

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Ekaterina Cuéllar

Agosto 23 de 2018

Rentabilidad de las AFPs: Flujos de caja vs. Valor de la unidad

A nivel global, las crisis fiscales de la década de los años ochenta tuvieron el positivo efecto de acelerar la adopción de esquemas pensionales de administración privada (cuentas individuales), los cuales tienen la virtud de: i) ser equitativos, premiando a cada persona según su voluntad de ahorro intertemporal y, en los casos de bajos ingresos, incluso contribuyendo con aportes de forma solidaria; y ii) abrir espacio fiscal para acometer obligaciones en los frentes de gasto público como la salud y la infraestructura (ver *Informe Semanal* No. 1225 de julio de 2014).

En Colombia, este esquema de AFPs ha cumplido exitosamente con las tareas que se le asignaron: i) logrando satisfactorias rentabilidades promedio del 8% real anual desde el inicio de sus operaciones (según cifras reportadas por la Superfinanciera); y ii) lo han hecho a través de una diversificación y optimización de sus portafolios que, en el agregado, han permitido desarrollar mejores proyectos de infraestructura, con importante potencialización del PIB-real.

Recientemente se ha planteado un debate sobre la forma en que deben computarse y analizarse estos resultados de rentabilidades de las AFPs. Aquí vale la pena diferenciar entre: i) la rentabilidad calculada como una *TIR de los flujos de caja históricos de esos portafolios*, los cuales corresponden a los reportados por la Superfinanciera (con diferentes ventanas de horizonte); y ii) *la rentabilidad calculada como el denominado “valor de unidad del fondo”*, correspondiente a “unidades” que representan cuotas partes pertenecientes a los ahorradores de las AFPs (ver Circular Externa 016 de 2011 de la

Superfinanciera). La técnica financiera nos indica que esta última metodología del retorno efectivo de cada unidad de inversión es la más adecuada para realizar comparaciones con los retornos alternativos de otros fondos de inversión.

El gráfico 1 muestra las trayectorias de ambas rentabilidades *nominales* desde el inicio de operaciones de las AFPs. Allí se evidencia que mientras *la rentabilidad nominal* obtenida bajo la metodología de valor de unidad llegó a 17.5% anual al corte de mayo de 2018, la obtenida por flujo de caja alcanzó 11.3% anual, registrándose entonces un diferencial de 6.2 puntos porcentuales (pps) a favor del método de unidad de inversión.

Ahora bien, la cifra que verdaderamente importa para evaluar el desempeño de esos portafolios es la expresada *en términos reales* (neta del efecto inflacionario que deteriora su poder adquisitivo en términos de bienes y servicios). De forma errada (desde el punto de vista financiero), la Superfinanciera había estado descontándole a la rentabilidad nominal del flujo de caja el promedio de la inflación histórica del período 1994-2018, equivalente al 7.6% anual, arrojando una aparente rentabilidad real en los ahorros de los fondos obligatorios de las AFPs de solo el 3.4% (a mayo de 2018).

Sin embargo, la forma correcta de descontar el efecto de la inflación es a través de hacerlo año a año (y no como un promedio). Esto implica traer todos los valores a un año base para poder obtener la TIR de los flujos en términos reales. El resultado de este procedimiento arroja que la rentabilidad real por flujos de caja habría sido del 6.5% anual, implicando

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Ekaterina Cuéllar

una rentabilidad real superior en +3.1pps respecto de la reportada por la Superfinanciera, ver gráfico 2.

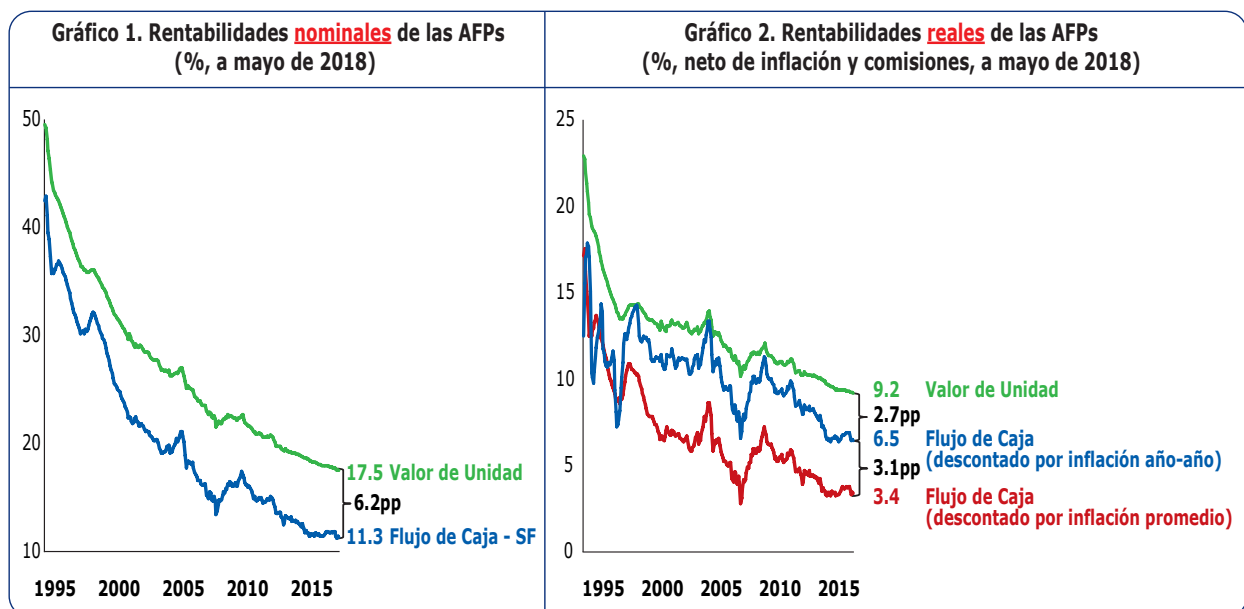
Al realizar este mismo procedimiento de descuento de la inflación año a año para el caso de unidad de valor, se obtiene el resultado de una rentabilidad real del 9.2% real anual para el portafolio obligatorio de cada afiliado (al corte de mayo de 2018). Así, esa cifra de retorno real por unidad de valor supera en cerca de 3 pps la obtenida bajo el método de TIR de flujo de caja y en 6 pps la reportada por la Superfinanciera a nivel histórico.

Cabe resaltar que estos retornos son ya netos no solo de la inflación, sino también de los cobros de administración realizados por las AFPs, bordeando 1.3% cobrados sobre el aporte (no sobre el acervo administrado). Recordemos que, a mayor estadía bajo este esquema de ahorro, el cobro realizado por las AFPs va convergiendo hacia una tasa cercana al 1% anual a horizontes de 10 años de ahorro o a 0.5% hacia los 20 años de ahorro, computados sobre el stock ahorrado (conocido como cobro sobre activos administrados),

Todo lo anterior muestra, una vez más, los infundados comentarios de personas poco versadas en temas financieros acerca de los “exagerados” cobros de administración de los recursos por parte de las AFPs (ver

Comentario Económico del Día 11 de julio de 2018). También resulta paradójico que se les atribuya a las AFPs las problemáticas del sistema pensional referentes a: i) baja cobertura pensional (solo 1 de cada 4 adultos mayores accede a una pensión), la cual responde a la elevada informalidad laboral (43% de la PEA cotizando a pensiones, donde un 27% lo hace con densidades del 70% y solo el 15% al 100%); y ii) las Tasas de Reemplazo (TR=Beneficio Pensional/Aportes Salariales) del 50%-60%, las cuales son perfectamente aceptables a nivel global en función de tasas de retorno que han estado bordeando 6%-8% real anual y tiempos de disfrute pensional de 20-25 años.

Tanto las presiones del mercado financiero global como de la mayor longevidad hacen inevitable que los hogares deban prepararse para ahorrar más temprano y más monto para poder encarar tales tendencias irreversibles. Entre tanto, el mercado colombiano debe prepararse para: i) implementar una Reforma Laboral que flexibilice el mercado laboral y así ganar en formalidad, ver <http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-reflabo-ral0818.pdf>; y ii) realizar toda una serie de reformas paramétricas al sistema pensional público de prima media, incluyendo incremento en la edad de pensión y reducción en los beneficios, para así hacerlo más equitativo y sostenible a nivel fiscal (ver *Comentario Económico del Día* 25 de julio de 2018).



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y AFPs.

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y AFPs.