

RETOS Y DESAFÍOS PARA EL LANZAMIENTO DE LOS MULTIFONDOS EN PERÚ

JORGE RAMOS¹

A mediados del 2003 se publicó en el Perú la ley de multifondos y a fines del 2004 el reglamento. Si bien aún está pendiente parte del reglamento operativo, ya se ha generado bastante expectativa con el tema. El plazo de implementación es de 300 días desde la fecha en que se termine de afinar el reglamento operativo, con lo cual se estima de que a finales del 2005 se materializarán los primeros cambios de un fondo a otro. Para ello deberá primero cumplirse con una serie de requisitos: inscripción y registro de los fondos ante la Superintendencia, lanzamiento de las campañas de difusión de la información a los afiliados y el proceso de captura de las decisiones de los afiliados, hasta que finalmente se concreten los primeros cambios.

Es importante hacer notar que en este proceso, si bien los primeros cambios podrían ser hacia fines del 2005, los perfiles de los fondos y sus estructuras tendrán que definirse mucho antes. Ello implica una labor compleja de anticipar las preferencias de los afiliados, el número de personas que se van a cambiar y en qué dirección lo van a hacer. También es importante conocer las reglas del juego *ex ante*, para poder estructurar los fondos de acuerdo a los límites que van a estar vigentes cuando entre en operación el sistema de multifondos.

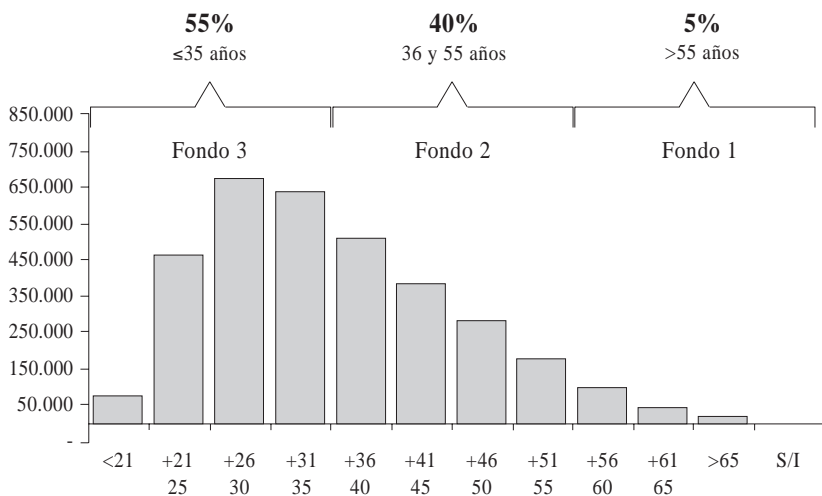
La regulación peruana sostiene que las AFP podemos ofrecer más de un fondo y no impone ningún límite al número total de fondos.

¹ Economista de la Universidad del Pacífico de Lima - Perú y Maestro en Economía y Administración de Empresas, de la Universidad de Boston, Massachusetts. En la actualidad es Gerente de Inversiones y Finanzas de AFP Integra y anteriormente se desempeñó como Jefe del Departamento de Inversiones Internacionales del Banco Central de Reserva del Perú, donde estuvo a cargo de la administración del portafolio de reservas internacionales del país.

Sin embargo, en la regulación se presentan límites de inversión para tres tipos de fondos, consecuentemente las AFP han decidido comenzar todas con tres fondos, pero en realidad existe la libertad para inscribir fondos adicionales. Esto es un tema también importante y es recomendable enfrentarlo en forma progresiva, es un paso trascendental migrar de un solo fondo y que los afiliados tengan la posibilidad de elegir entre más.

Los tres multifondos, básicamente serán: un fondo agresivo, un fondo mixto y un fondo conservador. Solamente para las personas mayores de 60 años, que realmente están cercanas a su edad de jubilación, si no deciden pasarían automáticamente a formar parte del fondo conservador, pero si manifestaran lo contrario podrían movilizarse a cualquiera de las otras opciones. Y en el caso de las personas menores de 60 años, si es que no eligen, se quedan en el fondo mixto que va a ser muy similar al fondo en donde están hoy en día.

Gráfico N° 1
DISTRIBUCIÓN DE AFILIADOS POR EDAD



Fuente: SBS.

Si revisamos la estructura de edades de la cartera de afiliados en el Perú, vamos a ver que el sistema privado de pensiones es todavía bastante joven. Podemos ver que la mayor parte de las personas

afiliadas se concentran entre los 30 y 35 años, lo que nos hace pensar que va a haber un mayor apetito por los fondos agresivos. Hemos hecho una simulación de cómo podrían dividirse si es que solamente consideramos el criterio de edad para asignar las personas entre los diferentes fondos (ver Gráfico N° 1). Los resultados indican que el 55% estaría en el fondo agresivo. Las personas que pueden tomar más riesgo son precisamente las más jóvenes, que todavía tienen bastante tiempo por delante para recuperarse de las fluctuaciones del mercado; el 40% se orientaría al fondo mixto y en un 5% calificarían las personas que están cercanas a la edad de jubilación.

Entrando al detalle de cómo va a funcionar este tema de multifondos en el Perú, tenemos que ser conscientes de las limitaciones que presentan los mercados. En el caso peruano, los fondos de pensiones están cercanos a los 7.500 millones de dólares. Esto viene creciendo a un ritmo de 20% al año. Y si analizamos algunos indicadores de las magnitudes del mercado doméstico podemos ver, por ejemplo, que la capitalización bursátil total en el Perú es de 15 billones, ligeramente por debajo del doble de los fondos que hoy día se manejan en el sistema privado de pensiones. Pero los niveles de negociación y la profundidad del mercado son muy bajas en términos relativos. Montos negociados promedio diario de 9 millones de dólares, lo cual representa el 0,1% del fondo, cifra que está inflada por las operaciones puntuales que se realizan (ofertas de adquisición o cruce de bloques). Entonces, el porcentaje del fondo que podría transarse en la bolsa de valores local es bastante reducido.

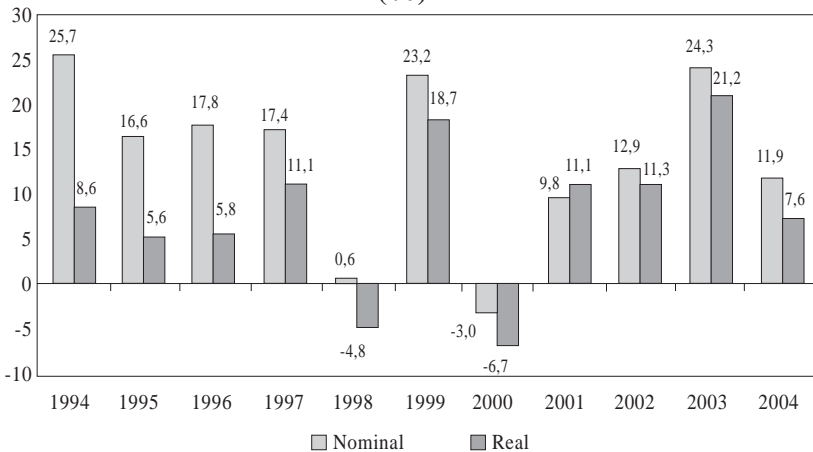
En el mercado de renta fija hemos tenido este año un flujo de más de 2.000 millones de dólares en nuevos instrumentos. Es más o menos lo que hemos estado viendo en los últimos años. En este volumen está incluido el rol que está desempeñando el gobierno como emisor importante en el mercado doméstico. Pero los volúmenes negociados también son bastante bajos (84 millones de dólares), estamos hablando del volumen negociado en un mes en el mercado secundario. Esto representa ligeramente más del 1% del total de fondos administrados en el sistema.

Existen pues, serias limitaciones que se van a enfrentar en el momento en que se tomen las decisiones de movilizar los fondos de una clase de activo a otra. Es precisamente ahí donde entra el rol importante que tiene que ejercer el componente de

inversión en el exterior, que tiene que otorgar la flexibilidad que no existe en el mercado local.

Si analizamos la evolución de la rentabilidad del sistema privado de pensiones en Perú, como se muestra en el Gráfico N° 2, podemos inferir la necesidad inminente de pasar a un sistema de multifondos. El nivel de volatilidad es realmente alto y constituye un perjuicio para las personas que están próximas a la edad de jubilación. Como ilustración, las personas que están a punto de jubilarse preguntan a su AFP cómo va a ser la rentabilidad a fin de mes, porque si se les calcula la pensión este mes les sale una cantidad (renta vitalicia), pero si la rentabilidad cae, la pensión les baja, y si vuelve a subir les vuelve a subir la pensión. Este es un efecto directo de la alta volatilidad de la cartera. En la práctica, se dan casos donde una persona que podía jubilarse y decidió esperar un año más se puede ver perjudicada, su pensión puede ser sustancialmente distinta. Estamos hablando de variaciones de rentabilidad, en términos nominales, de 23% a menos de 1% al año. El rol que cumple el fondo conservador para las personas que están próximas a jubilarse es fundamental; en Chile, lo que se hizo primero fue implementar este segundo fondo.

Gráfico N° 2
RENTABILIDAD DEL FONDO
(%)



Fuente: Boletines mensuales SBS.

Al 2004 la rentabilidad nominal acumulada anualizada del fondo del SPP fue de 11,90% y la real fue de 7,57%.

Con respecto al funcionamiento del sistema de multifondos en el país, los elementos que deberían tomar en cuenta las personas para elegir en qué fondo van a generar su ahorro previsual, son los siguientes:

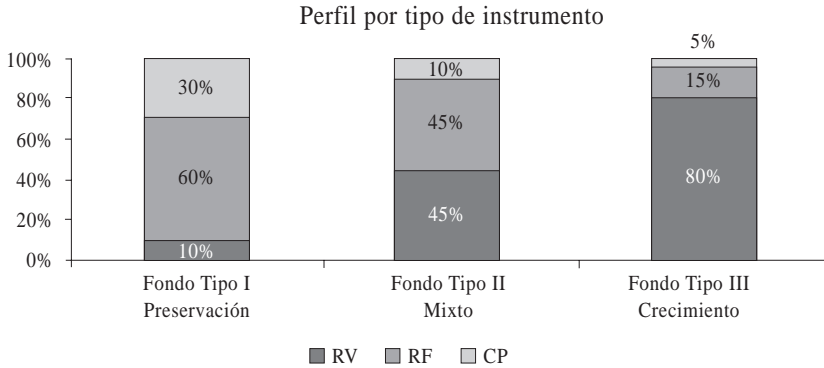
- El horizonte de inversión que tenga cada persona.
- La tolerancia al riesgo, porque hay fondos que van a ser más volátiles que otros.
- El conocimiento del mercado también es importante, para que las personas que asuman riesgos sean conscientes de lo que ello significa.
- El número de años que faltan para la pensión.
- La diversificación. Hay personas que tienen otras fuentes de ahorro y manejan sus ahorros personales en otro tipo de inversiones y los fondos que tienen en el sistema privado de pensiones deberían ser parte de esa diversificación.

Un tema importante, en el caso peruano, es que si bien la exposición a renta variable va a ser un elemento clave en la toma de decisiones, porque va a ser el elemento que va a diferenciar más a los tres tipos de fondos, también el componente de inversiones en el exterior va a jugar un rol muy importante. Para poder estructurar los diferentes multifondos se va a tener que recurrir a las inversiones en el exterior, pero en diferentes proporciones. Si bien el límite para invertir en el exterior se aplica sobre la base de la sumatoria de las carteras de los tres fondos que se van a implementar, al interior de cada fondo puede haber un porcentaje muy diferente de inversiones en el exterior y corresponderá a cada AFP asignar estos niveles a cada fondo. Entonces, los afiliados van a tener que enfrentar la decisión de qué nivel de renta variable quieren tener en su portafolio y cuánto de inversiones en el exterior.

Si se pretendiera explotar al máximo los límites que brinda la norma y diferenciar al máximo los tres fondos, los productos que saldrían al mercado tendrían las siguientes características, según se observa en el Gráfico N° 3: básicamente un fondo agresivo, con 80% en renta variable; un fondo mixto, muy similar al que opera hoy en día, con 45% de renta variable; y un fondo conservador, con un máximo

de 10% en renta variable. Entiéndase que mientras más diferentes sean los productos, mayor es el beneficio para el usuario porque tiene mayores posibilidades de elección.

Gráfico N° 3
ESTRUCTURA DE LOS MULTIFONDOS



RV=Instrumentos de Renta Variable RF=Instrumentos de Renta Fija CP=Instrumentos de Corto Plazo

El Gráfico N° 4 muestra la estructura actual del fondo que se administra actualmente, y ha sido denominado el fondo tipo 2, el fondo mixto, que está dividido en tres componentes: instrumentos a corto plazo, renta fija y renta variable. Para el caso de instrumento a corto plazo, hay un excedente de instrumentos en el mercado doméstico; sin embargo, tanto para los instrumentos de renta fija como para los de renta variable, las limitaciones del mercado son bastante restrictivas.

Se realizó una simulación de lo que sucedería si el día de mañana se implementaran los multifondos y se pretendiera explotar al máximo los límites, lo que se aprecia en el Gráfico N° 5, con el objetivo de diferenciar al máximo los tres productos que saldrían al mercado. Para ello se hicieron los siguientes supuestos:

- El 20% de los afiliados se trasladan.
- 5% de los afiliados se trasladan al fondo conservador.
- 15% de los afiliados se trasladan al fondo agresivo.

Gráfico N° 4
ESTRUCTURA ACTUAL DE LA CARTERA DEL SPP
AL 15 DE OCTUBRE 2004

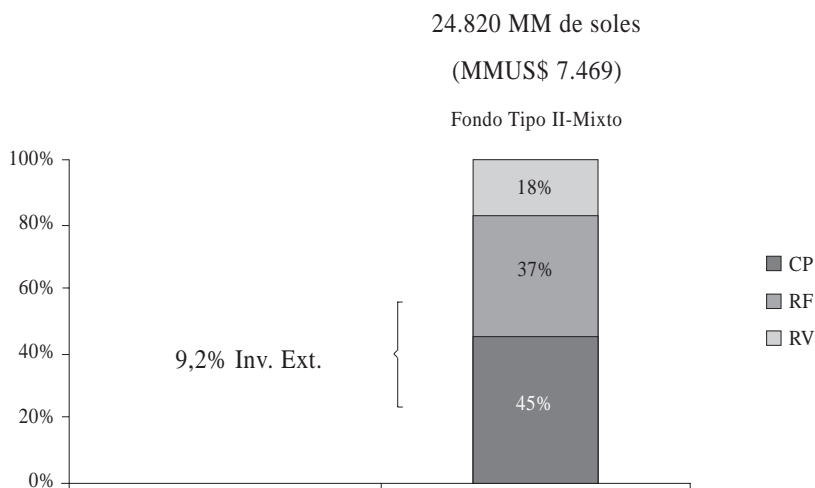
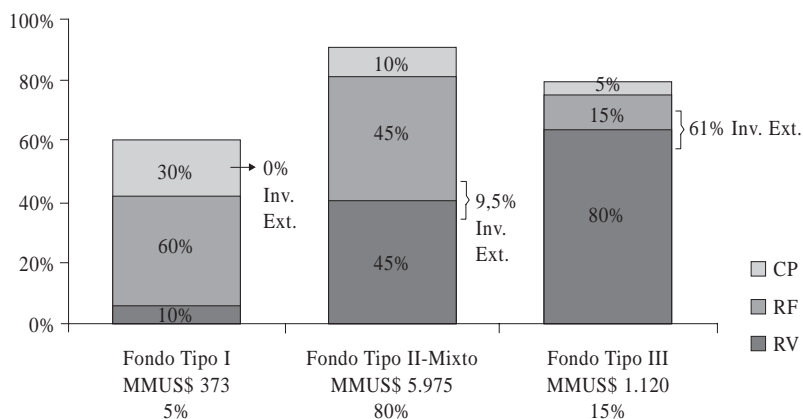


Gráfico N° 5
ESCENARIO PROYECTADO

El 20% de los afiliados se traslada
 Fondo Tipo I: 5%, Fondo Tipo III: 15%

*Inversión requerida en el exterior=17%



Estos supuestos están respaldados por las estructuras de edades de los afiliados y también el análisis de la experiencia en Chile. Entonces, pensamos que es un escenario bastante probable.

Al componer los portafolios también hemos tenido que hacer dos supuestos importantes:

- A fin de no recalentar los mercados o generar mayor presión sobre los mercados domésticos tanto de renta variable como de renta fija, hemos asumido que los mayores requerimientos de acciones serían cubiertos con el mercado internacional. Dado que el mercado local no ofrece suficiente oferta o podría generarse una burbuja (un recalentamiento en los precios si es que pretendemos cubrir este fondo con acciones domésticas). Entonces, se emplea al mercado internacional para conseguir tanto los instrumentos de renta variable como de renta fija que se necesitarían para optimizar las estructuras de los multifondos.
- Básicamente, se ha asignado todo el componente de inversión internacional al fondo agresivo, con lo cual este tendría un 61% de inversiones en el exterior. El fondo mixto lo hemos dejado en los niveles en los cuales está actualmente y no le hemos asignado inversiones internacionales al fondo conservador.

Lo cierto es que si bien, en este ejercicio, toda la inversión en el exterior se ha asignado al fondo agresivo, esta podría repartirse de alguna otra manera pero, se reparta como se reparta, definitivamente se va a requerir un componente mucho mayor de inversiones en el exterior que lo permitido actualmente por el Banco Central. La exigencia sería no menor a un 40%, si es que queremos ofrecer estos productos y brindar los beneficios de un esquema de multifondo.

Esto implica que si adicionamos los componentes de inversión en el exterior que se requerirían en los tres fondos, el requisito de límite en el exterior que se necesitaría si los multifondos se implementan hoy día, sería de 17%. Y como mencioné anteriormente, este es un elemento que se va a necesitar conocer con anticipación para poder estructurar los multifondos.

1. IMPACTOS SOBRE LOS DIFERENTES AGENTES DEL MERCADO

1.1 Mercado de capitales

Se va a incrementar la demanda por acciones y la demanda por inversiones en el exterior. Las inversiones en el exterior van a jugar un doble rol: por un lado, actuarán como válvula de escape para impedir que el mercado doméstico se sobrecaliente y se generen burbujas, ese es un rol muy importante, tanto para el mercado de renta variable, como también para el mercado de renta fija; y segundo, es importantísimo el rol que va a cumplir para permitir la flexibilidad de movimiento entre los fondos.

La historia en el caso chileno se ha visto favorecida por lo bueno que fue el *timing* y el momento en que se lanzaron los multifondos, que coincidió con una subida de los mercados accionarios. Iniciar con una tendencia positiva del mercado es una ventaja, ¿pero qué va a pasar el día que esa tendencia se revierta? Porque en algún momento va a haber una corrección, ¿y cuánta gente en ese momento va a decidir no estar ya en el fondo agresivo y va a querer pasarse a los fondos más conservadores? Es un tema sobre el cual es muy complicado hacer estimaciones sólidas, pues hasta ahora no se ha dado en la práctica. El día que suceda va a implicar liquidar posiciones y por eso es que el fondo agresivo va a tener que estar más cargado en inversiones internacionales, de tal forma que cuando se vendan los papeles no se destruya el mercado, lo cual puede pasar en un mercado con las restricciones y las limitaciones de profundidad que tiene el nuestro.

Otro efecto sobre el mercado va a ser una mayor demanda por moneda extranjera, lo que viene asociado a la inversión en el exterior, y también mayor actividad en el mercado de cobertura, básicamente coberturas de riesgo cambiario. La normativa para hacer operaciones de cobertura ya está vigente y se va a activar conforme se incrementen las inversiones en el exterior, porque la idea es aislar el riesgo cambiario de lo que es la diversificación internacional.

Finalmente, se va a reducir la posición en instrumentos a corto plazo que tienen hoy los fondos de pensiones. Esto es muy sano, porque hoy en día existe una suboptimización del portafolio ante la ausencia de otras opciones de inversión, un porcentaje muy alto se concentra innecesariamente en instrumentos a corto plazo.

1.2 Sistema privado de pensiones (AFP)

En cuanto al impacto sobre las AFP, se va a tener que reforzar el área de inversiones, redefinir el proceso de toma de decisiones. La decisión quizás más importante va a ser decidir el componente de renta variable. Lo más difícil va a ser decidir el componente de inversiones internacionales a asignar a cada fondo.

Así también, va a ser necesario definir los criterios para eliminar los conflictos de intereses, para dejar bien claro que no se va a privilegiar a un fondo a costa de otro. Cómo se van a repartir las órdenes cuando se ejecutan las compras entre los diferentes fondos. Otro tema vital es la metodología para “particionar” el fondo 2, porque al comienzo el fondo 2 deberá dividirse para crear los demás fondos. Hay que adecuar los sistemas de información y control, y algo muy importante, capacitar al personal. Hay toda una labor de difusión que se va a tener que hacer a los afiliados para ayudarlos a tomar sus decisiones.

1.3 Los afiliados

Por el lado de los afiliados, van a necesitar tener un mayor conocimiento de las alternativas existentes y seleccionar cuáles son los fondos que más se adecuan a sus necesidades. Lo más importante es que deben actuar de acuerdo a su propia evaluación, por supuesto que habrá mucha influencia del personal de las AFP que va a estar difundiendo el tema. Van a tener que ir vigilando los resultados y también sus decisiones periódicamente. Y lo más importante es que las decisiones sean con fundamento y pensando en el largo plazo.

Va a ser una tarea bien complicada. Los fondos van a ser uno conservador, uno mixto y uno agresivo. El fondo conservador es el que más invierte en renta fija, bajo ese punto de vista es más conservador, pero si consideramos que el fondo agresivo es el que más inversiones tiene en el mercado internacional, en un país como el nuestro, dependiendo de la coyuntura, ello podría constituir un elemento mucho más conservador que invertir en renta fija. ¿Cuál es, entonces, el fondo conservador y cuál el agresivo? Eso va a depender mucho de cómo cada afiliado visualiza el mercado y va a tomar mayor relevancia si tomamos en cuenta que el lanzamiento de los multifondos va a coincidir con un período electoral en el país.

2. CONCLUSIONES

Los objetivos fundamentales de los multifondos son mejorar el retorno esperado de las pensiones; que los afiliados tengan una mayor participación y, así, un sentido de propiedad sobre sus fondos, porque este es un segundo mecanismo a través del cual el afiliado puede influir para adelantar su edad de jubilación (una forma es incrementando su aporte y otra forma es tomando más riesgos). Si bien la edad de jubilación es a los 65 años, existe la posibilidad de adelantar la jubilación en base a cómo evoluciona el saldo de la cuenta. En consecuencia, son muy importantes las decisiones que se tomen, porque una persona podría jubilarse bastantes años antes si es acertada en la elección de su fondo.

Otros objetivos son: introducir mayores alternativas de inversión; los multifondos van a ser la mejor herramienta para contrarrestar el efecto manada; y poder diseñar mecanismos a la medida.

Mientras mayor sea la diferenciación entre los fondos, mayor va a ser el beneficio. ¿Qué necesitamos para poder generar una mayor diferenciación entre los fondos? Hay que tomar conciencia de las limitaciones del mercado peruano y los riesgos que eso implicaría; por consiguiente, necesitamos –este es un tema también de total consenso– mayor límite para invertir en el exterior y así tener la flexibilidad que se va a necesitar y lo más importante es que se debería conocer con anticipación cuál va a ser el límite de inversión en el exterior vigente el día que comiencen a funcionar los multifondos.