

# Los Multifondos:

## *¿La nueva panacea para aumentar las jubilaciones?*

**Antonino Parisi.**  
Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Valparaíso,  
Ph.D. en Economía y Finanzas, Universidad Complutense, Madrid

**E**n agosto se estrenó el sistema de Multifondos. Un mes atrás, cada AFP administraba sólo dos tipos de fondos de pensiones. El nuevo sistema de Multifondos amplía a cinco el número de estos, donde la diferencia entre ellos radica en la proporción invertida en títulos de renta variable. El objetivo principal de esta modalidad es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados, a través de la ampliación de los límites de inversión en el exterior y por medio de la posibilidad de invertir en nuevos instrumentos financieros de emisores extranjeros. Pese a ello, la mayor rentabilidad no es segura sino que es en términos “esperados”, lo que significa que está sujeta a variabilidad.

¿Son los Multifondos más rentables?

El nuevo sistema contempla la posibilidad de invertir en fondos con una mayor proporción de activos de renta variable, más rentables (en términos esperados) pero también más riesgosos. Pensemos que, en el caso del mercado bursátil estadounidense, las mayores ganancias de capital se registraron en la década de los '90 (si se hubiese invertido en una cartera compuesta por las acciones del Dow Jones a comienzos de 1990, para liquidar la inversión a fines de 1999, la rentabilidad acumulada habría sido



aproximadamente de un 414.56%), pero si usted hubiese entrado al mercado a comienzos del año 2000, llevaría acumulada una rentabilidad que bordea un -27.85%. Por ello, la capacidad de las AFP para anticipar los movimientos bursátiles y gestionar el riesgo de las inversiones resultará relevante. No olvidemos que es difícil generar retornos extranormales, es decir, es difícil “ganarle al mercado”, ya que aún cuando varios estudios han concluido que los retornos accionarios son predecibles en algún grado (por ej., Lo & MacKinlay [1988], DeBondt & Thaler [1985], Fama & French [1988], etc.), la capacidad predictiva pareciera referirse sólo al corto plazo. Además, “cuando alguien descubre un juego en el mercado, éste es rápidamente imitado”, lo que reduce la posibilidad de obtener mayores beneficios.

Para ilustrar esto, recordemos el caso de LTCM, una compañía de administración de portafolios de largo plazo creada en 1994 por J. Meriweather (el legendario trader de Salomon Brothers), R. Merton y M. Scholes (ambos ganadores del premio Nobel de Economía). La compañía situó su centro de operaciones fuera de Wall Street, guiando una de las estrategias de inversión más ambiciosas que registra la historia y cuyo éxito dependía exclusivamente de la reserva con que se maneja la información. Analizando información histórica, se usaron probabilidades para estimar el valor futuro de las variables del mercado. Pese a ello, los modelos no pudieron prever el desplome del mercado asiático (verano de 1997), así como lo sucedido en agosto de 1998, cuando Rusia se negó a pagar su deuda internacional. Después de este anuncio, y en un solo día, LTCM perdió US\$ 500 millones, lo que finalmente la enfrentó a la banca rota. La pérdida de valor de todas las posiciones que la compañía tenía en el mundo se estimó en US\$ 1.25 trillones.

### ¿Cuánto riesgo está usted dispuesto a asumir?

La pregunta clave que usted debe responder ante el nuevo sistema es: ¿cuánto riesgo está dispuesto a asumir? Se recomienda que las personas que están pronto a jubilar inviertan en los fondos que se componen principalmente de instrumentos de renta fija, para evitar que las bruscas caídas que en ocasiones afectan al mercado bursátil les generen pérdidas de riqueza que no puedan recuperar con prontitud. Sin embargo, se debe desmitificar a los instrumentos de renta fija, comúnmente presentados como activos “libres de riesgo”. Se debe tener presente que las variaciones de la tasa de interés afectan el precio y, por tanto, la rentabilidad de estas inversiones y que, especialmente cuando se trata de bonos soberanos emitidos por países emergentes, una disminución de la “calidad de crédito” del país emisor (como consecuencia de una mayor probabilidad de “default”, la cual se ve reflejada en un mayor

spread de tasas de interés de largo plazo) afecta negativamente el valor de estos instrumentos y su retorno. Para dimensionar esto último, basta observar lo ocurrido en Argentina y, durante la primera semana de agosto, en Uruguay, donde las dificultades financieras por las que atraviesan estos países han aumentado el riesgo de crédito asociado a sus emisiones de bonos, causando una pérdida de valor para los inversionistas.

### Los Multifondos: ¿Solución al problema de las bajas pensiones?

El nuevo sistema permitirá a los afiliados invertir en la cartera de activos que más se ajuste a sus preferencias, en términos de riesgo y rentabilidad. Así, si usted desea una mayor rentabilidad esperada, debe estar dispuesto a asumir una mayor cuota de riesgo. ¿Soluciona esto el problema de las bajas pensiones? La respuesta más probable es no, ya que los actuales niveles de ahorro y la rentabilidad del sistema no son suficientes para asegurar las pensiones

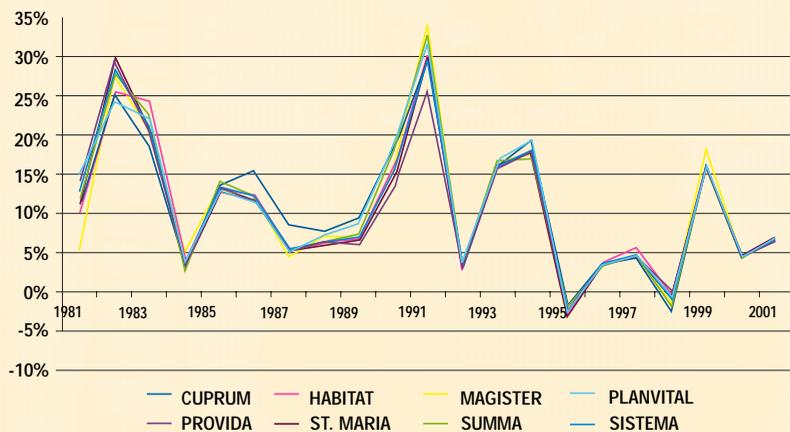
**Cuadro N°1**  
**Ranking de las AFP's.**

AFP	Ranking
Cuprum	1ra en rentabilidad anual de la cuota. Jul 1981 – Dic 2001.
Habitat	1ra en rentabilidad anual de la cuota. Ene 1996 – Dic 2001.
Magíster	1ra en rentabilidad anual de la cuota. Ene 2001 – Dic 2001.
Planvital	2da en rentabilidad anual de la cuota. Jul 1981 – Dic 2001.
Próvida	2da en rentabilidad anual de la cuota, tramos \$105.500-\$487.880. Ene 1996 – Dic 2001.
Santa María	2a en rentabilidad anual de la cuota, tramos \$105.500-\$975.760. Ene 2001 – Dic 2001.
Summa Bansander	1ra en rentabilidad anual de la cuota, Ene 1990 – Dic 2001.

Fuente: Boletín Superintendencia de AFP, Dic. de 2001.

Gráfica N°1

Rentabilidad real anual del Fondo de Pensiones Tipo I, período 1981-2001.



de los afiliados ¿Qué hacer entonces? Como señalamos en el párrafo anterior, es poco probable que el sistema de AFP, aún operando bajo la modalidad de Multifondos, genere retornos extranormales que incrementen el monto de las pensiones de los afiliados, ya que las estrategias de inversión suelen imitarse, lo cual destruye su potencial para generar mayores beneficios.

Además, la ausencia de un benchmark (un parámetro de comparación objetivo que permita evaluar la gestión de las AFP's) atenta contra la eficiencia del sistema: al analizar el desempeño de las AFP's en términos de la rentabilidad anual de la cuota, encontramos que todas son mejores que las otras en algún momento del tiempo (ver cuadro N°1), y al observar el comportamiento de la rentabilidad real anual del Fondo de Pensiones Tipo I (ver gráfica N°1), se puede apreciar cómo los retornos de los fondos administrados por las AFP's se mueven de manera muy similar ("efecto manada") debido a que, bajo la actual regulación, el benchmark lo constituye el desempeño promedio del sistema, el cual castiga la mala gestión sin premiar el buen rendimiento,

generando incentivos para que las AFP's mantengan portafolios y rentabilidades similares. Por otra parte, la gestión de las AFP's se ha visto dificultada por un problema estructural ya que, debido al gran tamaño de los fondos con respecto al mercado local, las alternativas de inversión domésticas se han hecho cada vez más reducidas, produciendo una escasez de papeles y una sobrevaloración de los activos, lo cual redundará en la obtención de bajas

rentabilidades para los afiliados. La ampliación de los límites de inversión en el exterior servirá para atenuar este problema.

Preguntamos nuevamente: ¿qué hacer entonces? La solución podría encontrarse en incrementar los niveles de ahorro, haciendo uso del Ahorro Previsional Voluntario (APV). Los depósitos de APV son sumas de dinero que los trabajadores afiliados a una AFP o al INP cotizan voluntariamente. ¿Qué ventajas presentan los depósitos de APV? El APV permite: incrementar el monto de la pensión, anticipar la edad a pensionarse, disminuir la renta tributable (están exentos de impuesto a la renta<sup>1</sup>), construir un excedente de libre disposición y contar con una mayor liquidez (bajo el sistema actual, los dineros que una persona invierte en cotizaciones voluntarias y en depósitos de APV pueden retirarse antes de pensionarse<sup>2</sup>). Recordemos que el tope imponible asciende a 60 UF, por lo que los depósitos de APV constituyen una alternativa atractiva para aumentar su pensión líquida, aprovechando que el ahorro tributario permite tener más

Cuadro N°2

Estimación de la pensión líquida con y sin Ahorro Previsional Voluntario (A.P.V.)<sup>3</sup>

Su renta es de:		Su pensión líquida a los 65 años será de	Ahorro Previsional Voluntario (APV)	Pensión Líquida a los 65 años
\$981.256	60,00 UF	\$1.167.828	Sin APV	\$1.167.828
\$1.500.000	91,72 UF	\$1.167.828	10 UF (\$163.543)	\$2.756.709

Cuadro N°3

Estimación del beneficio tributario generado por el Ahorro Previsional Voluntario (A.P.V.)<sup>4</sup>

Remuneración Bruta	Cotización de Salud	Cotización Obligatoria AFP	A.P.V. (1+2)	Impuesto mensual	Remuneración Líquida a pagar	% A.P.V. cargo del Ahorrante (1)	% A.P.V. rebajado de Impuesto (2)	% Ahorro financiado por el Estado
\$1.000.000	\$68.688	\$120.204	\$100.000	\$16.206	\$694.902	\$95.000	\$5.000	5%
\$1.500.000	\$68.688	\$120.204	\$100.000	\$58.762	\$1.152.346	\$90.000	\$10.000	10%
\$2.000.000	\$68.688	\$120.204	\$200.000	\$107.653	\$1.503.456	\$170.000	\$30.000	15%
\$2.500.000	\$68.688	\$120.204	\$200.000	\$193.101	\$1.918.007	\$150.000	\$50.000	25%
\$3.000.000	\$68.688	\$120.204	\$300.000	\$288.283	\$2.222.825	\$204.000	\$96.000	32%
\$4.000.000	\$68.688	\$120.204	\$300.000	\$613.266	\$2.897.842	\$183.000	\$117.000	39%
\$5.000.000	\$68.688	\$120.204	\$300.000	\$1.011.715	\$3.499.393	\$171.000	\$129.000	43%

dinero disponible para ahorrar. Por ejemplo, en el caso de una persona que percibe una renta mensual de \$1.500.000, ésta cotizaría sobre el tope imponible de 60 UF al mes, por lo que tendría una pensión de alrededor de \$1.167.828. Sin embargo, si esta persona realiza un depósito de APV de 10 UF al mes, al momento de jubilar podría contar con una pensión de, aproximadamente, \$2.756.709 (ver cuadro N°2).

Para complementar lo anterior, en el cuadro N°3 se aprecia el beneficio tributario que se generaría a partir del APV, beneficio que permite financiar en parte el mayor ahorro previsional: así, en el caso de un APV de \$300.000, aproximadamente el 39% sería financiado a través del ahorro en el pago de impuestos, mientras que el 61% restante sería financiado por el ahorrante.

¿Quién gana con los Multifondos?

Los más beneficiados con la entrada en vigencia de los Multifondos son las AFP's, ya que podrán competir de

mejor forma con el sistema financiero. También se beneficiarán los cotizantes, debido a que contarán con una abanico de posibilidades de inversión más amplio. No obstante, esto no aumentará las pensiones en forma significativa.

En consecuencia, si lo que se busca es incrementar las pensiones de jubilación, resultan más relevantes el mayor ahorro

**Se recomienda que las personas que están pronto a jubilar inviertan en los fondos que se componen principalmente de instrumentos de renta fija, para evitar que las bruscas caídas que en ocasiones afectan al mercado bursátil les generen pérdidas de riqueza que no puedan recuperar con prontitud.**

voluntario y el beneficio tributario que se logra a partir de éste ya que, si bien los Multifondos buscan perfeccionar el sistema, se estima que éstos no serán capaces de asegurar el pago de las pensiones para toda la población. Por lo anterior, se debe crear conciencia en la ciudadanía acerca de la necesidad de aumentar el ahorro previsional y, junto con ello, elaborar mecanismos que permitan incrementar la capacidad de ahorro de las personas. E&A

<sup>1</sup> Las cotizaciones voluntarias y los depósitos de APV se rebajan de la remuneración imponible, existiendo un tope de 50 UF mensuales o 600 UF anuales. Por lo tanto, los dineros por concepto de cotizaciones voluntarias y depósitos de APV no tributan.

<sup>2</sup> Todos los retiros están afectos a una retención de un 15%.

<sup>3</sup> Cifras aproximadas, asumiendo una rentabilidad del 6% anual. Además, se consideró el valor de la U.F correspondiente al 14 de Agosto de 2002 y un período de cotización de 30 años.

<sup>4</sup> Cifras aproximadas, considerando la U.T.M del mes de Agosto de 2002.