

ANAFAP
Asociación Nacional de AFAP

Esquemas de Multifondos:

Una propuesta para Uruguay

Ernesto Barcia
Gonzalo Goyetche
Florencia Marizcurrena

Diciembre de 2017

Contenido

Introducción	5
Esquemas Multifondos en la región.	6
Chile:	6
México.....	9
Perú:	12
Colombia:	15
Uruguay:.....	18
Una propuesta para Uruguay	20
Conclusiones	23
Consultas y Referencias	23

Introducción

El régimen jubilación mixto se crea en Uruguay el 3 de setiembre de 1995 a través de la ley 16.713 como respuesta al descalce existente en el régimen solidario (BPS), entre aportes y prestaciones. En esta ley fueron creadas las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP).

En el sistema mixto se establecen cuentas individuales a cada trabajador que son administradas por las AFAP. Éstas deben cumplir con un conjunto riguroso de regulaciones para garantizar que estos fondos sean administrados adecuadamente con el único objetivo de maximizar el ahorro de los afiliados.

La regulación tiene como finalidad limitar el riesgo asociado a la inversión de dichos fondos mediante límites que comprenden aspectos cualitativos y cuantitativos, como calidad crediticia de los emisores, instrumentos, moneda, montos máximos por instrumentos y emisores, montos máximos de inversión en el exterior, etc.

Desde su inicio hasta julio de 2014 el sistema mixto estuvo basado en la administración de un único fondo. Por lo tanto, el portafolio de inversiones era igual para todos los afiliados, independientemente de su edad. A partir de agosto de 2014 se implementa un esquema de bifondo. Se asignan los fondos de los afiliados en dos Subfondos en función de su edad: mayores o menores de 55 años.

A nivel global, los fondos de pensiones buscan diversificar sus portafolios para lograr rendimientos competitivos en el largo plazo, por lo que es necesario canalizar las inversiones hacia diferentes sectores y geografías.

Adicionalmente, la inversión de recursos en mercados internacionales contribuye a mitigar la presión que ejerce el volumen de los fondos administrados por los fondos de pensión como proporción del mercado financiero local, ya que el estar invertidos solo localmente se limita fuertemente su liquidez y movilidad.

Dentro de este contexto de diversificación, es común encontrar esquemas de multifondos, que tienen como objetivo generar portafolios diferenciados, adecuados para los distintos perfiles de riesgo de los afiliados.

A modo de simplificación, se observan tres perfiles de afiliados bien diferenciados:

- Afiliados que se encuentran a pocos años del retiro: es conveniente que sus ahorros estén colocados en instrumentos con muy poca volatilidad, que ayuden a estabilizar su valor y evitar potenciales pérdidas por ocurrencia de eventos extraordinarios en los últimos años de trabajo.
- Afiliados que se encuentran en etapas iniciales de acumulación: tienen un horizonte de inversión más largo y la prioridad es diversificar la cartera de modo reducir el riesgo y generar rentabilidades reales positivas para que puedan alcanzar una mayor jubilación. Este tipo de afiliados tiene todavía mucho tiempo para recuperarse de períodos adversos en los mercados financieros.
- Afiliados que se encuentran en etapas intermedias de acumulación: estos afiliados tienen un horizonte de inversión intermedio, mayor al de los afiliados cercanos a la edad de retiro pero menor al de los afiliados más jóvenes. Si bien este grupo cuenta con capacidad para recuperarse de períodos adversos, la misma es menor que la de los afiliados más jóvenes.

En el caso de los esquemas de tres fondos, el primer grupo de afiliados (cerca del retiro) es asignado a un Subfondo más conservador, equiparable en Uruguay al actual Subfondo de Retiro.

Para el segundo grupo (afiliados jóvenes) se crea un Subfondo con mayor capacidad de asumir riesgos (siempre dentro de límites tolerables) con el objetivo de lograr un mayor crecimiento de los activos en el largo plazo. En este nuevo tipo de Fondo se introducen más opciones de inversión, con capacidad de diversificar hacia diferentes sectores y geografías.

El tercer grupo (afiliados intermedios) se asigna a un Subfondo con mayor flexibilidad de plazos y más opciones de inversión para el primero, aunque más limitadas que para los afiliados más jóvenes. Este fondo es equiparable en Uruguay al Subfondo de Acumulación.

La diferenciación de los tipos de fondo se realiza a través de límites máximos y mínimos para las colocaciones en diferentes tipos de activos. Así, cada fondo tendrá distintos porcentajes Renta Variable y Renta Fija privada local, Renta Variable y Renta Fija privada del exterior, Renta Fija soberana local, Renta Fija soberana del exterior, certificados de depósito, instrumentos derivados, etc., dependiendo del perfil de riesgo correspondiente al fondo.

Otra decisión relevante al diseñar e implementar este tipo de esquemas es la forma en la que se realiza la asignación por defecto de los afiliados a los diferentes Subfondos y eventualmente la existencia o no de la posibilidad de optar entre los diferentes Subfondos.

Los países de América Latina que actualmente cuentan con sistemas de multifondos son Chile, Colombia, México y Perú. Tanto en México como en Chile, se ofrecen cinco alternativas distintas de fondos, que varían en la relación riesgo-retorno. En el caso de Colombia y Perú, las administradoras pueden ofrecer a sus afiliados tres alternativas de fondos, también diferenciados en su relación riesgo-retorno.

El objetivo de este trabajo es realizar un relevamiento de estos esquemas de multifondos que existen actualmente en la región y sugerir las posibles características que podría tener una alternativa de multifondos para aplicar en el caso uruguayo.

Esquemas Multifondos en la región.

Chile:

En 1981 se implementa el sistema de capitalización individual y en setiembre de 2002 se establece un esquema de multifondos en el cual las AFP¹ (Administradoras de Fondos de Pensión) administran cinco Fondos de pensión, variando su estructura de acuerdo a la aversión y capacidad de tomar riesgo de los afiliados.

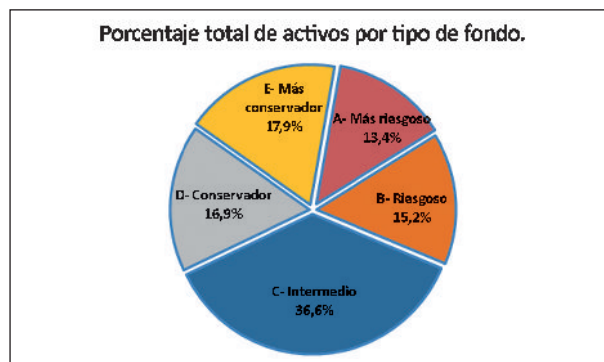
Los Subfondos se pueden ordenar de acuerdo a su capacidad de tomar riesgos, siendo el Tipo A el que tiene mayor flexibilidad y el Tipo E el más conservador y encontrándose los Fondos Tipo B, C y D en niveles intermedios en su capacidad de asumir riesgos.

Actualmente el Fondo Tipo C (Intermedio) posee el mayor porcentaje del sistema con un 36.59% del total de activos. Según la regulación vigente, 4 de estos Subfondos (Tipos B,

1 Equivalente chilena a la AFAP de Uruguay.

C, D y E) son obligatorios para diferentes rangos etarios de acuerdo a su tolerancia por el riesgo y el Subfondo más riesgoso (Tipo A) es opcional.

Figura 1



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones de Chile (Datos a Julio 2017)

A continuación se presentan los límites regulatorios impuestos a cada Subfondo en distintas clases de activos:

	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
Chile	Más Conservador (E)	80%	5%	N.A.*	35%
	Conservador (D)	70%	20%	N.A.*	45%
	Intermedio (C)	50%	40%	N.A.*	75%
	Riesgoso (B)	40%	60%	N.A.*	90%
	Más Riesgoso (A)	40%	80%	N.A.*	100%

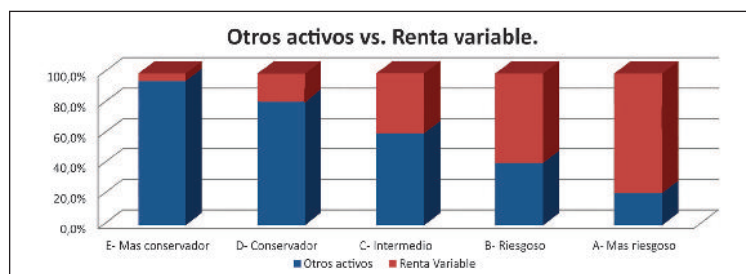
*No tienen un límite específico para este tipo de activos, se prevé un límite para bonos convertibles en acciones emitidos por empresas públicas y privadas.

Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

En el cuadro anterior se puede observar que a medida que aumenta la capacidad de asumir riesgos del Subfondo aumentan los niveles permitidos de exposición a Renta Variable y a Inversiones en el Exterior.

A julio de 2017, la composición del portafolio del sistema de AFP muestra una exposición a Renta Variable muy cercana a los límites máximos permitidos por la regulación.

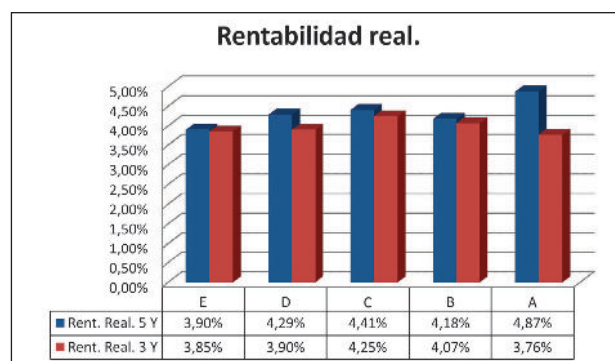
Figura 2



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones de Chile (Datos a Julio 2017)

En cuanto a la rentabilidad real, podemos observar que el Subfondo más riesgoso logró el mayor rendimiento en los últimos 5 años, mientras que si realizamos el mismo análisis para los últimos 3 años el Fondo C fue el que logró el mejor rendimiento. A continuación se presentan las rentabilidades reales a 3 y 5 años anualizadas para los diferentes Tipos:

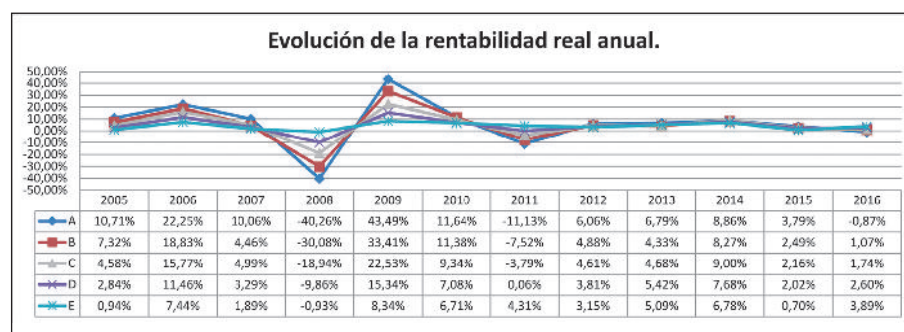
Figura 3



Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Por otro lado, si analizamos la evolución de la rentabilidad real anual a lo largo de los últimos 12 años podemos ver como efectivamente el Subfondo E (el más conservador), es el más estable, mientras que el Subfondo A (el más riesgoso), muestra mayor volatilidad en los rendimientos y tiende a tener peores retornos que los más conservadores en periodos de rentabilidad negativa y mejores retornos en los periodos de rentabilidad positiva.

Figura 4



Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Ambas observaciones (mayor volatilidad y mayor retorno en el largo plazo a medida que se va aumentando la capacidad de tomar riesgos del Subfondo) son consistentes con lo que a priori podría esperarse, y con lo deseado de acuerdo a los perfiles de riesgo de los distintos tipos de afiliados que son asignados a cada Fondo.

Esto es, si bien en lapsos cortos el Subfondo con mayor capacidad de tomar riesgos puede pasar por periodos de stress con retornos más bajos (por ejemplo en 2008), es de esperar que en plazos más largos el retorno de dicho Subfondo (siempre y cuando cuenten con una diversificación adecuada) sea mayor al de los Subfondos más conservadores.

Elección del Subfondo

La elección de los Fondos es libre salvo para los afiliados hombres mayores a 55 años y mujeres mayores a 50 años que tienen restringida la opción por el Subfondo más riesgoso (Tipo A). Siempre y cuando cumplan con dichas restricciones, los afiliados pueden realizar traspasos entre los Subfondos cuando lo deseen.

Los afiliados que no elijan voluntariamente un Subfondo serán asignados por defecto de acuerdo a su edad. Los afiliados más jóvenes son asignados por defecto a Subfondos con mayor exposición a activos más riesgosos, y se dividen en tres tramos etarios, asignando desde los más jóvenes a los mayores a los Fondos Tipo B, C y D respectivamente. Ningún afiliado es asignado por defecto a los Fondos Tipo A y E.

A su vez también existe una regla de convergencia hacia el Subfondo más conservador: a medida que el afiliado va alcanzando la edad de retiro se irá realizando una transferencia gradual de sus fondos hacia los menos riesgosos. Se transfiere al Subfondo de menor riesgo un 20% del saldo en la cuenta del afiliado al cumplir la edad de cambio de tramo etario y un 20% adicional en cada uno de los siguientes años hasta transferir todos sus fondos en un período de 4 años.

El afiliado puede ejercer su derecho de optar por el Subfondo que prefiera en cualquier momento, independiente de haber sido asignado a uno de ellos por no haber elegido antes. A su vez, podrá dividir el saldo de su ahorro en hasta dos Subfondos, en la proporción que le parezca conveniente.

En el siguiente cuadro se resumen las diferentes opciones que disponen los afiliados, dependiendo de su rango etario:

Fondo	Hombres y Mujeres <=35 años	Hombres entre 36 y 55 años; Mujeres entre 36 y 50 años	Hombres desde 56 años; Mujeres desde 51 años
E (Más Conservador)	✓	✓	✓
D (Conservador)	✓	✓	✓
C (Intermedio)	✓	✓	✓
B (Riesgoso)	✓	✓	✓
A (Más Riesgoso)	✓	×	×

✓	Permitido
×	Prohibido
✓	Por defecto

México:

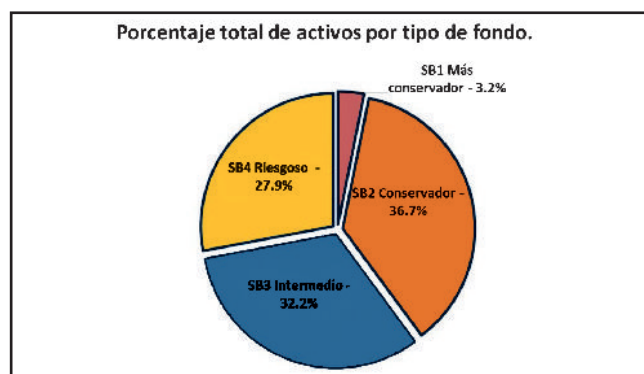
En 1997 se implementó el sistema de capitalización individual y en enero de 2005 se introdujo el esquema de multifondos. A partir de esa fecha las AFORE² (Administradoras de Fondos de Retiro) debían ofrecer dos tipos de Fondos. El 28 de marzo de 2008 se incorporaron los restantes Subfondos, que son opcionales para el afiliado.

Los Subfondos (SIEFORES) se pueden ordenar de acuerdo a su capacidad de tomar riesgos, siendo la SIEFORE Básica 4 (SB4) la que tiene mayor flexibilidad para tomar riesgos y la SIEFORE Básica 1 (SB1) la de perfil más conservador; encontrándose las SB3 y SB2 en niveles intermedios en su capacidad de asumir riesgos³.

² Equivalente mexicana a la AFAP de Uruguay.

³ Para este trabajo no se tomó en cuenta la SIEFORE Básica 0 (SB0), que está destinada exclusivamente a personas de 60 años o mayores que están próximos a realizar retiros totales por pensión o negativa de pensión e invierte solo en Renta Fija.

Figura 5



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

A continuación se presentan los límites regulatorios impuestos a cada Subfondo en distintas clases de activos:

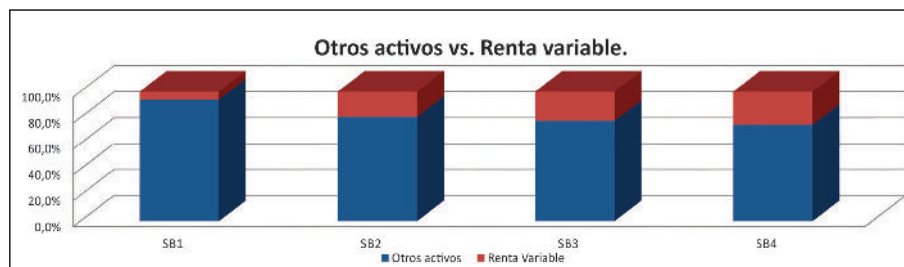
	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
México	SB1 - Más Conservador	100%	10%	100%	20%
	SB2 - Conservador	100%	30%	100%	20%
	SB3 - Intermedio	100%	35%	100%	20%
	SB4 - Más Riesgoso	100%	45%	100%	20%

Fuente: Consar, datos a enero de 2017.

Al igual que en el caso chileno, se constata que a medida que aumenta la capacidad de asumir riesgos del Subfondo, aumentan los niveles permitidos de exposición a Renta Variable, tanto local como en el exterior (el límite de inversiones en el exterior no cambia pero la renta variable en el exterior se ve topeada por el límite de RV).

A julio de 2017, la composición del portafolio de las AFORES muestra también una exposición a Renta Variable muy cercana a los límites máximos permitidos por la regulación:

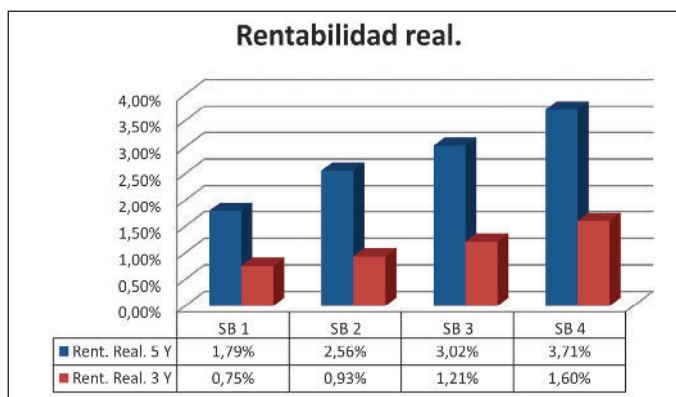
Figura 6



Fuente: Elaboración propia con datos de la Consar. Datos a agosto 2017.

En cuanto a la rentabilidad real, podemos observar que la SB4 (más riesgosa) logró el mayor rendimiento en los últimos 3 y 5 años. A continuación se presentan las rentabilidades reales a 3 y 5 años anualizadas para los diferentes Tipos:

Figura 7

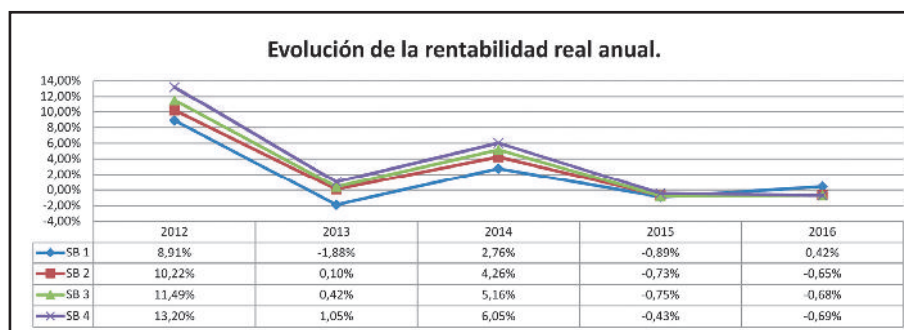


Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Si analizamos la evolución de la rentabilidad real anual a lo largo de los últimos 5 años, podemos ver cómo la SB4 (más riesgosa) logró sistemáticamente los mejores rendimientos excepto en 2016 donde estuvo levemente por debajo del resto.

Si bien no se dispone para este análisis de datos previos a 2012, es de esperar que estos retornos sean menores para los fondos más riesgosos en periodos de rentabilidades negativas⁴.

Figura 8



Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Elección del Subfondo

A partir de marzo de 2008, los ahorros son depositados en uno de los Subfondos según la edad del afiliado. Así, los afiliados se dividen por tramos etarios y se asignan a los distintos Subfondos, asignándose por defecto al SB4, SB3, SB2 y SB1 respectivamente de acuerdo a su edad.

⁴ No se encontraron datos oficiales disponibles de rentabilidad real anteriores al 2012.

No obstante, los trabajadores tendrán siempre la opción de transferir sus fondos sin ningún tipo de restricción o costo a un Subfondo, siempre y cuando éste sea más conservador que el que le es asignado por defecto de acuerdo a su edad.

En el siguiente cuadro se resumen las diferentes opciones que disponen los afiliados, dependiendo de su rango etario:

Fondo	Afiliados <=35 años	Afiliados entre 37 y 45 años	Afiliados entre 46 y 59 años	Afiliados >60 años
SB1 - Más Conservador	✓	✓	✓	✓
SB2 - Conservador	✓	✓	✓	×
SB3 - Intermedio	✓	✓	×	×
SB4 - Más Riesgoso	✓	×	×	×

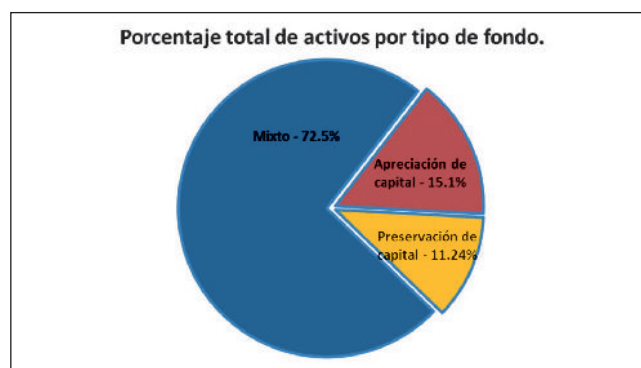
✓	Permitido
×	Prohibido
✓	Por defecto

Perú:

El sistema de capitalización individual en Perú se creó en noviembre de 1992 y se caracterizó por la administración por parte de las AFP⁵ (Administradoras de Fondos de Pensión) de un único Fondo hasta noviembre de 2005. En esa fecha se implementó el sistema de multifondos.

Este cambio implicó que cada AFP comience a administrar tres Subfondos: Subfondo de pensiones Tipo 1 (o Fondo de Preservación de Capital), Subfondo de pensiones Tipo 2 (o Fondo Mixto) y Subfondo de pensiones Tipo 3 (o Fondo de Apreciación de Capital). Siendo el Subfondo Tipo 1 el más conservador y el Tipo 3 el que tiene una mayor exposición al riesgo.

Figura 9



Fuente: Superintendencia Financiera de Perú. Datos a julio 2017.

A continuación se presentan los límites regulatorios impuestos a cada Subfondo en distintas clases de activos:

⁵ Equivalente peruana a la AFAP de Uruguay.

Perú	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
	Preservación de capital	40%	10%	N.A.*	46%
	Mixto	40%	45%	N.A.*	
	Apreciación de capital	40%	80%	N.A.*	

* No existe un límite específico para este tipo de instrumento.

En cuanto a la posibilidad de invertir en Renta Variable, la misma está limitada por las siguientes restricciones:

- por un lado cada Subfondo cuenta con un límite propio para Renta Variable, que se va reduciendo en la medida en que la edad de los afiliados avanza y cambian de Subfondo. (80%, 45% y 10%).
- por otra parte, existe un límite para Inversiones en el Exterior, dentro de las cuales se incluye la Renta Variable internacional, que aplica a la posición consolidada de los tres fondos (hoy este límite es de 46% de los activos bajo manejo).

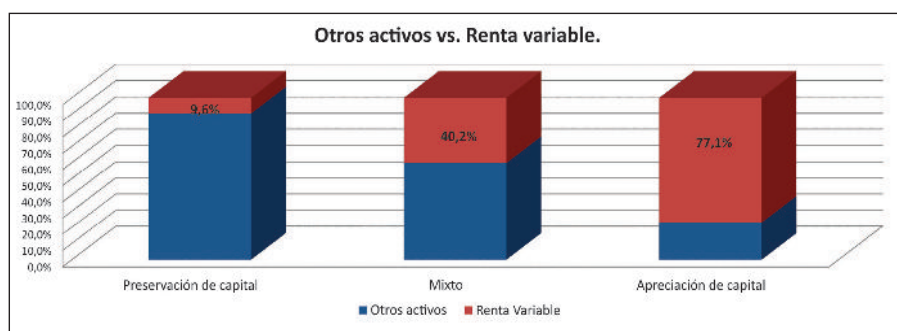
Estos límites operan de manera conjunta.

A modo de ejemplo:

- si bien el Fondo de Preservación de Capital podría invertir más del 10% en el exterior (hasta 46% del total de Fondos bajo manejo), nunca podrá invertir más de un 10% en Renta Variable, ya sea local o del exterior.
- en el otro extremo, si bien el Fondo de Apreciación de Capital podría invertir hasta un 80% en Renta Variable, la cantidad que podrá invertir en Renta Variable internacional estará topeada por el límite general de Inversiones en el exterior.

A Mayo de 2017, la composición del portafolio de las AFP muestra la siguiente exposición a Renta Variable:

Figura 10

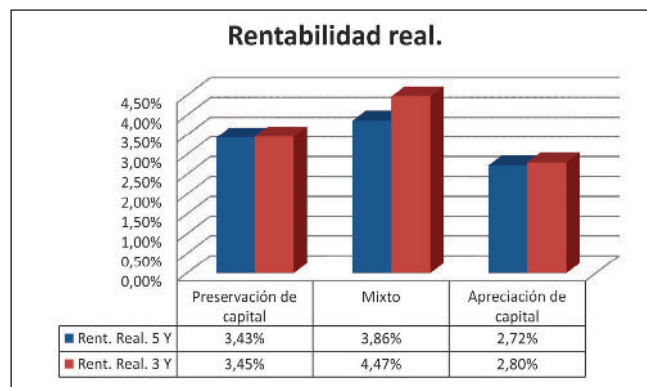


Fuente: Superintendencia Financiera de Perú.

En el cuadro anterior se puede observar cómo efectivamente aumenta sensiblemente la exposición a Renta Variable en los fondos que están dedicados a los afiliados más jóvenes.

En cuanto a la rentabilidad real, podemos observar que el Fondo Mixto (riesgo intermedio) logró el mayor rendimiento en los últimos 3 y 5 años, mientras que el Fondo más riesgoso fue el que obtuvo menor rentabilidad. A continuación se presentan las rentabilidades reales a 3 y 5 años anualizadas para los diferentes Subfondos:

Figura 11

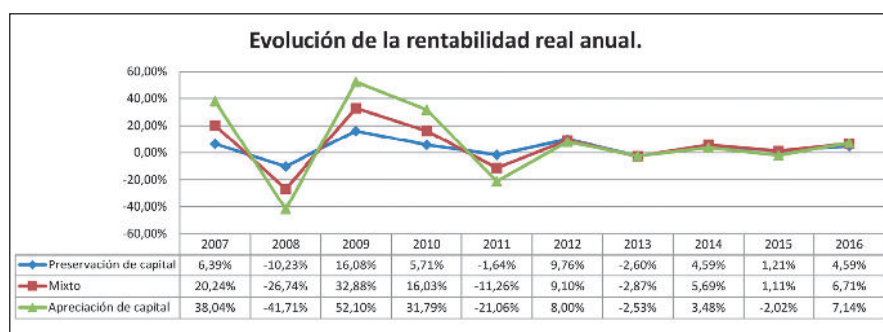


Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Por otro lado si analizamos la evolución de la rentabilidad real anual podemos ver cómo el Fondo de apreciación de capital muestra mayor volatilidad, registrando rendimientos superiores en los periodos de crecimiento y mayores correcciones en los periodos de contracción. Tal es el caso de la crisis financiera internacional de 2008. En ese año el Fondo de Apreciación de Capital (más riesgoso) tuvo la rentabilidad más baja de los tres Subfondos (-41.71%), sin embargo en los años siguientes (2009 y 2010) tuvo una recuperación que más que compensó dicha caída de rentabilidad (52.1% y 31.79% respectivamente).

Como es de esperar, cuando se dispone de suficiente tiempo para recuperarse de este tipo de eventos negativos (como es el caso de los afiliados más jóvenes) y se cuenta con un portafolio bien diversificado, la rentabilidad del Fondo con mayor exposición al riesgo, supera a la de los otros fondos.

Figura 12



Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Elección del Subfondo

Si el afiliado no elige un determinado Tipo de Subfondo, la ley establece que sea asignado por defecto al Subondo Mixto en la AFP de su elección. Posteriormente el afiliado puede solicitar el cambio a otro Subfondo cuando así lo desee.

La ley también establece que los afiliados mayores de 60 años deben traspasarse de forma

automática al Fondo de Preservación de Capital, salvo que expresen por escrito su voluntad de pertenecer en el Fondo Mixto. Los afiliados a partir de los 60 años tampoco podrán invertir en el Fondo de Apreciación de Capital.

En el siguiente cuadro se resumen las diferentes opciones que disponen los afiliados, dependiendo de su rango etario:

Edad	Afiliados <60 años	Afiliados >60 años
Preservación de capital	✓	✓
Mixto	✓	✓
Apreciación de capital	✓	×

✓	Permitido
×	Prohibido
✓	Por defecto

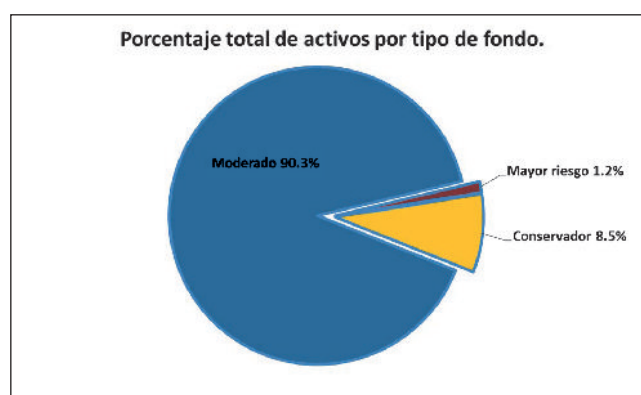
Colombia:

El régimen de capitalización individual se creó en 1993 y se basó en la administración de un único Fondo (Fondo de Pensión Obligatoria) por parte de las AFP⁶ (Administradoras de Fondos de Pensión) hasta el año 2009.

En 2009 se establece un esquema de multifondos que da lugar a la creación de tres Subfondos (Fondo Conservador, Fondo Moderado y Fondo de Mayor Riesgo) que se diferencian principalmente en los porcentajes que se les permite invertir en títulos de Renta Variable y en activos extranjeros.

De acuerdo a datos de la Superintendencia Financiera de Colombia a setiembre de 2017 del total de activos administrados por las AFP el 91.3% pertenece al Fondo Moderado, el 8.5% al Fondo Conservador y el 1.2% al Fondo de Mayor Riesgo.

Figura 13



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Datos a setiembre de 2017.

A continuación se presentan los límites regulatorios impuestos a cada Subfondo en distintas clases de activos:

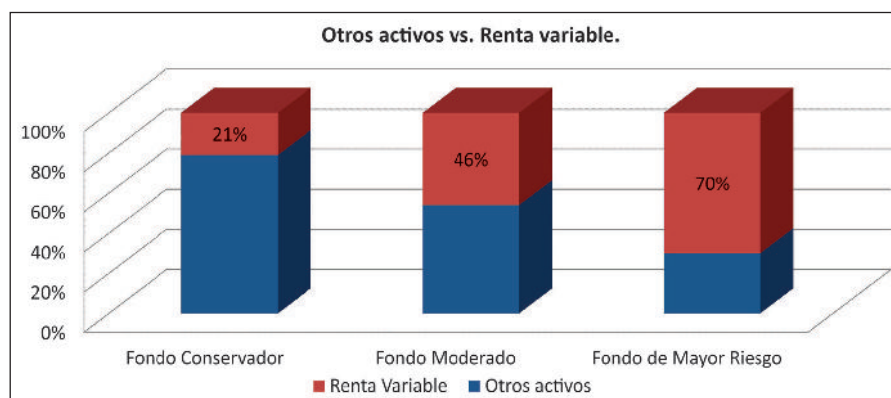
⁶ Equivalente colombiana a la AFAP de Uruguay.

Perú	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
	Conservador	50%	20%	60%	40%
	Moderado	50%	45%	60%	60%
	Mayor riesgo	50%	70%	60%	70%

Igual que en los otros casos presentados, se constata que a medida que aumenta la capacidad de asumir riesgos del Subfondo, aumentan los niveles permitidos de exposición a Renta Variable y a Inversiones en el Exterior.

A setiembre de 2017, la composición del portafolio de los FPO muestra la siguiente exposición a Renta Variable:

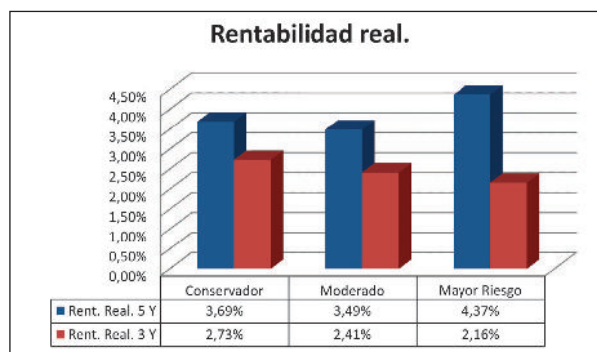
Figura 14



Fuente: ASOFONDOS.

En cuanto a la rentabilidad real, podemos observar que el Fondo de Mayor Riesgo logró el mayor rendimiento en los últimos 5 años, mientras que el Fondo Conservador obtuvo la mayor rentabilidad en los últimos 3 años. A continuación se presentan las rentabilidades reales a 3 y 5 años anualizadas para los diferentes Subfondos:

Figura 15

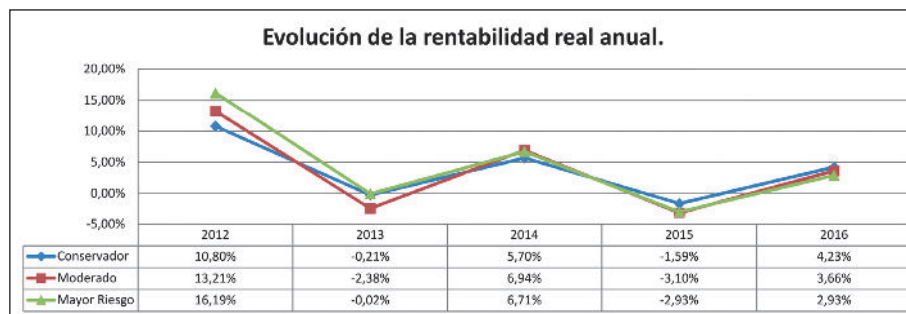


Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

Por otro lado, si observamos la rentabilidad real anual desde 2012 (primer año completo

en que el esquema de multifondos estuvo operativo) podemos ver que el Fondo de Mayor Riesgo presenta una mayor volatilidad, teniendo mejores retornos en los años de alza y mayores pérdidas en los años malos.

Figura 16



Fuente: FIAP, datos a diciembre del 2016.

En el caso colombiano se cuenta con pocas observaciones ya que previo a 2012 no estaba operativo el esquema de multifondos, esto hace difícil extraer conclusiones a partir de los datos disponibles.

Es de esperar que como en el resto de los casos presentados, los retornos sean menores para el Fondo de Mayor Riesgo en períodos de rentabilidades negativas y mayores en períodos de alza, justificando la inversión en este tipo de Fondos para aquellos afiliados que dispongan de tiempo suficiente para reponerse a periodos negativos.

Elección del Subfondo

El afiliado puede elegir libremente sólo uno de los 3 tipos de Fondos en la etapa de acumulación (hombres menores a 57 años y mujeres menores a 52), en caso que no elijan se les asignará por defecto el Fondo moderado.

Fondo	Hombres <=56 años Mujeres <=51 años	Hombres >=57 años Mujeres >=52 años
Conservador	✓	Regla de Convergencia
Moderado	✓	
Mayor riesgo	✓	

✓	Permitido
✗	Prohibido
✓	Por defecto

Una vez finalizado el periodo de acumulación, una parte de sus recursos será transferida anualmente al Fondo Conservador de acuerdo a la siguiente regla de convergencia:

Edad		Saldo mínimo de la cuenta individual en el Fondo Conservador
Mujeres	Hombres	
52	57	20%
53	58	40%
54	59	60%
55	60	80%
56	61	100%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - ABS multifondos.

Uruguay:

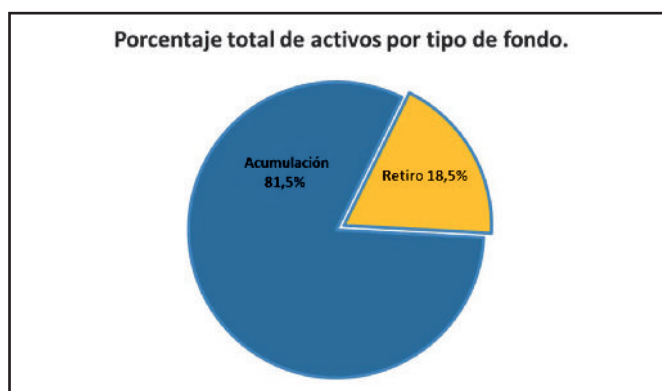
Desde la creación del sistema previsional mixto en 1996 hasta julio de 2014 existía un único Fondo de Ahorro Previsional al cual aportaban todos los afiliados, sin importar su edad o perfil de riesgo.

A partir de agosto de 2014 la Ley N° 19.162 establece la separación de dicho Fondo en dos Subfondos:

- Subfondo de Acumulación (afiliados hasta 55 años) y
- Subfondo de Retiro (afiliados a partir de 55 años).

La distribución del total de activos del sistema a julio de 2017 es la siguiente:

Figura 17



Fuente: Banco Central del Uruguay. Datos a julio 2017.

A continuación se presentan los límites regulatorios impuestos a cada Subfondo en distintas clases de activos:

Uruguay	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
	Conservador	90%	0% *	0%	20% **
	Mayor riesgo	75%	50% *	50%	15% **

Fuente: Banco Central del Uruguay.

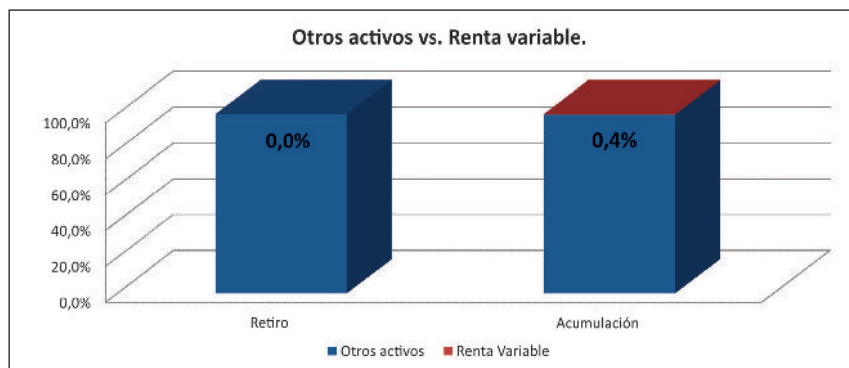
*El límite es exclusivo para Renta Variable local.

**El límite actual no contempla inversión en Renta Variable, solo instrumentos de Renta Fija.

Si bien el límite para invertir en Renta Variable local es de un 50% para el Subfondo de Acumulación, en setiembre de 2017 los Subfondos administrados por las AFAP muestran la siguiente exposición a esta clase de activos:

La baja exposición a Renta Variable local en el Subfondo de Acumulación se debe principalmente al poco desarrollo del mercado de capitales local. Actualmente cotizan en Bolsa solamente 4 acciones que cumplen con los requisitos para ser incluidas en el Fondo de Ahorro Previsional.

Figura 18



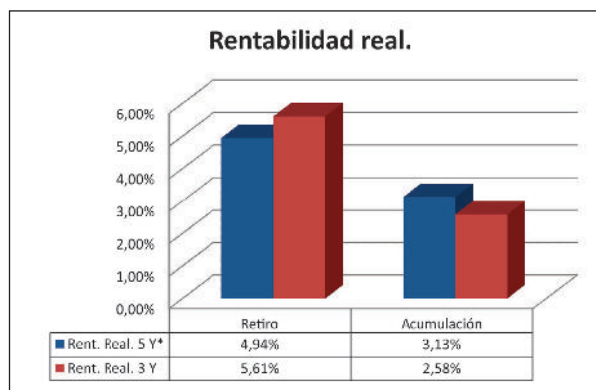
Fuente: Banco Central del Uruguay.

El Subfondo de Acumulación puede invertirse además en Certificados de Participación de fideicomisos locales, en los que se invierten actualmente un 5.55%⁷ de los activos.

Las pocas alternativas para invertir en Renta Variable a nivel local, sumado a que actualmente ninguno de los dos Subfondos tiene permitido invertir en Renta Variable del exterior hacen que la inversión en esta clase de activos por parte de las Administradoras, sea muy baja.

En cuanto a la rentabilidad real, si bien el plazo de vigencia de los multifondos en Uruguay es aún muy corto para extraer conclusiones, es de esperar que se repitan los patrones observados en los demás países. Es decir, el Subfondo de Retiro, más conservador, debería presentar menores retornos en el largo plazo.

Figura 19



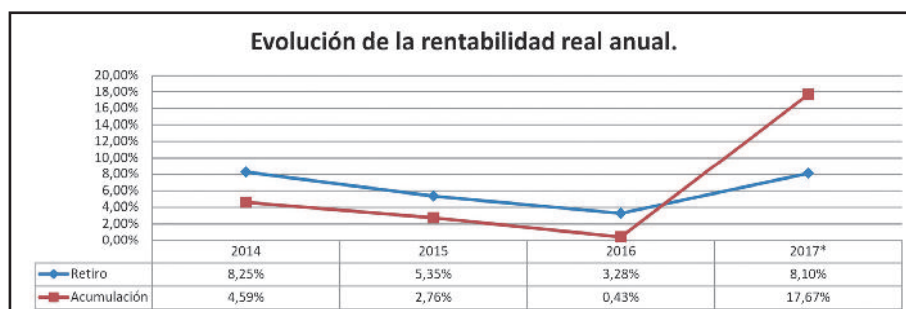
* El Subfondo de Retiro lleva 3 años de apertura por lo tanto para el cálculo se toman 2 años del Subfondo de Acumulación.

Fuente: Banco Central del Uruguay. Datos a diciembre del 2016.

Si descomponemos las rentabilidades reales año a año desde 2014 (primer año en que el Subfondo de Retiro estuvo activo) podemos ver que el Subfondo de Acumulación presenta mayor volatilidad. Esto se debe a que al estar invertido en activos de mayor duración, se magnifican tanto las ganancias como las pérdidas de capital.

⁷ Estimaciones de UniónCapital AFAP a partir de información publicada por el Banco Central del Uruguay.

Figura 20



* Para el 2017 se tomó la rentabilidad YTD.

Fuente: Banco Central del Uruguay. Datos a octubre del 2017.

Elección del Subfondo

En Uruguay el afiliado no cuenta con la posibilidad de elegir a que Subfondo se asignan sus ahorros previsionales. Todos los afiliados menores a 55 años son asignados por defecto al Subfondo de Acumulación. Cuando el afiliado cumple 55 años de edad, la ley establece que sus fondos sean transferidos al Subfondo de Retiro de acuerdo a la siguiente tabla de convergencia:

Edad	Fondo	
	Acumulación	Retiro
<55	100%	0
55	80%	20%
56	60%	40%
57	40%	60%
58	20%	80%
59	0	100%

Fuente: Banco Central del Uruguay.

Una propuesta para Uruguay

Desde el comienzo del sistema de capitalización individual en 1996, las opciones de inversión para los afiliados han sido muy restringidas por la regulación, implicando esto una limitante al momento de buscar mayor rentabilidad y una mejor diversificación.

La experiencia en los diferentes países de la región que presentan esquemas de multifondos puede servir como guía al momento de definir una estrategia de cara al futuro para Uruguay.

Se puede observar, en línea con las mejores prácticas en lo que respecta al diseño de sistemas pensiones⁸⁻⁹, una tendencia a generar carteras de inversión con suficiente flexibilidad para adaptarse a características específicas de los afiliados, como la edad.

En este sentido, Uruguay ya ha dado un primer paso con la implementación del Subfondo de Retiro, que tiene un perfil más conservador, que otorga a los afiliados mayor protección

8 Ver: An Ideal Retirement System - Mercer/CFA Institute (2015).

9 Nobel Laureate Panel Discussion: What Retirement Means to Me (2009).

ante eventuales situaciones adversas de los mercados financieros en sus últimos años de aportes.

El siguiente paso es la creación de un tercer Subfondo para los afiliados más jóvenes, que tienen la capacidad de afrontar mayor volatilidad en el corto plazo con el fin de obtener una mayor rentabilidad en el largo plazo.

Este nuevo Subfondo se caracterizaría principalmente por la posibilidad de invertir en Renta Variable internacional, con la finalidad de obtener una mejor diversificación geográfica y por clase de activos. Esta diversificación contribuiría a la construcción de mejores portafolios para los inversores¹⁰.

Son varios los trabajos que evalúan la incorporación de Renta Variable internacional a las carteras de los Fondos de pensión y concluyen que la misma permite alcanzar combinaciones de activos con una mejor relación riesgo/retorno que las actuales a través de la diversificación¹¹.

Adicionalmente, debido al mayor nivel de capital humano y mayor tiempo para recuperarse de eventos negativos, es deseable para las personas más jóvenes tener una mayor exposición a Renta Variable dentro de sus inversiones¹². Así podrán obtener mejores retornos en el largo plazo, con el fin de mantener su nivel de consumo al momento de retirarse.

Por esta capacidad (y necesidad) de asumir mayores riesgos de las personas más jóvenes, es conveniente que este nuevo Subfondo sea destinado a afiliados cuya edad sea menor o igual a 35 años (tal es el caso de Chile).

A su vez, en base a la vasta literatura que fundamenta la conveniencia de este tipo de portafolios para los afiliados más jóvenes, este nuevo Subfondo debería ser asignado por defecto, otorgándoles la posibilidad de transferir sus fondos al Subfondo de Acumulación si así lo desean.

De este modo, las opciones de inversión por franja de edad para los afiliados serían las siguientes:

Fondo	Afiliados <=35 años	Afiliados entre 36 y 55 años	Afiliados >=55 años
Subfondo de Retiro	×	×	✓
Subfondo de Acumulación	✓	✓	×
Nuevo Subfondo para jóvenes	✓	×	×

✓	Permitido
×	Prohibido
✓	Por defecto

Los límites regulatorios actuales impuestos por el Banco Central del Uruguay permiten a las Administradoras invertir hasta un 50% de los activos bajo manejo del Subfondo de Acumulación en Renta Variable local.

A pesar de esto, las inversiones en este tipo de activos por parte de las Administradoras son

10 H. Markowitz (1952).

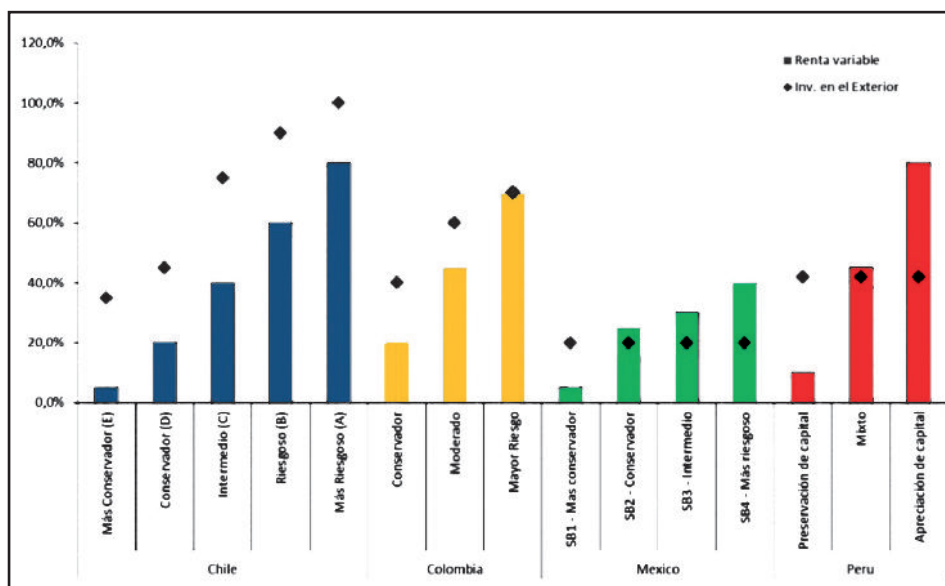
11 M. Rivero y M. Valdés (Uruguay, 2003); J. Pereda (Perú, 2007); D. Jara, C. Gomez y A. Pardo (Colombia, 2005); S. Bernstein, O. Fuentes y N. Torrealba (Chile, 2011).

12 Z. Bodie, R. Merton y W. Samuelson (1992).

muy bajas (0.4%). Esto se debe principalmente al poco desarrollo del mercado de capitales local, donde cotizan en Bolsa solamente 4 acciones que cumplen con los requisitos para ser incluidas en el Fondo de Ahorro Previsional.

En cuanto a la experiencia de la región, el siguiente cuadro comparativo resume los límites de inversión en Renta Variable y en inversiones en el exterior en cada tipo de fondo para cada país.

Figura 21 - Límites de inversión por país.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la FIAP.

En todos los casos los Fondos tienen permitido invertir en Renta Variable internacional.

La capacidad de cada Fondo de invertir en este tipo de activos se ve restringida por dos tipos de límites:

- un límite específico para cada Subfondo en Renta Variable
- un límite que puede ser específico o genérico para invertir en activos en el exterior.

Los niveles en los que el regulador establece estos límites, varían considerablemente entre países y según el perfil de riesgos de cada Subfondo.

Consideramos que para un país gradualista como es Uruguay, los límites más conservadores de México podrían ser tomados como referencia para un tercer Subfondo. Dicho país tiene en el SB4¹³ (Subfondo más riesgoso) una exposición permitida a Renta Variable de 40%, que se ve topeada en lo que respecta a acciones internacionales por un límite del 20% para la exposición a activos en el exterior.

De este modo, los límites regulatorios de cada Subfondo una vez implementado el nuevo Subfondo serían los siguientes:

13 Siefre Básica 4

	Tipo de Fondo	Títulos públicos	Renta variable	Títulos privados	Inversiones en el exterior
		Máx.	Máx.	Máx.	Máx.
Uruguay	Subfondo de Retiro	90%	0% *	0%	20% **
	Subfondo de Acumulación	75%	50% *	50%	15% **
	Nuevo Subfondo para jóvenes	75%	50%	50%	20%

Fuente: Banco Central del Uruguay.

*El límite es exclusivo para Renta Variable local.

**El límite actual no contempla inversión en Renta Variable, solo instrumentos de Renta Fija.

Conclusiones

La introducción en Uruguay de un esquema de multifondos con las características propuestas, que permita a las Administradoras invertir en activos que se adapten mejor al horizonte de inversión de los afiliados, aumentaría significativamente el valor esperado de sus jubilaciones.

Adicionalmente, dar a los afiliados la libertad de elegir por opciones más acordes con sus necesidades particulares, permitiría a los mismos el ejercicio de sus preferencias generando un aumento de su bienestar.

Consultas y Referencias

<https://www.spensiones.cl/portal/orientacion/580/w3-propertyvalue-6069.html>

<https://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/variables-spp/2351/c-2351>

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=61149>

<http://asofondos.org.co/multifondos>

<https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/multifondos.pdf>

<https://www.aafp.cl/el-sistema/multifondos/https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/multifondos.pdf>

http://fiap.lfi.cl/web/wp-content/uploads/2016/01/resultados_y_tendencias_de_los_multifondos_en_america_latina.pdf

