

## EL ESQUEMA DE MULTIFONDOS GENERACIONALES Y SU IMPACTO EN COLOMBIA

La Ley 100 de 1993 definió un sistema de pensiones “dual”, en el cual entraron a competir el régimen público de reparto simple con el sistema privado de cuentas individuales. Como es sabido, el sistema público del Régimen de Prima Media (RPM) está estructurado sobre la base de una “pirámide poblacional”, donde los jóvenes aportan recursos para financiar las pensiones de los mayores. Dado que se trata de un sistema de “reparto simple”, donde se han fijado las mesadas pensionales con base en criterios poblacionales y no financieros, allí se generan cuantiosos déficits pensionales que el gobierno debe cubrir con base en la tributación general. A su vez, el sistema privado del llamado Régimen de Ahorro Individual (RAIS), cuyos portafolios manejan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), tiene la virtud financiera de no producir faltantes fiscales, pues las mesadas pensionales futuras corresponderán al cúmulo de los aportes y los retornos de dichos portafolios, donde opera la “magia” del interés compuesto (ver *Enfoque* No. 38 de octubre de 2009).

Una variable clave a la hora de evaluar la sostenibilidad fiscal del RPM tiene que ver con la tasa de reemplazo (=beneficio pensional/aportes salariales). Como decíamos, en el RPM dicha tasa se ha fijado arbitrariamente, prometiendo niveles excesivos en el rango 65%-85%, cuando financieramente ella debería fluctuar en función del rendimiento que produzcan dichos ahorros y de la densidad de los aportes salariales. Se puede demostrar que la tasa de reemplazo en el RPM no debería

*En el Régimen de Prima Media la tasa de reemplazo se ha fijado arbitrariamente, prometiendo niveles excesivos en el rango 65%-85%, cuando financieramente ella debería fluctuar en función del rendimiento que produzcan los ahorros y de la densidad de los aportes salariales. Se puede demostrar que la tasa de reemplazo en el RPM no debería superar el 45%, si dichos portafolios rinden una tasa promedio anual del orden del 6% real*

superar el 45%, si dichos portafolios rinden una tasa promedio anual del orden del 6% real, ligeramente superior al crecimiento del PIB-real del 4%-5% de Colombia. Dicha tasa de reemplazo, de hecho, debería ser aún menor si el disfrute de la pensión supera los 20 años y/o si el cúmulo de las cotizaciones no supera los 25 años. Así, la “promesa” de tasas de reemplazo del 65%-85%, que hace el sistema público del RPM, representa grandes e inequitativos subsidios fiscales frente al 45% que puede obtenerse por las vías del mercado de capitales de largo plazo.

Es precisamente esta “competencia desleal” que monta lo público (RPM) frente a lo privado (RAIS) lo que está ocasionando un elevado riesgo de “reversión” del RAIS hacia el sistema público del RPM tras 20 años de operación; infortunadamente, la

Ley 100 de 1993 no ha logrado solucionar el problema de cobertura. Pero dicho problema de baja cobertura (un tercio de la población) no tiene nada que ver con anomalías del RAIS, sino con inconvenientes estructurales del mercado laboral colombiano. Estos problemas se refieren a los elevados costos de contratación/despido y a los altos costos no salariales, actualmente en niveles del 46%, después de haberse reducido 13.5 puntos de un total del 60% de sobrecostos, a través de la reforma tributaria (Ley 1607 de 2012).

Ahora bien, con el propósito de mejorar los retornos que ofrecen las AFPs a dichos portafolios del RAIS, Colombia se sumó a Chile, México y Perú en la adopción de los llamados “multifondos” o portafolios generacionales, mediante la Ley 1328 de 2009. La idea central es aprovechar la explotación del llamado Beta Financiero (= Retorno/Riesgo), de tal manera que los portafolios de los jóvenes logren moverse hacia la “frontera eficiente”, tomando un poco más de riesgo para buscar mejores tasas de reemplazo a la hora de la vejez. En el caso de quienes se van acercando a la fecha de su pensión (57/62 años Mujeres/Hombres a partir de 2014), dichos multifondos irán tomando menores riesgos en sus portafolios, para asegurar así los capitales ya ahorrados y garantizar sus “rentas vitalicias”.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos precisamente el nuevo régimen de inversión que deberán manejar dichos multifondos, en lo relativo a los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPOs) en Colombia. También presentaremos algunas reflexiones sobre cómo mejorar su eficacia.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 2

FEBRERO 27 DE 2013

### Régimen de inversión de los multifondos

Con anterioridad a la Ley 1328 de 2009, cada AFP manejaba, en su interior, los FPOs con los mismos criterios para cada afiliado, independientemente de su edad. Las diferentes AFPs intentaban optimizar el manejo de sus portafolios con criterios de diversificación de mercado, distinguiendo renta fija de renta variable, el corto plazo del largo plazo, los mercados maduros de los emergentes, etc., ver *Enfoque* No. 22 de abril de 2008. Tal como ya lo explicamos, la Ley 1328 de 2009 adoptó criterios generacionales para administrar de mejor manera dichos FPOs y los reglamentó mediante los decretos 2373, 2949 y 2955 de 2010; decreto 857 de 2011; y decreto 709 de 2012.

Así, las AFPs han implementado manejos diferenciados para sus afiliados, en función de su edad y, por lo tanto, en función de su perfil de riesgo intertemporal. Este sistema permite maximizar el "Beta Financiero", antes explicado (ver *Comentario Económico del Día* 25 de agosto de 2011). Actualmente, este esquema está constituido por tres portafolios activos (*conservador, moderado y agresivo*) y uno pasivo (*retiro programado* para manejo de los recursos de los ya pensionados). En cada uno de éstos, se fijan límites de inversión en instrumentos de renta fija y variable, acotando el riesgo que pueden asumir los cotizantes según su edad, ver cuadro 1.

Por ejemplo, el fondo conservador busca que los aportantes con edad cercana a pensionarse (más de 45 años) asuman menos riesgo y asigna a la renta variable hasta un

máximo del 15% a nivel local y un máximo del 20% a nivel externo. En el portafolio moderado se ubican los cotizantes en edad media (entre 40 y 45 años) y también se asignan allí los portafolios de aquellos que no manifiestan explícitamente sus preferencias generacionales (es entonces el portafolio de "no escogencia"). Este fondo moderado acepta renta variable hasta un 35% de sus portafolios a nivel local y un 45% a nivel externo. Por último, está el fondo agresivo, diseñado para ahorradores jóvenes, quienes pueden invertir en renta variable hasta un 45% en fondos internos y/o hasta un 70% en renta variable externa.

La experiencia de Chile y Perú indica que los multifondos generan importantes externalidades positivas sobre el mercado de capitales, a saber: i) incentivan la participación del cotizante en la administración de los recursos de su retiro; ii) implican la búsqueda de mayor eficiencia por parte de las AFPs; y iii) canalizan el ahorro nacional hacia proyectos de largo plazo con "betas" más altos (FIAP, 2007), ver *Enfoque* No. 37 de septiembre de 2009.

### Composición de los multifondos y su rentabilidad

En Colombia, los FPOs representaban el 1.5% del PIB en 1997, donde el 88.2% estaba invertido en renta fija (un 1.3% del PIB) y el restante 11.8% en renta variable (0.2% del PIB). Para finales de 2012, la renta variable local se había incrementado a cerca del 32% del total del portafolio y la renta variable del exterior a un 14%, mientras que la inversión en títulos de renta fija pública se había reducido a cerca del 40%. Además, el total de los FPOs alcanzaba cerca del 19% del PIB, un incremento de casi 17 puntos del PIB durante las dos últimas décadas.

Sin embargo, debido a problemas de elevada informalidad y a la existencia del RPM, esta cifra del 19% del PIB todavía era significativamente inferior al 54% del PIB que habían alcanzado dichos FPOs en Chile tras sus primeros 20 años de operaciones (en 2001). Actualmente, Chile muestra portafolios en sus FPOs del orden del 60% del PIB, tras 30 años de operación, cifra que difícilmente Colombia podrá emular cuando complete sus 30 años de operación a la altura del año 2020.

Dado que tras 23 meses de operación de los multifondos tan sólo un 2% de los cotizantes ha escogido explícitamente sus preferencias generacionales, cerca del 90% del valor de los FPOs ha tenido que ser asignado al "portafolio de no escogencia" (*default*), que es el fondo moderado. Dicho portafolio concentra un 50% en renta fija (un 39.1% en deuda pública, un 9.6% en deuda privada y un 1.5% en renta fija externa). El restante 50% se invierte en renta variable, donde

	Tipo de Fondo			
	Conservador	Moderado	Alto riesgo	Retiro programado
Deuda pública	50 (sumados los activos de todos los fondos)			
Renta variable local	15	35	45	15
Renta variable externa	20	45	70	20

Fuente: elaboración Anif con base en Superintendencia Financiera.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 3

FEBRERO 27 DE 2013

el 34.8% corresponde a la local y el 15% a la externa (ver gráfico 1).

Tan sólo un 6% del total de los FPOs está en el fondo conservador, donde un 80% de sus inversiones está en renta fija (un 54.2% en deuda pública, un 25.3% en deuda privada y un 0.8% en renta fija externa). Finalmente, en el fondo agresivo se encuentra el 1% de los portafolios, el cual invirtió el 65.4% de sus recursos en renta variable (un 37% local y un 28.4% externa).

### Conclusiones

Se estima que durante el año 2012, el fondo moderado (90% del portafolio de los FPOs) reportó una rentabilidad cercana al 9% real, mientras que el fondo conservador (un 6% del total) y el fondo agresivo (un 1% del total) tuvieron un retorno cercano al 6% real. Dado que la “ventana de tiempo” para medir la rentabilidad acumulada de dichos portafolios varía (36 meses para el conservador, 48 meses para el moderado y 60 meses para el agresivo), aún no es posible evaluar el desempeño de dichos portafolios con criterios de largo plazo.

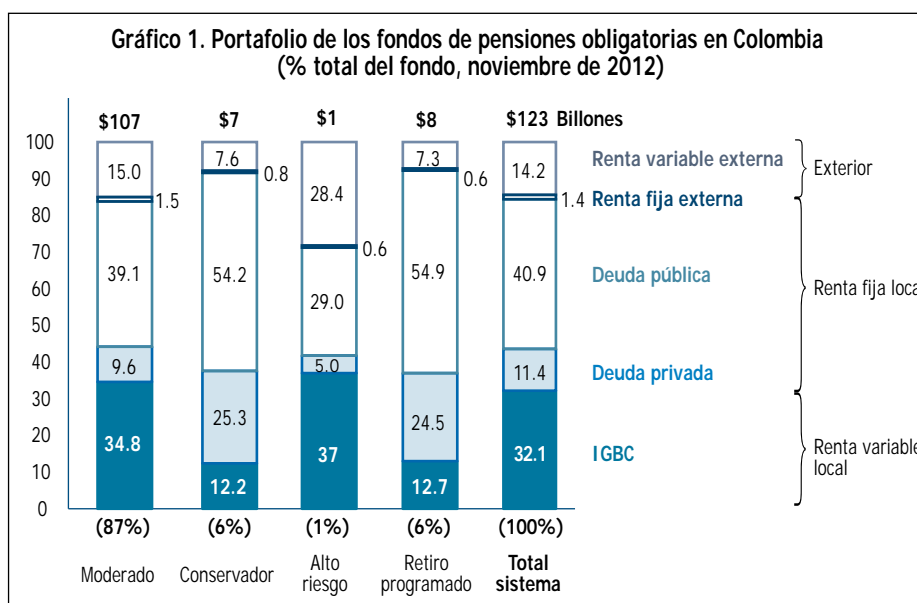
En todo caso, vale la pena recordar que, durante la historia total de los FPOs (1995-2012), se han alcanzado retornos muy satisfactorios, del orden del 12% real anual,

*El fondo moderado (cerca del 90% de los FPOs) concentra un 50% en renta fija y el restante 50% se invierte en renta variable, donde el 34.8% corresponde a la local y el 15% a la externa.*

*Tan sólo un 6% del total de los FPOs está en el fondo conservador, donde un 80% de sus inversiones está en renta fija. En el fondo agresivo se encuentra el 1% de los portafolios, el cual invirtió el 65.4% de sus recursos en renta variable*

aunque se estima que dichos retornos irán convergiendo en la próxima década hacia el rango 6%-8% real por año, tal como ha venido ocurriendo en Chile y como pronostican las diferentes teorías sobre retornos al capital en el largo plazo.

Para lograr que el esquema de multifondos de Colombia pueda efectivamente acercarse de mejor manera a la “frontera eficiente”, se requieren importantes afinamientos. En primer lugar, debe ahondarse la tarea para lograr que los cotizantes escojan activamente su portafolio generacional, pues de lo contrario seguirán en el portafolio moderado, que si bien ha rentado cerca del 9% real recientemente, podría estar sacrificando retornos adicionales hacia el futuro, dada su elevada concentración en la renta fija. En Chile, tras diez años de operación, se ha logrado que la escogencia activa alcance un 45%, mientras que en Perú era del 7% tras cuatro años de operación y en Colombia vimos que sólo llega al 2% tras casi dos años de operación. En segundo término, debe repensarse la relación renta variable/renta fija que se asigna al “portafolio de no escogencia”, pues esa mezcla en Colombia, frente a las de Chile y Perú, puede estar sacrificando parte del “Beta Financiero” y, por lo tanto, puntos en la tasa de reemplazo para sus contribuyentes.



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Escribanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.