

Medio	ELMOSTRADORMERCADOS.CL - CHILE
Fecha	26/10/2016
Mención	Rentabilidad de las AFP: el ocaso de la multiplicación de los panes y los peces. Habla Fernando López, académico de la FEN de la UAH.

A propósito del debate sobre qué hacer con el 5% adicional

Rentabilidad de las AFP: el ocaso de la multiplicación de los panes y los peces

por HÉCTOR CÁRCAMO | 26 octubre 2016



Hace una década los retornos anuales superaban los dos dígitos, pero hoy no sobrepasan el 4%, incluso bajo la promesa original de 5%. Tampoco hay AFP que se destaque de la masa y pueda ofrecer una alternativa de mayor retorno. Con este panorama, aumentar el ahorro forzado o distribuir parte de lo que se acumula, son posiciones que se enfrentan como paradigmas para el futuro en pos de mejorar el monto de las pensiones. Y con esto, otro dolor de cabeza para el Gobierno en su afán de reformar el sistema.

- Compartir "Hemos cumplido de sobra", era la frase principal de Guillermo Arthur, mientras ejercía como presidente de la Asociación de AFP, al analizar el resultado de las inversiones hechas por las gestoras privadas desde que se crearon en 1981.
- Compartir En efecto, en el promedio histórico anual del Fondo C, el único posible de medir en sus retornos desde el año 1981, los fondos de Pensiones presentan una ganancia real (corregida por inflación) de 8,37% hasta el año 2015. Dicha cifra supera holgadamente incluso el 5% con que se calculó el rendimiento que debían tener las inversiones para asegurar un 70% de Tasa de Reemplazo (TR) en la pensión proyectada.
- Imprimir
- Enviar por mail
- Rectificar El Fondo C es el más referencial, no solo porque se puede medir desde 1981 sino también porque es el más equilibrado entre inversión en renta variable (con más riesgo y mayor retorno promedio) y renta fija (menor riesgo y menor retorno promedio) y, fundamentalmente, porque es por lejos el que concentra la mayor parte de los ahorros acumulados en el sistema de capitalización individual que rige en Chile y que es cuestionado por el movimiento No+AFP.

De hecho, a septiembre pasado, el Fondo C concentraba el 35,3% de los US\$ 176.500 millones acumulados, esto es, unos US\$ 62.200 millones; exactamente el doble del Fondo D y casi un tercio más que el Fondo A y el B juntos (US\$ 21.172 millones y US\$ 25.128 millones, respectivamente).

Pero el escenario auspicioso que presentaban las AFP hasta hace una década ha variado rotundamente y los números ya no cuajan.

Según la propia Superintendencia de Pensiones, el elevado promedio histórico baja drásticamente cuando se acota al lapso posterior a la crisis *subprime* ocurrida en 2008 y que hizo caer, solo ese año, un 40% el valor de los ahorros puestos en el Fondo A, el que puede destinar hasta un 80% de los fondos a renta variable.

En efecto, al medir la rentabilidad real promedio anual del último decenio, entre 2006 y 2015, la cifra baja a la mitad de promedio histórico, alcanzando los 4,45%. La situación es aún más dramática al analizar los números del último quinquenio 2011-2015. La semana pasada, el titular de la Superintendencia de Pensiones, Osvaldo Macías, abrió las presentaciones en el seminario organizado por la entidad para conocer la opinión de distintos centros de pensamiento.

En su breve exposición, Macías dejó en claro el nuevo escenario. En los últimos cinco años, el promedio de rentabilidad real anual alcanzó apenas el 3,25%; es decir, más de un punto promedio bajó el registro de la última década y aún más distanciado del 8,37% histórico.

La cifra de rentabilidad es determinante en un sistema de capitalización individual, donde el ahorro que cada persona realiza constituye la pieza central del monto de las pensiones que recibirá, junto con el nivel de aportes que haga mensualmente en su cuenta.

Sin claros líderes en rentabilidad

La mezcla puede ser explosiva. Si el sistema de pensiones ha reducido drásticamente su capacidad para multiplicar los ahorros gracias al retorno que puede obtener en el sistema financiero, la alternativa es apostar por alguna AFP que se salga del promedio y tenga la capacidad de aumentar la rentabilidad sobre la base de sus habilidades como gestor.

Pero la realidad indica que los fondos no tienen mayor alternativa para multiplicar los panes.

En un estudio publicado en julio pasado, el profesor de la Universidad Alberto Hurtado, Fernando López, demuestra que las diferencias de rentabilidad entre las AFP son mínimas y que ninguna de las administradoras tiene particular recurrencia en los primeros lugares de retornos históricos.

Los resultados son crudos.

Para el Fondo C, los resultados indican una mínima diferencia entre una u otra AFP en rentabilidad. Las rentabilidades promedio alcanzadas por distintas AFP fluctúan entre 0,66% y 0,70% mensual (8% y 8,4% anual), con desviaciones estándar entre 1,67% y 1,77%, indica el estudio de López.

La situación se extrema al analizar la recurrencia de algunas AFP en su ubicación en el *ranking* de rentabilidad. Así, según el estudio, las dos AFP que han obtenido la máxima rentabilidad mensual son Cuprum y Planvital, con un 28% y 27% de las veces, respectivamente, seguidas de Habitat y Provida (19% y 18%, respectivamente). Solo se aleja de las mediciones Capital, que ha captado el primer lugar el 8% de las ocasiones.

En este análisis son relevantes los niveles de rentabilidad mínimos exigidos por la legislación. Cuando se crearon los multifondos a comienzos de la década de 2000, estos mínimos fueron modificados. Así, la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses no puede ser menor a 4% por debajo del promedio de las otras AFP del mercado para los fondos A y B. Esta cifra no puede ser 2% inferior a la rentabilidad promedio de los fondos de las AFP de la competencia, en el caso de los fondos C, D y E, indica el estudio.

Según este, dos causales pueden influir en las rentabilidades esperadas de los fondos, desde el punto de vista conceptual: la capacidad que tiene cada AFP de generar retornos y las condiciones existentes en el mercado financiero nacional e internacional.

López golpea con dureza la presunción de las AFP de haber hecho un trabajo distintivo en el manejo de los ahorros.

El académico indica que en un análisis de regresión, menos del 0,1% de las diferencias en las rentabilidades de los fondos se explica por diferencias en las rentabilidades obtenidas por las AFP y que más del 90% es explicable por las fluctuaciones de los mercados financieros.

Es decir, según él, el mayor o menor rendimiento de los ahorros de los trabajadores invertidos en los fondos que gestionan las AFP está entregado a cómo se comporten los mercados financieros en Chile y el mundo y no la mayor o menor habilidad de los equipos de inversión de las administradoras.

De acuerdo a López, hay al menos dos argumentos que son coherentes con la expectativa de que los equipos de inversión tendrían la misma habilidad para invertir los fondos de pensiones.

Por un lado, indica que los fondos de inversiones invierten en activos que se transan en los principales mercados financieros mundiales y, por consiguiente, tienen un alto grado de liquidez y profundidad.

“Dado que los integrantes de los equipos de inversiones de las AFP tienen una formación en economía y finanzas similar, difícilmente lograrán alcanzar una rentabilidad que se desvíe de sus competidores”, explica.

López también sostiene que los ejercicios estadísticos realizados en el estudio develan que la distribución de rentabilidades alcanzadas por los fondos de pensiones de las distintas AFP es similar, tanto en la magnitud económica de sus diferencias como en los test de hipótesis.

López analiza, en este escenario, qué tan relevante es la rentabilidad para comparar una AFP, existiendo diferencias importantes en el monto de la comisión que cobran. Y, en ese caso, lo que cobra cada AFP se vuelve relevante, sobre todo cuando el afiliado comienza a cotizar. Porque en la medida que va creciendo su fondo, la comisión va siendo menos relevante, pues la variación de la rentabilidad va teniendo un impacto mayor.

Así, la diferencia en las comisiones puede llegar a ser tan relevante que, medida por el número de jornadas que se trabaja para financiarla, varía entre 1 y 4 días. En este sentido, destaca que un cotizante de Planvital destina 1,1 días de su ingreso imponible al pago de la comisión, mientras que uno de Capital, Cuprum y Provida, destina entre 3,8 y 4,1 días.

Así las cosas, el académico de la Universidad Alberto Hurtado analiza teóricamente cuál debería ser la conducta racional de los afiliados a las AFP al evaluar si se mantienen en una u otra administradora, en función de la rentabilidad y la comisión. Considerando esos antecedentes, López estima que un 81% de los cotizantes debería elegir Modelo (7%) o Planvital (74%), mientras que Habitat debería elegirla el 17% y Cuprum el 3% de los cotizantes.

Frente a los resultados del estudio, la Asociación de AFP señaló que, si bien valoran el esfuerzo académico en momentos en que el Gobierno llamó a un acuerdo nacional para reformar el sistema de pensiones y aun entendiendo el esfuerzo conceptual y matemático de López, hay elementos con los que discrepan.

En esa línea, explica que no es anormal que existan pocas diferencias entre las AFP en rentabilidad. “Dado que las AFP invierten el ahorro previsional bajo un marco regulatorio estricto y acotado en busca de la mejor relación rentabilidad y seguridad, no es extraño que la rentabilidad de los fondos de pensiones entre las AFP no se diferencien en forma radical”, puntualiza, agregando que la ley define un conjunto específico de títulos financieros en los que los fondos de pensiones pueden invertir, estableciéndose además límites de inversión por instrumento, por emisor, concentración, clasificación de riesgo, etc.

Junto con ello, define como un “benchmark” la exigencia de no poder estar 4 puntos bajo el promedio de rentabilidad de cada tipo de fondo en 36 meses.

Pero también la asociación gremial discrepa de la irrelevancia que le otorga López a la poca diferencia entre una y otra administradora. “Los sistemas de pensiones tienen un horizonte de largo plazo, entre 30 a 40 años, y diferencias de rentabilidades de 0,5% y más, en términos de ahorro acumulado, pueden significar una pensión mayor entre 10% y 15%, tema que no es despreciable para cualquier pensionado”, explica.

El gremio recalca que el estudio efectúa sus cálculos utilizando la rentabilidad neta de comisiones, para unir las implicancias de dos variables de competencia, pero que “no se puede pasar por alto que la comisión afecta el sueldo líquido, incidiendo en el consumo presente de los cotizantes, en tanto que la rentabilidad afecta el monto del ahorro y de la pensión”.

En el mismo sentido, recuerda que estos análisis “deben tomar en consideración los efectos de los niveles de remuneración y saldo en la cuenta. A mayor antigüedad, mayor saldo y menor incidencia tiene la comisión en la pensión final, por lo que la rentabilidad de los Fondos de Pensiones para afiliados con un tiempo prolongado en el sistema, tiene una ponderación creciente”.

Y destaca que desde 2002 los afiliados pueden elegir fondos con diferente perfil de rentabilidad esperada y volatilidad, lo que amplía el abanico de resultados para los afiliados, considerando que la comisión no difiere entre distintos tipos de fondos.

“A modo de conclusión, señalamos que la competencia por rentabilidad existe; que los efectos acumulados de ella en el largo plazo son relevantes en las pensiones y que el mecanismo ha probado su eficiencia generando incentivos importantes para la búsqueda permanente de alternativas de inversión en Chile y en el extranjero, que agreguen valor para los pensionados. Y si todos los trabajadores se benefician de este esquema, en hora buena”, sentencia la Asociación que reúne a las AFP.

Aquí es relevante mencionar que en Estados Unidos más del 85% de los gestores de fondos no les ganan en rentabilidad a los promedios de los índices de Wall Street —el S&P 500 es el barómetro de comparación más usado—. Eso ha gatillado una estampida de inversionistas que han abandonado a administradores de fondo activos y prefieren invertir en fondos espejos de los índices y a una comisión mucho más baja.

Con baja rentabilidad, ¿capitalización o reparto?

La convicción de que la rentabilidad en los próximos años no se acercará mucho a lo obtenido en los precedentes, hace que el debate sobre el monto de las pensiones que entrega y en el futuro otorgará el sistema de pensiones, se tense aún más.

Porque la expectativa de sobrevivida después de jubilarse indica que las mujeres llegarán a los 90 años en promedio y los hombres a los 85. Esto significa que los hombres deben financiar 20 años de sobrevivida y las mujeres 30. En promedio, casi diez años más que lo visto hace tres décadas y media, cuando partió el modelo creado por José Piñera.

Con estos números el escenario se dramatiza y por eso las proyecciones de la Comisión Bravo apuntaban a que la mitad de los jubilados entre 2025 y 2035 tendría una Tasa de Reemplazo de 15%.

Es esta difícil coyuntura la que ha generado el debate en el país respecto de si se continúa con el sistema de capitalización individual que ha perdurado hasta ahora o si se modifica drásticamente el modelo a uno de reparto, donde parte de las cotizaciones van directo a pagar mejores pensiones en el corto plazo, o si una porción o el total de lo que se ahorra se mantiene en las cuentas individuales y el saldo va a un fondo solidario colectivo, como planteó la Presidenta Bachelet en agosto pasado.

En ese momento la Mandataria dijo que se elevará en cinco puntos las cotizaciones actuales en las AFP y que esto iría a elevar las pensiones actuales y parte a mejorar aquellas que se entregarán en el futuro para "tener un sistema verdaderamente mixto", frase repetida por la ministra Ximena Rincón en el seminario que organizó la Superintendencia de Pensiones con centros de estudios la semana pasada.

José Luis Ruiz, del Centro de Gobiernos Corporativos y Mercado de Capitales de la Universidad de Chile, analizó la situación en el seminario organizado por la referida superintendencia y se la jugó por advertir que el 5% anunciado por el Gobierno debiera ir completo a las cuentas individuales, en línea con lo sostenido por las AFP, que rechazaron la semana pasada el anuncio del ministro de Hacienda, Rodrigo Valdés, quien señaló que una parte del porcentaje irá al fondo solidario que mejorará las pensiones actuales y solo otra irá a cuentas individuales.

Según Ruiz, la idea de financiar solidaridad con parte de las cotizaciones y no con impuestos generales (a través del alza del Sistema de Pensiones Solidarias) tendrá como consecuencia que en el tiempo la jubilación vaya bajando y, principalmente, que se afecte el incentivo al ahorro para los afiliados.

Visión que contrasta con lo dicho por el ex superintendente de Pensiones del actual Gobierno, Álvaro Gallegos, quien afirmó que tanto la menor rentabilidad de los fondos como las condiciones del mercado laboral que generan bajos niveles de densidad de cotización (meses efectivamente cotizados de los trabajados) obligan a tomar medidas en la línea de dar certidumbre, a la población que cotiza en el sistema de pensiones, de que su aporte significará efectivamente jubilaciones dignas.

Su idea fue cuestionada a la vez por el director ejecutivo de Libertad y Desarrollo como por el economista del mismo centro de estudios ligado a la UDI, Francisco Klapp, quienes indicaron que tanto el alza en la cotización como la edad de jubilación elevarán las pensiones no solo para un sistema de reparto sino también para el de capitalización individual.