruano también, en términos de retorno y rentabilidad: diferencias bien marcadas de acuerdo a lo que se esperaba.

Es importante también observar la evolución en cuanto a las personas que optan por elegir su fondo. Cada vez son más los afiliados que eligen. En el sistema chileno, que es el más antiguo, ya más de 60% de las personas han elegido y eso también es una tendencia importante. Podemos observar este comportamiento en el Gráfico 4, donde se muestra cómo se han ido eligiendo los multifondos en Chile del 2002 al 2006, y cómo ha ido creciendo el porcentaje de personas que eligen sus fondos, desde 25% hasta llegar a 60%.

GRÁFICO 4
PORCENTAJE DE AFILIADOS QUE ELIGEN SU FONDO EN CHILE (2002-2006)



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

Otra lección importante tiene que ver con la forma en que se administran los excesos en los límites de inversión. En Chile hubo una experiencia negativa en este tema unos años atrás. Desde el 2006, producto del *rally* de los mercados, muchas AFP excedieron los límites de inversión en renta variable. El hecho de que no existiera una política clara para la administración de estos excesos, ocasionados por la evolución del mercado, generó efectos negativos sobre la administración del portafolio. Estos excesos “exógenos” no son imputables al administrador, sino al mercado. Los excesos se produjeron porque la clase de activo de acciones se revalorizó. Ello produjo que en un momento las administradoras no pudieran tocar los portafolios porque ello implicaba reducir sus posiciones relativas de manera muy significativa; entonces optaron por congelar los fondos por un período de varios meses.

De extrema relevancia en el esquema de multifondos es que tenemos que garantizar que las decisiones de inversión se tomen con un criterio de largo plazo. Los fondos de pensiones deben tener un horizonte de inversión de largo plazo. La mayor parte de esos recursos se va a usar en un futuro bastante lejano. Es importante tener este concepto bien claro. Los administradores de fondos de pensiones tienen una ventaja para administrar mejor su portafolio, y es que tienen flujos de fondos razonablemente predecibles. Es posible estimar con un nivel de certeza significativo el flujo de fondos esperado cada mes por recaudación y el volumen de fondos que saldrán por concepto de jubilación. Ello permite una mucho mejor planificación. Esta es información de gran valor para un administrador de portafolios y que, por ejemplo, difícilmente la tienen los fondos mutuos. Esta ventaja debe ser capitalizada,

pues facilita tremendamente el diseño de la política de inversiones. Ello se logra con mucha facilidad por medio de regulación, limitando y difiriendo las decisiones de traslado de fondos de los clientes. Como lo mencionamos anteriormente, las decisiones de inversión en pensiones deben ser de largo plazo y no hay razón para que los afiliados estén cambiando constantemente de fondos. Si la regulación es muy flexible, los afiliados que se muevan constantemente tratando de aprovechar los ciclos del mercado, básicamente estarían perjudicando al resto en la medida en que estos movimientos normalmente se producen de manera masiva en los momentos menos oportunos. Es decir, se salen del fondo de acciones en los momentos en que el mercado se ha caído significativamente, lo que obliga al administrador a liquidar posiciones a precios muy bajos y genera mayor presión a la baja, cuando debiera estar comprando acciones baratas con un horizonte de largo plazo.

¿CUÁL ES EL SIGUIENTE PASO PARA LOS MULTIFONDOS?

Es útil analizar la evolución. Primero teníamos un solo fondo balanceado y de ahí migramos a un sistema de tres o cinco fondos, pero que también son balanceados. El siguiente paso es pasar a un esquema de multifondos por clase de activos, donde en lugar de tener tres, cuatro o cinco fondos balanceados con diferentes pesos, tengamos un fondo de acciones, un fondo de renta fija, un fondo de caja, etcétera. Posteriormente podemos ir evolucionando a discriminar un fondo de acciones internacionales y un fondo de acciones locales, etcétera, pero donde básicamente cada uno de los multifondos maneja una sola clase de activos. Ello permitiría, en primer lugar, una mucho mayor especialización. De hecho, permitiría fijar normas de riesgo ad hoc por cada clase de activos para establecer los límites de inversión. Los criterios son totalmente distintos, las métricas que se emplean en un portafolio de renta fija son muy distintas a las que deben aplicarse en fondos de acciones y cada clase de activo tiene formas distintas de controlar riesgos.

Esto facilitaría también que en algunos de los multifondos pudiéramos usar *benchmarks* externos. Si tenemos un fondo de acciones internacionales, podemos fácilmente usar un *benchmark* externo y limitar el tema del promedio de la industria a las clases de activos domésticos. Incluso abre la posibilidad de *outsourcing* a especialistas internacionales.

Definitivamente, la idea es que los afiliados inviertan en combinaciones de estos fondos por clase de activos. Por supuesto que el estar en un solo fondo atentaría contra una diversificación sana. Tendrían que hacerse combinaciones de estos fondos como recetas, es decir: esta es la combinación de poco riesgo, esta otra es la combinación de riesgo moderado, y así. Habría que diseñar un menú para los afiliados, para facilitar la toma de decisiones.

Entonces, se van a mantener los perfiles de agresividad de los diferentes fondos, pero se va a dar una posibilidad infinita de combinaciones y cada afiliado va a poder construir su portafolio. Así se elimina además el conflicto de interés que pudiera existir cuando se administran varios fondos balanceados. Este es un tema muy relevante al asignar las órdenes de compra o venta de títulos ejecutadas entre los diferentes fondos. Si los multifondos se diferenciaron por clase de activos, no tendríamos esos problemas. Incluso, el cliente podría elegir a partir del *track record* de los administradores y afiliarse a la AFP que mejor maneje la clase de activos que más le interese.

Esta es la propuesta que dejo para la discusión. Estoy convencido de que esa es la tendencia. Todavía hay países que recién tienen que empezar con el sistema de multifondos, pero es importante ir previendo hacia dónde deberíamos mirar en el futuro. Es un tema sobre el cual hay que irse preparando y que hay que ir estudiando.