

RENTABILIDAD DE LOS FLUJOS DE LOS AFILIADOS

En los últimos días se ha retomado la discusión del proyecto de reforma al sistema de pensiones, en donde se está tratando de llegar a acuerdos en diferentes aspectos, siendo uno de los mayor importancia, el destino y la distribución de los 6 puntos porcentuales (pp) adicionales en la tasa de cotización. Dentro de los distintos sectores políticos, hay quienes prefieren que la totalidad de la cotización adicional, sea destinada a capitalización individual, otros a solidaridad, así como también, se ha propuesto que una parte de la cotización adicional sea considerada a la cuenta de capitalización individual y el resto a solidaridad. Por cierto que el aumento en la tasa de cotización es importante para mejorar las pensiones, sin embargo, no se debe dejar de considerar otros aspectos relevantes.

Como es sabido, el problema de las pensiones tiene que ver con distintos factores, entre ellos, la baja tasa de cotización, la baja densidad de cotizaciones, el aumento de la expectativa de vida, entre otros. Adicionalmente, la rentabilidad ha presentado una tendencia a la baja desde el inicio del sistema de capitalización individual. A modo de ejemplo, al considerar el periodo comprendido entre enero de 1982 hasta diciembre de 1991, la rentabilidad (Fondo C) promedió UF + 13,9%, cifra muy diferente al promedio de UF + 4,5% (Fondo C) del periodo entre enero 2012 hasta diciembre 2021.

Una acotación relevante es que se debe tener en cuenta que la rentabilidad mencionada, no es la rentabilidad sobre los flujos de dinero que deben desembolsar los afiliados, la cual determina el saldo final que se obtendrá, esta última es la TIR (Tasa Interna de Retorno). La rentabilidad de los fondos corresponde básicamente a la variación porcentual del valor cuota del fondo, mientras que la TIR es la rentabilidad sobre los flujos que realiza el afiliado, los cuales corresponden a las cotizaciones, sumado a las comisiones.

En relación a lo anterior, la diferencia que resulta en el valor de la TIR y la rentabilidad promedio de los fondos depende de la variabilidad de las rentabilidades de cada fondo. En particular, si las rentabilidades de cada fondo muestran una tendencia a la baja en el tiempo, entonces la TIR será inferior a la rentabilidad de los fondos y viceversa.

Para ilustrar lo anterior, se plantea el siguiente ejemplo: Se supone un individuo de referencia que empieza a cotizar desde octubre de 2002^[1] hasta mayo de 2023 con un salario inicial equivalente a 12,8 UF lo que corresponde aproximadamente a \$210.000 respecto al valor de la UF de octubre de 2002. Se asume que dicho salario experimenta las mismas variaciones que el Índice Real de Remuneraciones en el periodo señalado, lo que resulta en un crecimiento promedio al año de 1,81%. Otro supuesto es que el individuo cotiza el 10% de su salario todos los meses sin lagunas previsionales, y percibe la misma rentabilidad mensual que se ha observado en los datos que publica la Superintendencia de Pensiones, vale decir, no se asume una rentabilidad constante, sino que percibe la rentabilidad mensual realizada en el periodo de tiempo mencionado anteriormente.

[1] Fecha desde que se tienen datos de rentabilidad para los multifondos



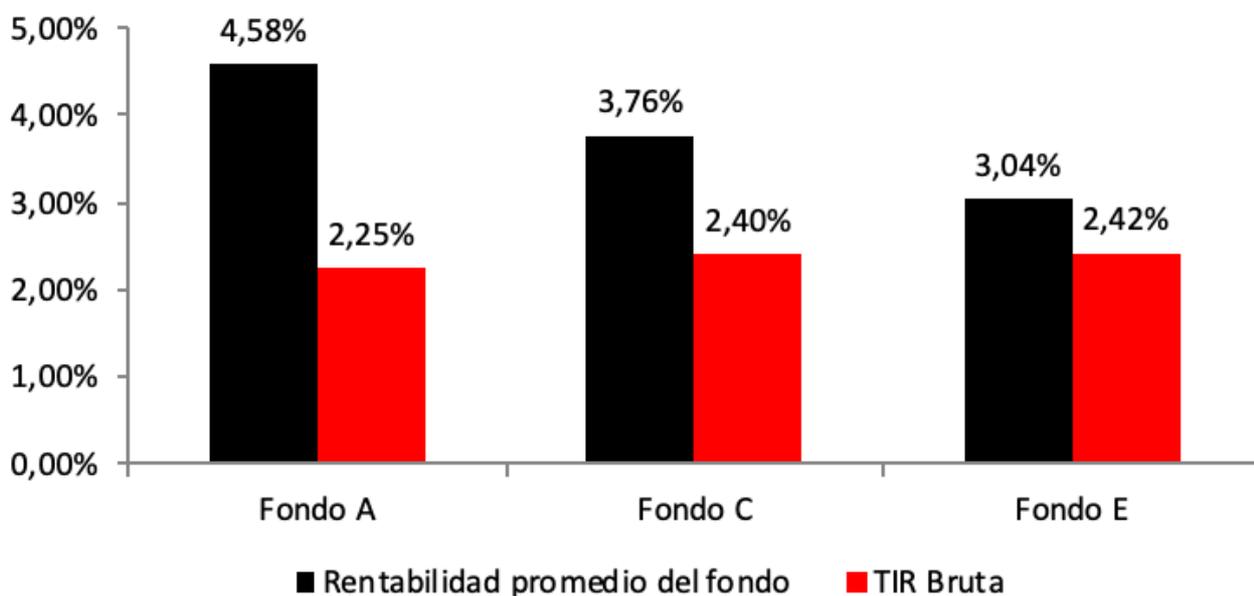
En el caso de que el individuo permaneciera siempre en el fondo A, entonces al mes de mayo de 2023 acumularía un saldo equivalente a 500,7 UF, lo que significaría que esta persona obtuvo una TIR bruta anualizada equivalente a UF + 2,25%. Si se considera una comisión por flujo del 1,3% constante todos los meses, entonces la TIR neta de comisiones anualizada resulta en UF + 1,03%. Cabe mencionar que la rentabilidad anualizada del fondo A en el periodo señalado promedia en UF + 4,58%

Al realizar el mismo ejercicio asumiendo que el afiliado se hubiese mantenido siempre en el fondo C, el saldo que acumula a mayo de 2023 asciende a 508,2 UF por lo que la TIR bruta anualizada alcanza UF + 2,4%, mientras que la TIR neta anualizada asciende a UF + 1,17%. La rentabilidad anualizada promedio del fondo C entre octubre de 2002 y mayo de 2023 corresponde a UF + 3,76%.

Por último si se supone que el afiliado hubiera cotizado en el fondo E durante todos los meses del periodo mencionado, obtendría un saldo equivalente a 509,5 UF. Esto significa una TIR bruta anualizada de UF + 2,42% y una TIR neta anualizada de UF + 1,2%. Cabe mencionar que la rentabilidad promedio anualizada del fondo E en el periodo alcanzó UF + 3,04%.

Gráfico 1: Rentabilidad real promedio de los fondos periodo octubre 2002-mayo2023 y TIR bruta

(Cifras anualizadas)



Fuente: Elaboración propia



Del ejercicio realizado anteriormente se puede observar que la rentabilidad promedio de cada uno de los fondos mencionados es mayor en el caso del fondo A, seguida por el fondo C y después por el fondo E. Sin embargo, la TIR es mayor en el caso del fondo E, seguida del fondo C, y finalmente, la menor TIR resulta en el caso del fondo A. A primera vista esto puede parecer paradójico pero como se mencionó anteriormente, la diferencia entre la rentabilidad de los fondos es básicamente la variación porcentual de los valores cuota, mientras que la TIR es la rentabilidad sobre los flujos de dinero que desembolsa el afiliado, lo que es distinto. Lo anterior se puede identificar por el hecho de que el saldo a mayo de 2023 resulta mayor para el caso del fondo E a diferencia de los fondos C y A.

Dicha diferencia está determinada por la variabilidad en la rentabilidad de los fondos. En particular, si se hubiera realizado los cálculos asumiendo una rentabilidad mensual constante equivalente al promedio del periodo señalado, los resultados hubieran sido distintos. De forma más específica, suponiendo lo anterior, la TIR bruta para el caso del fondo A habría resultado en UF + 4,58%, y un saldo a mayo de 2023 de 638,2 UF. En el caso del fondo C, la TIR bruta arroja UF + 3,76% y un saldo a mayo de 2023 de 585,2 UF. Y por último, respecto al fondo E, la TIR bruta resultaría en UF + 3,04% con un saldo a mayo de 2023 de 543 UF.

En otras palabras, al realizar el cálculo considerando una rentabilidad mensual constante equivalente al promedio en el periodo señalado, las respectivas TIR serían iguales a las respectivas rentabilidades promedio de cada fondo, y por ende, los saldos serían mayores para el caso de los fondos que tengan la mayor rentabilidad promedio. Sin perjuicio de lo anterior, lo relevante es la TIR para efectos del saldo que se obtendrá y por ende, el monto de la pensión para el afiliado.

Como se dio a entender anteriormente, la TIR resulta diferente a la rentabilidad promedio de los fondos por la variabilidad en la rentabilidad, particularmente, si es que en el tiempo, dicha rentabilidad tiende a ser más baja, como fue ilustrado en los primeros párrafos, entonces la TIR será inferior a la rentabilidad promedio del respectivo fondo y viceversa.

Lo anterior revela la importancia no solo de la rentabilidad de los fondos de pensiones, sino que también de la volatilidad de esta, dada la diferencia en los saldos resultantes para los tres fondos al asumir una rentabilidad mensual constante correspondiente al promedio del periodo mencionado. En consecuencia, la rentabilidad a la que se debe poner atención es a la TIR neta, dado que corresponde a la rentabilidad que efectivamente está percibiendo el afiliado.

En la discusión de la reforma a las pensiones es muy relevante alcanzar acuerdos respecto a políticas de inversión de los fondos de pensiones con el propósito de incrementar la TIR para los afiliados, así como también, buscar fórmulas para reducir comisiones. Por cierto que esto debe combinarse con muchas otras iniciativas para hacer frente a los problemas del mercado laboral, los cuales se caracterizan por una alta informalidad, bajos salarios, baja tasa de cotización y baja densidad de cotización. A esto se le suma también el aumento de expectativa de vida lo que representa un gran desafío adicional frente a esta temática.