

MULTIFONDOS: EL CASO DE CHILE

JOAQUÍN CORTEZ¹

Me siento cohibido en esta reunión con tantos académicos y especialistas de la industria de pensiones. En nuestro trabajo como inversionista de largo plazo se acumula mucha experiencia, pero también se acumulan más preguntas; preguntas que académicos alejados del día a día están en mejores condiciones para responder. Los temas que aquí se tratan ya fueron examinados anteriormente², los cuales abordan tres asuntos: i) objetivos de los multifondos, ii) resultados, y iii) principales problemas y críticas.

1. Objetivos de los multifondos

Cualquier juicio que se emita sobre el funcionamiento de los multifondos debe considerar el objetivo para el que fueron creados. De acuerdo a la Superintendencia de AFP (SAFP), el objetivo era “incrementar el valor esperado de las pensiones”, como también otorgar a los afiliados “la posibilidad de invertir en una cartera de activos financieros cuya combinación de riesgo y rentabilidad esté asociada al horizonte de inversión del afiliado”. En esta definición destaca la expectativa de aumentar el valor esperado de las pensiones, el que ha sido asociado al aumento en la inversión en Renta Variable y también la incorporación del concepto “horizonte de inversión”, lo cual da una idea de planificación financiera (ver Cuadro N° 1). La Asociación Gremial, un poco más cauta, señala la importancia de la flexibilidad, participación, opciones, etc., pero también mantiene la esperanza de “mejorar el futuro de las pensiones (ver

¹ Gerente de Inversiones BBVA, PROVIDA AFP, Chile.

² Ver Joaquín Cortez, “La experiencia chilena de los multifondos”, Presentación al Seminario Internacional Inversión de los Fondos de Pensiones. Lima. Perú. Noviembre 2004.

Cuadro N° 1). Nunca se sabe bien quién es el padre de una iniciativa, pero José Ramón Valente fue uno de los más activos en empujar la Ley de Multifondos; para él, los multifondos son algo consustancial con un sistema de contribución definida (ver Cuadro N° 1).

Por último quisiera mencionar otros dos temas que se mencionaron en la discusión de los multifondos. Uno es la esperanza que algunos tuvieron que con los multifondos se iba a atenuar el llamado “efecto manada”. Y por último, y no por eso menos importante, no recuerdo si fue Martín Costabal o Gustavo Alcalde quien dijo que los multifondos iban a ser una inversión en cultura financiera.

Cuadro N° 1

VISIONES SOBRE OBJETIVOS DE LOS MULTIFONDOS EN CHILE

Agente	Justificación
Regulador	“El principal objetivo de la creación de un esquema de multifondos en el Sistema Previsional es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados. La posibilidad de invertir en una cartera de activos financieros cuya combinación de riesgo-rentabilidad está asociada al horizonte de inversión del afiliado, permite elevar el valor esperado de la pensión de este, lo cual aumenta la eficiencia con la que el Sistema de Pensiones logra su objetivo fundamental, que es el de entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquel que obtenían durante su vida activa”. Superintendencia de AFP, El Sistema Chileno de Pensiones, Cap. VIII).
A.G. de AFP	“Dar una mayor flexibilidad y participación a los afiliados en la construcción de sus pensiones y permitirles contar con más opciones para invertir sus ahorros previsionales y así mejorar el monto de sus futuras pensiones”. Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones.
Analistas	“...el hecho que el sistema sea de contribución definida y no de beneficio definido implica que el legislador ha querido que los afiliados participen del riesgo y del retorno asumido por la cartera de inversiones que administran las AFP. En este sentido resulta importante que el sistema otorgue a los afiliados un abanico de combinaciones de riesgo y retorno de donde elegir la que mejor le acomode a cada uno y no que se les imponga una combinación específica”. José Ramón Valente, Regulación de Inversiones de las AFP: ¿Es necesario avanzar hacia Fondos Múltiples?, en AFP CHILE, Logros y Desafíos, 2000.

Fuente: Elaboración del autor.

Quisiera también recordar que antes de la partida de los multifondos, los gerentes de inversiones de las AFP éramos frecuentemente criticados porque las carteras que administrábamos tenían una muy baja proporción de renta variable. Se nos recordaba que otros fondos de pensiones, europeos y americanos, mantenían proporciones muy superiores en este tipo de instrumentos. Si bien entendíamos estas observaciones, también nos dábamos cuenta de la diversidad de nuestros afiliados. En nuestra cartera convivía gente de diferente edad, de diferente sexo, de diferente grado de tolerancia al riesgo, de diferente capital humano, de diferente riqueza, etc. Muchos de quienes nos hacían esta crítica eran personas para las cuales sus ahorros previsionales constituían solo una fracción de su riqueza, y que por lo tanto estaban en condiciones de aumentar su exposición a la renta variable si así lo quisieran. Por otra parte, para gran parte de nuestros afiliados, sus ahorros previsionales eran su única riqueza y por lo tanto para ellos no era prudente estructurar carteras muy agresivas que introdujesen mucho riesgo a la futura pensión. El punto de fondo es que antes teníamos solo un ‘traje’ útil para todas las personas y la creación de los multifondos vino a solucionar ese problema, pues dio la posibilidad de ofrecer cinco ‘trajes’ para que las personas se sintiesen más cómodas.

Varias veces me he referido al buen *timing* que tuvo el regulador para hacer partir los multifondos a fines de septiembre de 2002. En los seis meses previos, y tal como lo muestra el Cuadro N° 3, se produjo un derrumbe de los principales mercados bursátiles (por ejemplo, el índice Standard & Poor’s cayó en alrededor de un 35%

Cuadro N° 2

PERFIL DE EDAD AFILIADOS A LOS FONDOS DE PENSIONES

Edad	%
Menores de 40 años	70,90
Mayores de 40 años	29,10

*Datos al 31 de agosto de 2002.

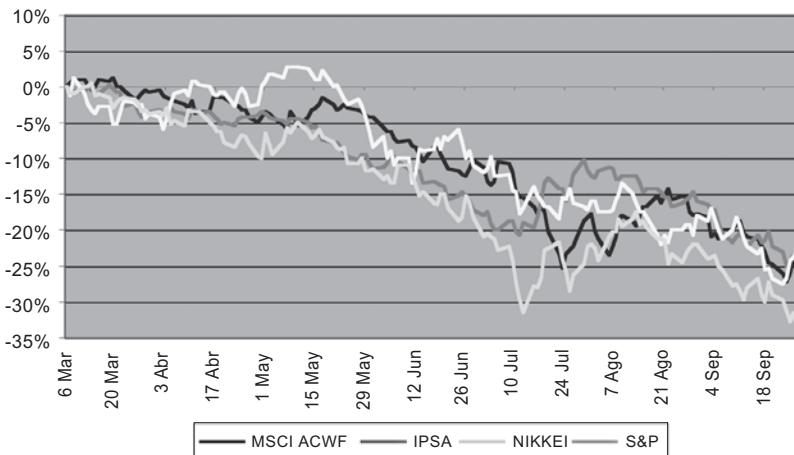
Fuente: Elaboración del autor.

en dicho período). Estas caídas en el mercado bursátil aumentaron el premio por riesgo e hicieron muy auspiciosa la partida de los multifondos (ver Gráfico N°1).

A los afiliados del sistema de pensiones se les dio la posibilidad de elegir entre cinco carteras diferenciadas entre sí por la proporción invertida en acciones: el Fondo A puede tener hasta un 80% en estos activos y el Fondo E invierte solo en renta fija. La decisión acerca de qué fondo elegir no es trivial. Recuerdo que antes de elegir mi multifondo leí varios libros y, aun así, quedé con muchas dudas. Esto hacía muy importante definir una “regla de *default*” para aquellas personas que decidieran no optar a ningún fondo. Esta regla fue que aquellas personas que no optaban a ningún fondo fueran asignadas a los diferentes multifondos de acuerdo a su edad (ver Cuadro N° 3).

Ahora, ¿qué pasó al minuto de la partida?. Al observar la conformación de los multifondos a fines de 2002, no puede menos que reconocerse que la evolución previa de los mercados bursátiles

Gráfico N° 1
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITAL EN LOS MESES ANTERIORES A LA PARTIDA



Fuente: Elaboración del autor.

Cuadro N° 3
ASIGNACIÓN POR *DEFAULT*

Hombres	Hasta 35 años	De 36 a 55 años	56 años o más
Mujeres	Hasta 35 años	De 36 a 50 años	51 años o más
Tipo A			
Tipo B			
Tipo C			
Tipo D			
Tipo E			

Fuente: Elaboración del autor.

debe haber tenido gran influencia en la elección inicial y también la importancia de la “regla de *default*”³... En primer lugar, es importante señalar que el número de personas que eligieron el Fondo E, el fondo de renta fija, fue mayor al número de personas que eligieron el Fondo A, el fondo de renta variable, el cual se inicia con un volumen de activos inferior a los US\$ 500 millones. En segundo lugar, solo un 34% de los afiliados optó por ejercer su derecho a elegir un multifondo (y algunas eligieron el Fondo Tipo C). Esto ratifica que la decisión de elegir multifondo no es trivial y hace pensar en lo importante que es definir bien la “regla de *default*”. Debemos recordar que en ese entonces, tanto la Superintendencia como las AFP realizaron una gran campaña de difusión. En el Gráfico N° 2 se presenta información respecto al tamaño, en términos de activos, de los cinco multifondos, como también el número de afiliados que había elegido un multifondo al 31 de diciembre del 2002.

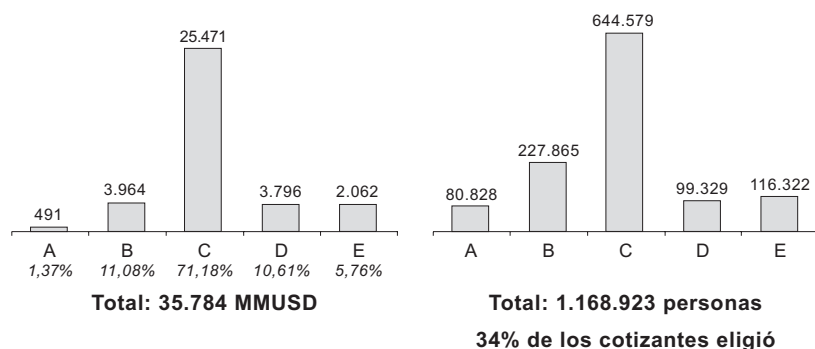
2. Los resultados

Hasta aquí vamos bien. La rentabilidad de los multifondos no es otra cosa que el promedio de rentabilidad de las clases de activos

³ Existen numerosos estudios acerca de la importancia de diseñar bien la “regla de *default*”.

Gráfico N° 2 EL PUNTO DE PARTIDA

A.U.M. Industria (MMUSD al 31-12-2002) N° Afiliados que optaron (al 31-12-2002)



Fuente: Elaboración del autor.

en que se invierte. Por lo tanto, si se observa el retorno de los principales activos financieros desde septiembre del 2002, es obvio que aquellos multifondos con mayor inversión en acciones son los que obtuvieron una mayor rentabilidad en el período. El Cuadro N° 4 muestra la rentabilidad de los principales activos financieros desde la partida de los multifondos, en septiembre de 2002, hasta fines de marzo de 2006. Aquí se observa que, en general, los mercados bursátiles se comportan mejor que los de renta fija. El MSCI-World tiene un retorno anualizado de 17,2% en el período y hay mercados que tienen retornos superiores. El IPSA muestra un retorno anualizado de 26% en ese período. Por lo tanto, si se esperaba que en el largo plazo los fondos de renta variable tuviesen un mejor comportamiento que los fondos de renta fija, esto también se dio en este período.

En el Gráfico N° 3 se presenta la rentabilidad promedio anual de cada uno de los diferentes multifondos. Se puede observar que el Fondo Tipo C, el cual se puede entender como el continuador del anterior Fondo 1, tiene un retorno de aproximadamente 8,5% real, mientras que los fondos más riesgosos tienen retornos del 17,5% (en el caso del Fondo Tipo A) y de 11,8% (para el Fondo Tipo B). Por lo tanto, si el objetivo era aumentar las pensiones futuras,

Cuadro N° 4
PRECIOS DE ACTIVOS MÁS RELEVANTES DESDE INICIO DE
MULTIFONDOS

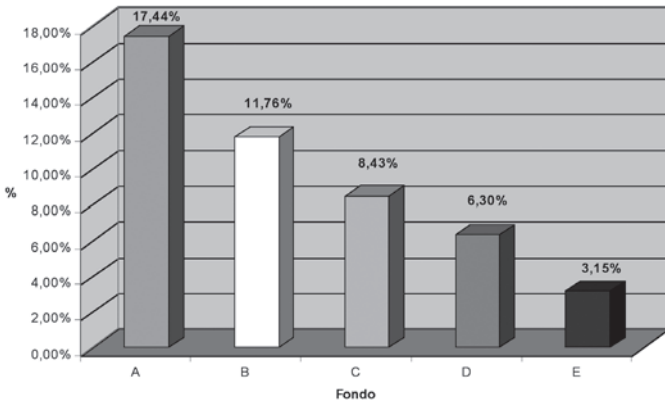
Activo	26-09-2002	31-03-2006	Rentabilidad anualizada
MSCI WORLD	187,45	328,33	17,2%
S&P	854,95	1.305,08	12,5%
DAX	3.020,60	5.902,79	21,4%
NIKKEI	9.320,92	16.624,80	18,8%
MSCI EMERG MKT	272,24	784,61	35,3%
BOVESPA	9.199,01	38.203,53	49,7%
IPSA	946,63	2.176,60	26,8%
BCU5	2,70%	2,80%	2,7%
BCU10	3,71%	3,03%	3,8%
BTU20	4,56%	3,39%	7,9%
T10	3,77%	4,66%	3,7%
\$/USD	746,75	531,57	-9,5%
USD/EURO	0,977	1,216	6,3%

Fuente: Elaboración del autor.

entonces hasta aquí se están logrando buenos resultados. Las personas que eligieron el Fondo Tipo A han tenido en el período, en términos anuales, un exceso de retorno superior de aproximadamente un 9%, lo cual se puede entender como el gran aporte de los multifondos en el período.

El problema es que el público se ha acostumbrado a las buenas rentabilidades y que sean los fondos accionarios los que tienen mejor *performance*. En parte, esto fue lo que se les dijo a los afiliados a la partida de los multifondos: que el retorno esperado de los multifondos accionarios sería mayor al retorno esperado de la Renta Fija. Esto es también lo que plantean los sitios en Internet que mantienen las AFP y otros asesores de inversión tanto locales como internacionales.

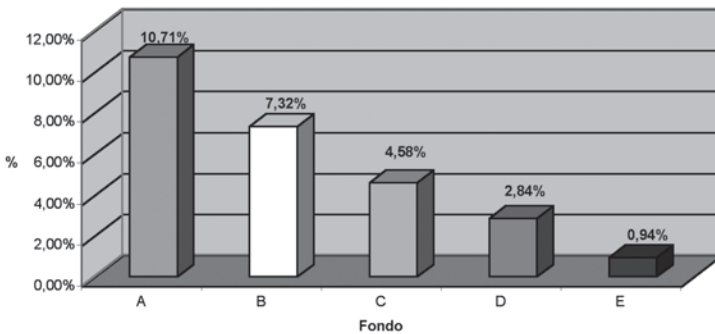
Gráfico N° 3
RENTABILIDAD REAL ANUALIZADA DEL SISTEMA DESDE EL INICIO
(Septiembre 2002-Marzo 2006)



Fuente: Elaboración del autor.

En el año 2005 observamos exactamente la misma situación. La rentabilidad real del sistema para este año se muestra en el Gráfico N° 4, donde se observa que el Fondo Tipo C renta del orden del 4,5% en términos reales, mientras que los fondos de renta variable presentan rentabilidades superiores al igual desde el inicio del sistema.

Gráfico N° 4
RENTABILIDAD REAL DEL SISTEMA AÑO 2005



Fuente: Elaboración del autor.

El año 2005 también fue un año de muy buena rentabilidad. Se mantuvo la tónica que fuesen los fondos accionarios los que obtuvieron mejores rentabilidades. En este año el retorno de los mercados emergentes fue muy superior al retorno de los mercados desarrollados. Esto puede observarse en el Cuadro N° 5. El MSCI Emerging Market rentó del orden del 30%, mientras que el retorno del MSCI-World fue algo menos del 8%.

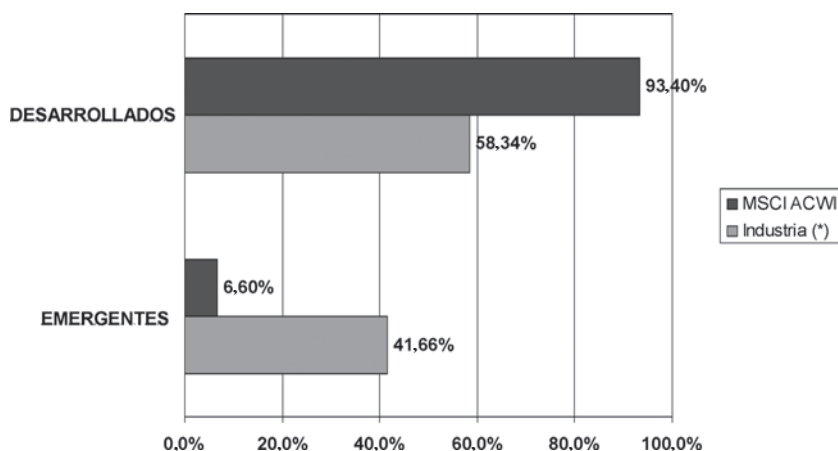
Las AFP, especialmente durante la segunda parte del año 2005, tuvieron una fuerte sobreponderación, una fuerte movida táctica hacia los mercados emergentes. En el Gráfico N° 5 puede apreciarse que mientras la participación de los mercados emergentes en el Morgan Stanley Capital Index (MSCI) es de un 6%, los fondos de pensiones tuvieron aproximadamente el 41% de sus activos internacionales invertidos en acciones en mercados emergentes, y eso es fundamentalmente lo que explicó la buena rentabilidad del año 2005.

Cuadro N° 5
PRECIO DE ACTIVOS MÁS RELEVANTES EN 2005

Activo	31-12-2004	30-12-2005	Rent Año 2005
MSCI WORLD	286,48	308,15	7,6%
S&P	1.211,92	1.248,29	3,0%
DAX	4.256,08	5.408,26	27,1%
NIKKEI	11.488,76	16.111,43	40,2%
MSCI EMERG MKT	542,17	706,48	30,3%
BOVESPA	26.196,30	33.455,94	27,7%
IPSA	1.796,48	1.964,47	9,4%
BCU5	2,71%	3,17%	0,7%
BCU10	3,30%	3,24%	3,8%
BTU20	3,98%	3,48%	11,8%
T10	4,22%	4,39%	2,8%
\$/USD	559,83	512,00	-8,5%
USD/EURO	1.357	1.185	-12,7%

Fuente: Elaboración del autor.

Gráfico N° 5
COMPOSICIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN SEGÚN DESTINO
DE LA INVERSIÓN



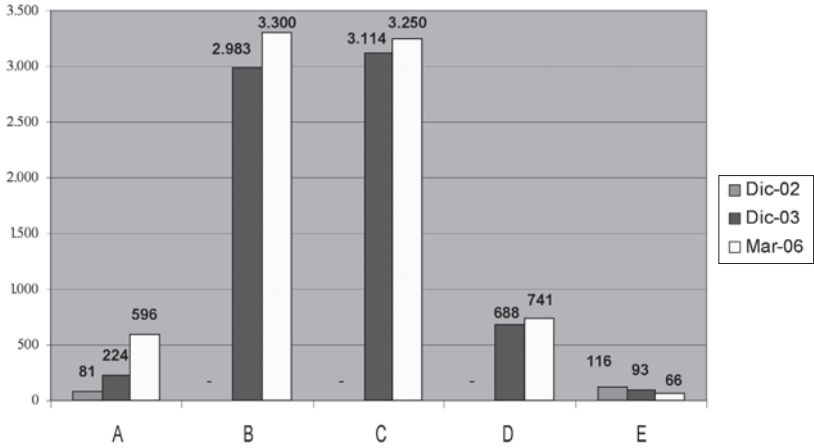
Fuente: Morgan Stanley Capital Index - All Country World Index. Estimación en base a información disponible al 31 de diciembre de 2005.

Consecuentemente con las rentabilidades de los fondos, los afiliados se han ido desplazando desde los fondos de renta fija hacia los fondos de Renta Variable. En el período que va entre diciembre del 2003 a marzo del 2006, aproximadamente 700 mil personas ingresan a los fondos Tipo A y Tipo B, mientras que a los fondos Tipo C, D y E ingresan menos de 150 mil personas (ver Gráfico N° 6). Este fuerte movimiento hacia los fondos de renta variable significa, obviamente, un aumento en la demanda por acciones.

En el Gráfico N° 7 puede apreciarse el “*asset allocation*” agregado para los cinco multifondos comparado con el existente antes de la partida de este sistema. A este respecto, quisiera efectuar dos observaciones.

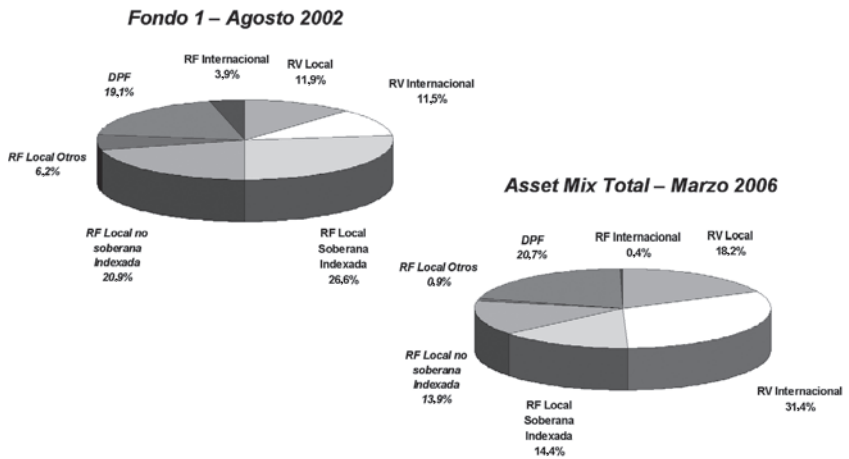
En primer lugar, que la inversión en Renta Variable (local más internacional) aumenta desde un 25% de los activos en agosto de 2002 hasta aproximadamente un 50% en marzo de 2006. Este

Gráfico N° 6
DISTRIBUCIÓN DE AFILIADOS POR FONDO
(miles de afiliados)



Total de afiliados Dic. 2003: 7.102
 Total de afiliados Dic. 2005: 7.953
 Fuente: Elaboración del autor.

Gráfico N° 7
EVOLUCIÓN DE INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE

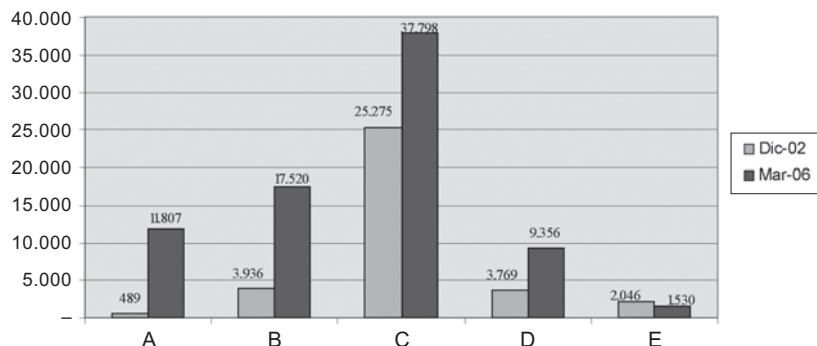


Fuente: Elaboración del autor.

aumento es principalmente inducido por el desplazamiento antes mencionado por parte de los afiliados hacia los fondos de Renta Variable. Es que en este sistema de multifondos es el afiliado el que elige el nivel de riesgo que quiere asumir (ver Gráfico N° 8).

En segundo lugar, recordar que algunos académicos han planteado que la composición de la cartera de un inversionista de largo plazo que ahorra para el retiro debería estar sesgada hacia la renta fija de largo plazo, y en especial hacia bonos protegidos de la inflación⁵. Los fondos de pensiones chilenos cumplen con la condición de tener una alta proporción invertida en renta fija indexada a la inflación, aunque no necesariamente de largo plazo, por cuanto la duración promedio no supera los cuatro años⁶.

Gráfico N° 8
TAMAÑO DE LOS MULTIFONDOS



Total AUM Dic 2002: 35.515 MMUSD

Total AUM Mar 2006: 78.011 MMUSD

Fuente: Elaboración del autor.

⁵ Ver Campbell John y Viceira, Luis. Strategic Asset Allocation. Oxford University Press 2002.

⁶ Esto se debe tanto a restricciones impuestas por el *benchmark* como a la escasa oferta de instrumentos de largo plazo en el mercado local.

3. Principales problemas

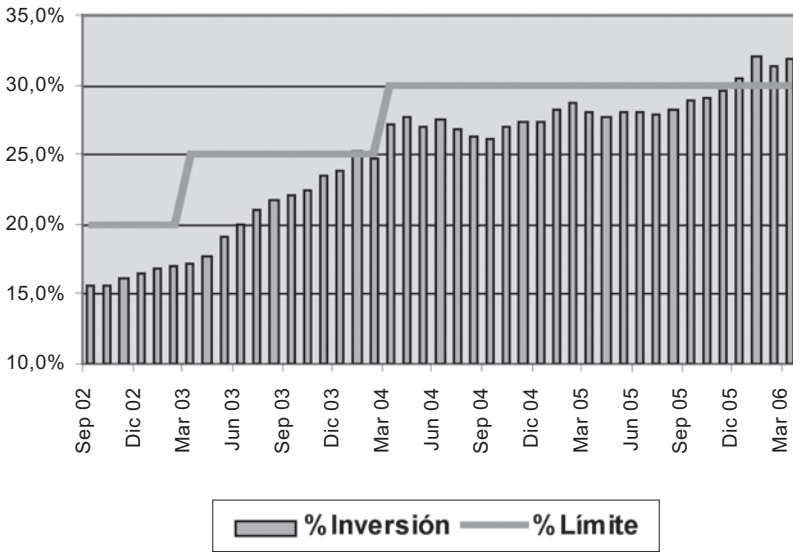
La pregunta más frecuente que nos hacíamos a la partida de los multifondos era de dónde iba a provenir la oferta de acciones para satisfacer el eventual aumento en la demanda. Recordemos que los premios por riesgo habían aumentado y que a los afiliados se les vendió la idea que en el largo plazo las acciones tienen un mayor retorno esperado. La respuesta es obvia: en una economía pequeña como la nuestra, esa oferta debe venir del exterior, y la autoridad, por lo tanto, debe estar atenta a flexibilizar el límite de inversión internacional para no correr el riesgo de sobrecalentar el mercado accionario local o impedir que los multifondos se diferencien suficientemente.

Existe consenso entre analistas que tenemos un sesgo país muy fuerte. Recordemos que Chile representa menos del 1% del MSCI. Afortunadamente, hemos tenido un Banco Central que ha sido muy diligente en ampliar el límite internacional cuando se ha requerido hasta el máximo permitido por la ley, que es de un 30%, lo que se puede observar en el Gráfico N° 9, pero hoy en día ese límite vuelve a ser restrictivo. Hay formas poco elegantes, aunque legales, de superar este límite, pero son mucho más caras para el afiliado y creo que los costos son algo muy importante de cuidar en los fondos de pensiones⁷.

Para qué decir los problemas en términos de conflictos de intereses que acarrea el hecho que el límite internacional sea un límite global. Esto es que el 30% autorizado para invertir en el exterior deba repartirse entre todos los fondos. Entonces si uno tiene buenas expectativas de retorno para los mercados internacionales, ¿qué fondo debe consumir más límite internacional?. Esto viene a sumarse a la dificultad de manejar varios límites y sublímites. Pero la verdad es que la administración de multifondos es en gran parte un negocio de administración de conflictos de interés y este ha sido un importante desafío para las AFP.

⁷ Me refiero a los fondos de inversión conocidos como Fondos 51/49.

Gráfico N° 9
EVOLUCIÓN INVERSIÓN INTERNACIONAL



Fuente: Elaboración del autor.

Hemos visto que ha habido un desplazamiento de los afiliados hacia los fondos de Renta Variable, y que además las AFP se han situado en el rango máximo permitido para ésta o incluso por encima de éste. Adicionalmente, las AFP han sobreponderado los mercados emergentes. Entonces, la pregunta es ¿dónde está el riesgo?. Obviamente que en un sistema de contribución definida, el riesgo lo soporta el afiliado. Eso siempre se ha sabido. El problema es que con los multifondos el afiliado tiene la opción de elegir los Fondo Tipo A o el Fondo Tipo B, y por lo tanto asumir una mayor cantidad de riesgo, por así decirlo, aunque es probable que esto a alguien no le guste. Como me dijo una vez un analista financiero: “Si te quedas en el Fondo Tipo E te aseguras que vas a poder comprar hamburguesas cuando te retires. Si optas por el Fondo Tipo A, es probable que puedas comprar champagne francés, caviar, langosta, corbatas Hermes y otras exquisiteces, pero también es probable que te tengas que conformar con comida para perros”. En palabras del profesor Zvi Bodie el complejo problema

de tomar decisiones de inversión se ha traspasado desde los gobiernos (o los empleadores) a las personas, quienes son los que tienen menos conocimientos financieros y ningún entrenamiento para manejar el riesgo. La verdad es que esta crítica de ser cierta es lapidaria⁸. Si no confiamos en la capacidad de las personas de tomar decisiones respecto de su futuro (al menos no significativamente peor que los especialistas), entonces quizás era mejor no hacer los multifondos⁹. Pero también podríamos argumentar que entonces existe un rol por parte de las autoridades y también de las AFP de suplir esta falencia y dedicar recursos a educar respecto de la naturaleza de los riesgos para un inversionista de largo plazo. También hay un rol para la autoridad de evitar que estos riesgos de mercado no sean excesivos. La pregunta, entonces, es si acaso debe la autoridad preocuparse solamente de que se informe adecuadamente a los afiliados el nivel de riesgo asumido o debe también introducir limitaciones.

El problema no es fácil. El profesor Walker ha definido el riesgo en un sistema de ahorro para el retiro como la eventualidad de no lograr pensiones razonables. Pero esto es fácil decirlo. El problema es cómo medir el riesgo para un inversionista de largo plazo. Claramente, mediciones populares de riesgo, tal como el VaR, no sirven. Una cartera con VaR reducido puede tener un riesgo muy alto en el sentido del profesor Walker de no lograr una buena pensión.

Creo que las AFP a través del tiempo han hecho un gran esfuerzo por ayudar al afiliado a tomar la decisión de elegir multifondo. Se han desarrollado páginas web con todo tipo de información. Algunas AFP realizan charlas periódicas a sus afiliados. En las páginas web, al afiliado se le ofrecen tests para medir su tolerancia al riesgo. Bien. Se le explica que el retorno esperado de las

⁸ Zvi Bodie. "An analysis of Investment Advice for Retirement Plan Participants". Pension Research Council. The Wharton School. University of Pennsylvania. Una crítica similar puede encontrarse en Walker, Eduardo. "Asset Allocation Optimos para inversionistas institucionales". Octubre de 2003.

⁹ Ver Bange, Mary; Khang, Kenneth and Millar, Thomas. "The Performance of Global Portfolio Recommendations". Marzo 2003.

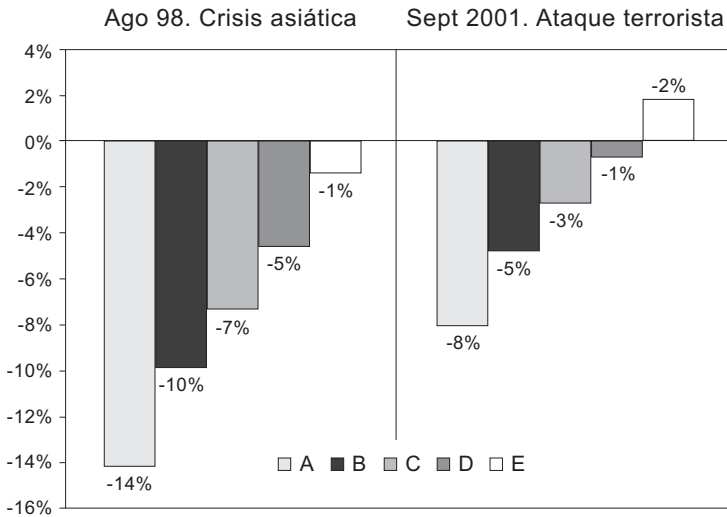
acciones es mayor que el de la Renta Fija. Bien. En algunos casos se le plantean conceptos de riesgo de corto plazo. Hasta algunas AFP, en letra chica, además de proyectar para sus fondos un retorno esperado, proporcionan a sus clientes un intervalo de confianza en el cual puede fluctuar dicha rentabilidad. Pero en ninguna parte, y aquí puede que me equivoque, he visto que se les explique lo siguiente: “al invertir en Renta Variable, si bien aumentan las pensiones esperadas, el riesgo de obtener malas pensiones no disminuye con un mayor horizonte de inversión. Al contrario, se incrementa con este”¹⁰. Creo que debiéramos decir las cosas más explícitamente, igual que en la publicidad de cigarrillos, y esta frase debiera estar presente en toda nuestra asesoría previsional.

Es que en atención a la evolución que han tenido los mercados desde el inicio de los multifondos, quizás la tarea más difícil sea entregar al afiliado una idea clara de qué constituye el riesgo en el largo plazo. Una idea que hemos explorado en algunas charlas a clientes es simular qué habría pasado con cada uno de los 5 fondos en una situación como la crisis asiática o el ataque a las Torres Gemelas en septiembre de 2001 (ver Gráfico N° 10). Creo que logramos un fuerte impacto, el cual se disipa cuando se recuerda que en ambos episodios, en los meses posteriores las pérdidas iniciales se recuperaron completamente. Desde este punto de vista, los multifondos aún no han pasado el test de mercados bursátiles a la baja. No han estado sujetos a *shocks* importantes de larga duración. El pasado mes de octubre pudo haber sido un experimento para ver la reacción de los afiliados frente a eventos adversos. No se observaron grandes movimientos de afiliados. Puede haberse debido a que fue de corta duración y afectó no solo a la Renta Fija sino también a la Renta Variable.

¿Dónde está el Valor Agregado de los Multifondos? En un esquema donde es el afiliado el que tiene la capacidad de elegir el grado de riesgo que quiere asumir, lo importante es que este tenga alternativas diferenciadas para elegir. Desde este punto de vista, los

¹⁰ Ver Eduardo Walker. *Op cit.*

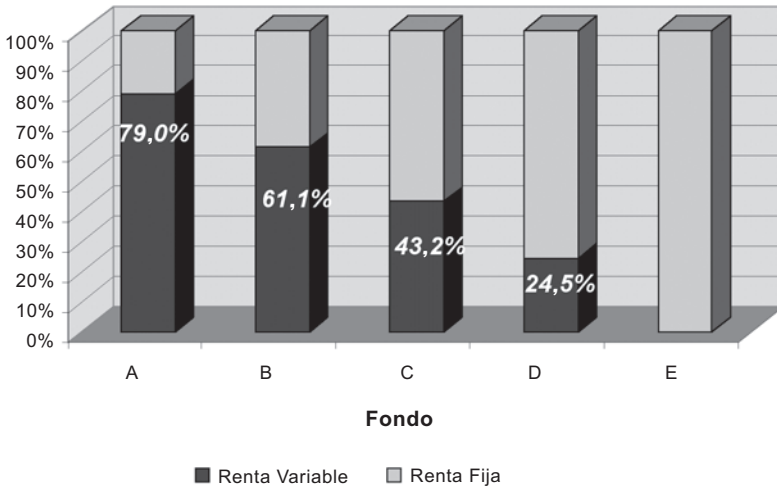
Gráfico N° 10
¿QUÉ HABRÍA PASADO SI...?



fondos deben ser lo más diferenciados posibles y lo más estables posible en su *asset allocation* de forma de ser útiles a sus afiliados (ver Gráfico N° 11). Desde este punto de vista, Fondos Tipo D disfrazados de Fondos Tipo C podrán rentar mejor que su respectivo *benchmark* pero no entregan valor a los afiliados. Si compré un fondo Large Value quiero que sea un fondo Large Value y no un Fondo Small Growth.

Es importante preocuparse de ayudar al afiliado a encontrar su punto preferido dentro de la frontera eficiente. Un interesante estudio del Banco Mundial propone para otros países la creación de tres tipos de fondos: un fondo de activos riesgosos; un fondo de Renta Fija de largo plazo, con instrumentos de buena calidad crediticia y en lo posible indexados a la inflación de forma de entregar al afiliado una aproximación al activo libre de riesgo de largo plazo. Combinando el primero con el segundo, el afiliado podría escoger el punto que más le acomode dentro de la frontera eficien-

Gráfico N° 11
VALOR AGREGADO DE LOS FONDOS DE PENSIONES



Cinco alternativas claramente diferenciadas

Fuente: Elaboración del autor.

te. Por último, un fondo de Renta Fija de corto plazo, una especie de fondo de *money market*, para aquellos que se encuentren muy preocupados por los que estiman una probable evolución adversa de los mercados.

El Fondo Tipo A cumple con la función de proveer la cartera de activos riesgosos que propone el Banco Mundial. Pero si observamos que las carteras de Renta Fija tienen una duración inferior a los 4 años, debemos concluir que no estamos poniendo a disposición de nuestros afiliados un fondo de largo plazo que puedan combinar con el fondo de activos riesgosos. Este fondo se hace más necesario si se recuerda que gran parte de los afiliados al momento de retiro elige adquirir una renta vitalicia, y por lo tanto tiene un riesgo de descalce de plazos. Un fondo con una mayor duración sería útil para el afiliado como un *hedge* frente a la evolución del costo de las Rentas Vitalicias.

Conclusiones

El objetivo principal que se quería lograr con los multifondos era de aumentar el valor esperado de las pensiones. Hasta aquí vamos bien porque afiliados que optaron por fondos de Renta Variable se han beneficiado de rentabilidades superiores a las que habrían obtenido en la situación anterior a los multifondos.

También se ha logrado que las personas se interesen y participen activamente en la elección de multifondos.

Asesoría previsional será clave en la continuación del éxito de los multifondos. Reguladores y fondos de pensiones han dedicado importantes esfuerzos a este fin. La mayor dificultad consiste en comunicar al afiliado la naturaleza del riesgo en el largo plazo.

Valor agregado de los multifondos es ofrecer a los afiliados alternativas diferenciadas. Límites restrictivos a la inversión internacional pueden conspirar contra esta diferenciación.

Se echa de menos un fondo invertido en Renta Fija de largo plazo, de buena calidad crediticia que sirva como *hedge* del costo de las Rentas Vitalicias.