

Medio	ELMOSTRADORMERCADOS.CL - CHILE
Fecha	11/10/2016
Mención	La ilusión de la competencia: AFP ganaron cinco veces más de lo que deberían en la última década. Habla Fernando López, académico de la FEN de la UAH.

NOTICIAS DESTACADOS MERCADO

Estudio mide la Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)

La ilusión de la competencia: AFP ganaron cinco veces más de lo que deberían en la última década

por HÉCTOR CÁRCAMO | 11 octubre 2016



Estudio de profesor de la Universidad Alberto Hurtado elaboró demuestra que la industria obtuvo US\$ 3.600 millones más de lo que debería obtener en un modelo de equilibrio. Un mercado distorsionado y anormal, es su principal conclusión. El autor agrega que el estudio confirma que "existe espacio para diseñar políticas que aumenten la competencia en la industria y, de esta manera, los excedentes se distribuyan de manera más equitativa entre esta y los cotizantes".

Compartir

Twitter

Compartir

Compartir

Imprimir

Enviar por mail

Rectificar

Numerosos son los cuestionamientos al sistema de pensiones implantado en 1981, aunque dos los focos recurrentes. Por un lado, el bajo nivel de las pensiones que entrega, expresado en bajas tasas de reemplazo. Por otro, el rol de las AFP, en especial por el nivel de sus ganancias.

Del primer cuestionamiento, las críticas se han desatado en el último año tras conocerse los resultados del informe de la Comisión Bravo en 2015, donde se reveló que la Tasa de Reemplazo (TR) llegará a apenas un 15% entre 2025 y 2035 para la mitad de los pensiones, es decir, que la jubilación que recibirán los pensionados apenas alcanzará a menos de un quinto de su sueldo en los últimos diez años de actividad laboral.

Pero de la segunda crítica al sistema, las utilidades de las gestoras, pocos estudios lo han abordado, más allá de los números públicos que revelan el nivel de rentabilidad anormal que presenta el sector. Sobre este punto, ayer se conoció el informe elaborado por el estudio elaborado por el académico de la Universidad Alberto Hurtado, Fernando López.

El doctor en Business Administration con especialización en finanzas de la Olin Business School en su trabajo "Industria de AFP: ¿cuánto ganan y cuánto deberían ganar?", construye un modelo para determinar el nivel de utilidades que debería tener la industria en un mercado normal, sin distorsiones, considerando para ello, los niveles de rentabilidad y de riesgo de mercado al que están expuestas las AFP.

Las conclusiones son inequívocas: “Los resultados muestran que la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) promedio alcanzada por las AFP (25,39%) fue igual a 4,8 veces la rentabilidad ‘justa’ o de ‘equilibrio’ para la industria (5,29%) en el periodo 2006-2015”.

López transforma en números, deflactados por UF (es decir, corregidos por inflación), este trastorno en la última línea de un negocio regulado y con una particularidad: que los ingresos están asegurados pues son cotizaciones obligatorias y por ende, parte de sus ganancias viene casi por defecto.

Y dichos números son reveladores de lo distorsionado que es el mercado de las empresas que administran los ahorros para la vejez de los chilenos. Según López, de los US\$ 4.400 millones que ganaron las AFP en los últimos diez años, US\$ 3.500 millones califican como una utilidad “excesiva”. Es decir, el 80% de las ganancias de las gestoras no son propias de un mercado competitivo, las obtuvieron en un mercado anormal.

“Los resultados de este estudio confirman la sospecha de que las ganancias alcanzadas por la industria de AFP son superiores a las que se observarían en un mercado competitivo”, señala en sus conclusiones el trabajo.

El estudio se hace cargo de varias exigencias técnicas que un trabajo de este tipo podría requerir. Indica López que estos resultados son “robustos” frente a desviaciones razonables en el nivel de riesgo de mercado, respecto del costo de oportunidad de la utilidad del encaje y en cuanto al uso de índices alternativos de riesgo de mercado.

Y es que no es fácil el ejercicio. En primer lugar, para elaborar una referencia de ganancias normales, utiliza el modelo CAPM de Sharpe (1964) y Lintner (1965) “que plantea una relación de equilibrio entre el retorno esperado de un activo y su grado de exposición al riesgo de mercado”. La explicación para ello es que el retorno esperado de un activo (cuánto puede ganar una AFP por su inversión en el negocio) es igual a la rentabilidad ofrecida por un activo libre de riesgo más un premio por su grado de exposición al riesgo de mercado.

Para respetar esas reglas ‘técnicas’ en el análisis de un negocio López consulta como tasa libre de riesgo la tasa promedio de los bonos del Banco Central en UF a un año en el período 2005-2015 que es de 1,82%. Para efectos de obtener el índice de mercado del retorno usa el Igpa (que considera a las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)). Como el Igpa tuvo una rentabilidad anual de 5,86% real en el período analizado, el premio por riesgo de mercado es de 4,04%. Un último elemento que permite calcular la ganancia ‘justa’ o de ‘equilibrio’ es la exposición al riesgo de mercado, que estima en 0,86.

Con estos números, la tasa de retorno que calificaría como normal en las AFP sería de 5,29% anual real.

real.

¿Cómo ha sido la rentabilidad de las AFP en el periodo y cómo se compara los indicadores elaborados por López?

El profesor utiliza la medida clásica para analizar el desempeño financiero de las empresas en Chile y el mundo: el Retorno sobre Patrimonio o ROE, que es la razón entre la utilidad neta (después de impuestos) y el patrimonio vigente, sacando de este la utilidad o pérdida del ejercicio y sumándole los dividendos (las utilidades que reparte la AFP) declarados.

Pero no sólo eso considera el estudio. También reconoce que parte del retorno de las AFP corresponde a la utilidad generado por el llamado encaje de las AFP. El encaje es la inversión que debe hacer, de su pecunio (patrimonio) la gestora, equivalente al 1% de los fondos que administra (US\$ 170 mil millones aproximadamente) y que debe invertir en los mismos destinos que apuesta los ahorros de los chilenos. La lógica de esta medida es que la AFP sienta en su patrimonio los mismos efectos que tiene en los fondos la administración que realiza de las cotizaciones.

Como el encaje es permanente, las utilidades que genere por esa vía, las AFP no pueden retirarla y por ende, López calcula el costo de oportunidad de dicha utilidad, intentando calcular el costo asociado a obtener una cantidad de recursos similar en el mercado de capitales.

Con todos esos elementos en consideración López determina que el ROE de las AFP, ajustado por encaje fue de 25,6%. Como el ROE de una industria normal y justificado por su exposición al riesgo de mercado sería de 5,29%, la distancia es de casi cinco veces (4,8 veces en rigor) menos que el obtenido por las AFP (25,6%). En simple, en un mercado sin distorsiones, con competencia y sin barreras de entrada, las AFP debieron ganar al año un 5,29%, pero en Chile, las AFP ganaron 25,6%. O dicho de otra forma: en un mercado normal, las AFP debieron ganar US\$ 900 millones entre 2005 y 2015 pero ganaron US\$ 4.400 millones, cifra equivalente a lo que le costará al Estado chileno dar gratuidad en la educación cuando la medida esté en régimen.

El estudio analiza en un apartado el nivel de retorno de las AFP en la Bolsa. Como la única AFP que cotiza en bolsa es Habitat, de la Cámara Chilena de la Construcción y el fondo estadounidense Prudential, el estudio analiza el retorno bursátil que obtendría de la inversión en ese papel en diciembre de 2005 y si se hubiera vendido en el mismo mes diez años después. Los resultados son elocuentes respecto al enorme negocio que significa para las empresas que administran los fondos de pensiones en Chile, hoy tan cuestionadas en el país: La rentabilidad ajustada por dividendos en la acción de Habitat fue de 26,2%, cifra que quintuplica, es cinco veces superior, al 5,3% que hubiese obtenido 'en equilibrio' en un mercado normal.

Con todo, la conclusión de López, además de dar cuenta de las distorsiones que existen en el mercado de AFP chileno, dan cuenta de lo acotado del objetivo del mismo y que dista de la consigna que lidera Luis Mesina en "No+AFP".

Según López, "la principal implicancia de este resultado es que existe espacio para diseñar políticas que aumenten la competencia en la industria y, de esta manera, los excedentes se distribuyan de manera más equitativa entre esta y los cotizantes".

Dicho objetivo, advierte con claridad el académico, es muy distinta de eliminar el sistema de gestoras privadas. "El principal desafío de esta tarea es evitar que la búsqueda de una mayor equidad produzca distorsiones que perjudiquen a los afiliados, como la idea de que las AFP devuelvan las comisiones a sus afiliados en periodos cuando la rentabilidad de los fondos de pensiones sean negativas".

Implicitamente, el profesor de la Universidad Alberto Hurtado concluye que hay que tomar medidas para incentivar una verdadera competencia en esta industria pero no apoya la idea planteada por algunas AFP pero en particular por la Presidenta Bachelet en su discurso de agosto pasado, que sigue la línea de que las gestoras devuelvan parte de sus comisiones cuando los fondos que administran tengan pérdidas.