

N. 1

Análisis de la repatriación de inversiones pensionales del extranjero hacia Colombia

Documentos de trabajo

Enero 2026

Análisis de la repatriación de inversiones pensionales del extranjero hacia Colombia

Serie documentos de trabajo 2026

N. 1

Edición digital

Enero de 2026

© 2026 Valor Público, centro de estudios e incidencia.

Universidad EAFIT

valorpublico@eafit.edu.co

Autores

Juan Carlos Gutiérrez Betancur

jgutie31@eafit.edu.co

Diagramación

Carolina Restrepo Ballesteros

Serie documentos de trabajo de Valor Público EAFIT

El centro de estudios e incidencia Valor Público, de la Universidad EAFIT, es un escenario para la comprensión y la transformación de problemas que requieren de la intervención colectiva y la decisión compartida: los asuntos públicos. Sus documentos de trabajo dan a conocer los resultados de los proyectos de investigación. Esta serie reúne trabajos de sus cuatro iniciativas de investigación y acción: Gobierno y democracia, Seguridad y justicia, Equidad y desarrollo social, Desarrollo económico e Innovación social.



Análisis de la repatriación de inversiones pensionales del extranjero hacia Colombia

Resumen ejecutivo

El presente documento constituye un análisis integral y estructurado del proyecto de decreto que busca reducir el límite de inversión en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias administrados por las AFP en Colombia, del ~48% actual a un 35% en tres años y a un 30% en cinco años. La medida, impulsada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, persigue alinear el ahorro pensional de largo plazo con las necesidades de financiamiento interno —especialmente en sectores estratégicos como infraestructura, vivienda y energía— y profundizar el mercado de capitales local.

No obstante, un examen técnico y multidimensional revela que esta política implica un trade-off crítico entre objetivos macroeconómicos de corto plazo y la seguridad financiera de largo plazo de los afiliados. En un contexto global de bajos retornos esperados, restringir la diversificación internacional fuerza una asignación de capital subóptima, reduce la frontera eficiente de los portafolios y concentra el riesgo en la economía doméstica. Se estima que la implementación generará flujos de repatriación de hasta USD 19.000 millones en los primeros tres años, los cuales, ante la limitada profundidad del mercado local, se concentrarán desproporcionadamente en deuda pública (TES), configurando una forma de represión financiera.


El impacto no será uniforme: el Fondo de Mayor Riesgo sufrirá una transformación estructural que podría comprometer las tasas de reemplazo futuras de los afiliados más jóvenes.

1. Argumentos a favor y en contra de la repatriación de fondos pensionales

Justificaciones del Gobierno (Argumentos a favor): El Ministerio de Hacienda plantea que reducir la inversión de los fondos de pensiones en el exterior fortalecerá la economía doméstica. Según la memoria del decreto, esta medida “*alineará el ahorro pensional de largo plazo con las necesidades de financiamiento interno*”, canalizando más recursos hacia sectores estratégicos nacionales (infraestructura, vivienda, energía) y “*profundizando el mercado de capitales local*”. En términos macroeconómicos, el Gobierno busca **cerrar la brecha ahorro-inversión** del país: al tercer trimestre de 2025, la inversión representaba 19,7% del PIB mientras el ahorro nacional apenas 8%, brecha históricamente cubierta con capital externo. La lógica oficial es “*internalizar*” ese ahorro pensional para financiar proyectos productivos locales, reduciendo la dependencia de ahorro foráneo. Además, se argumenta que mayor repatriación estabilizaría variables clave de corto plazo: por un lado, **aliviaría la presión sobre la tasa de cambio** (menor salida de divisas podría frenar la devaluación del peso) y por otro, **abarataría el financiamiento fiscal** al incrementar la demanda por deuda pública doméstica. En suma, **los beneficios esperados en el corto plazo** incluyen un tipo de cambio más estable, apoyo al financiamiento del déficit fiscal a menor costo y una mayor disponibilidad de recursos para el desarrollo económico interno.

Riesgos y críticas técnicas (Argumentos en contra): Un análisis multidimensional revela importantes desventajas y **trade-offs** de largo plazo asociados a la repatriación forzosa. En primer lugar, **restringir la diversificación internacional conduce a una asignación de capital subóptima**, reduciendo la frontera eficiente de los portafolios y **concentrando el riesgo en la economía doméstica**. Esto es especialmente problemático en el contexto global actual de **bajos retornos esperados** (descrito como “*invierno de inversión*”), donde la diversificación geográfica es una defensa crucial para mantener rendimientos aceptables. Recortar la inversión exterior de ~48% a 30% *no* es un ajuste menor, sino una **reingeniería estructural del modelo de inversión de las AFP y del mercado de capitales colombiano**. Se estima que implementar la medida implicaría repatriar hasta **USD 19.000 millones (COP ~76 billones) en apenas tres años**, flujo gigantesco que —dado el tamaño limitado del mercado local— terminaría concentrado desproporcionadamente en deuda pública (TES). Ello configura **una forma de represión financiera**, donde los ahorros pensionales financiarían al Gobierno a tasas artificialmente bajas, sacrificando potencial de retorno para los afiliados.

Otra crítica central es que **el impacto negativo recaería principalmente sobre los afiliados más jóvenes**. El Fondo de Mayor Riesgo, orientado a trabajadores con horizonte de inversión largo, mantiene hoy ~62% de sus activos en el exterior. Obligar a este fondo a bajar su exposición internacional al 30% implica convertirlo de facto en un portafolio conservador



local, privando a los afiliados jóvenes del **equity risk premium global** (principal motor histórico de la creación de riqueza a largo plazo) y confinándolos a un mercado doméstico poco dinámico en sectores como tecnología o IA. Esto **podría reducir significativamente sus futuras tasas de reemplazo pensional**, dado que históricamente ~73% del valor acumulado en las cuentas proviene de rendimientos de inversión logrados en buena medida gracias al acceso a mercados globales. En términos de riesgo, la concentración local **incrementa la vulnerabilidad del ahorro pensional a choques idiosincráticos de Colombia** (recesiones internas, choques políticos o de inflación): sin activos externos como amortiguadores, un evento adverso local golpearía simultáneamente a la renta fija y variable doméstica, sin compensación de otras geografías. En contraste, con alta diversificación global, una crisis en Colombia suele verse mitigada por la valorización de activos extranjeros o la depreciación del peso que aumenta su valor en COP, actuando como **cobertura natural**. Reducir esa cobertura eleva la probabilidad de pérdidas concurrentes en el portafolio ante un shock local.

Por último, desde la perspectiva financiera micro, la repatriación forzada **mermaría la eficiencia de gestión de las AFP**. La teoría de la gestión activa indica que el desempeño ajustado por riesgo (Ratio de Información) depende positivamente del número de oportunidades de inversión independientes (*amplitud o breadth*) disponibles.

Ley fundamental de la gestión activa (FLAM):

Esta ley (Grinold & Kahn) establece que el Ratio de Información (IR, medida de eficiencia de la gestión activa) es función de:

$$IR \approx IC \times \sqrt{Breadth} \times TC$$

Donde:

- **IC (Coeficiente de información):** Habilidad del gestor.
- **Breadth (Amplitud):** Número de apuestas independientes.
- **TC (Coeficiente de transferencia):** Capacidad de implementar las decisiones.

Al pasar de miles de activos globales elegibles a apenas decenas de emisores locales, el **breadth** de las AFP colapsaría, y además la baja liquidez interna reduciría su capacidad de ejecutar estrategias (**bajo Coeficiente de Transferencia**). Mantener los mismos resultados requeriría una mejora irrealista en la habilidad de los gestores (**IC**), por lo que **es esperable una disminución estructural en la generación de alpha** y en la eficiencia general de los portafolios. En síntesis, la medida **prioriza objetivos macro de corto plazo sobre la**

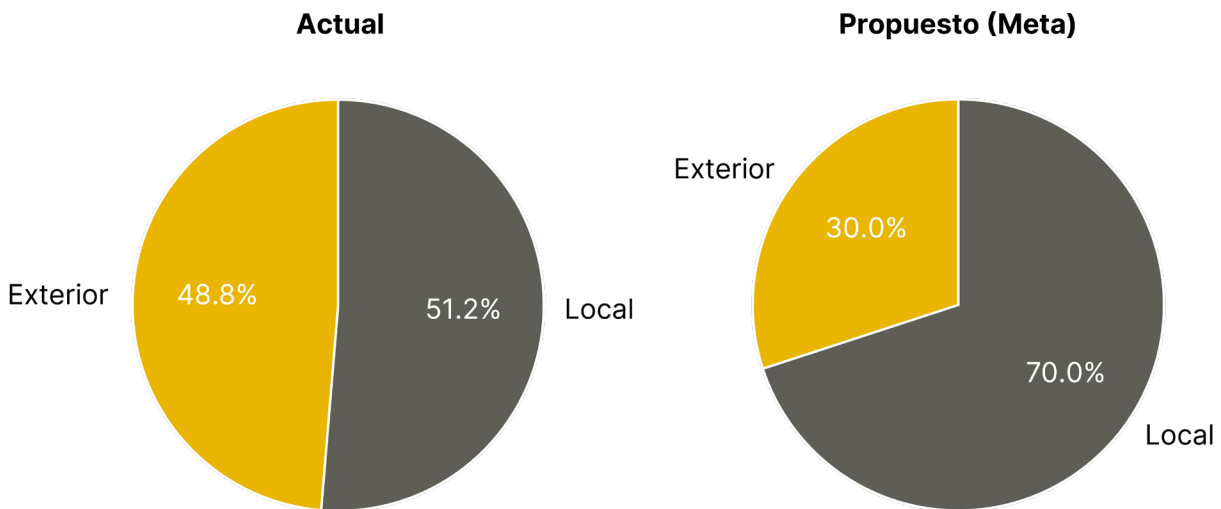
optimización financiera de las pensiones, introduciendo riesgos asimétricos de largo plazo para los afiliados. Se estaría sacrificando diversificación y retorno futuro de los trabajadores a cambio de beneficios temporales en tipos de cambio y financiamiento público, lo cual constituye un **desequilibrio de objetivos** que atenta contra el deber fiduciario de maximizar el rendimiento ajustado por riesgo de los ahorros pensionales.

2. Marco regulatorio vigente y borrador de decreto de inversión de activos

Esquema normativo actual: El Régimen de Ahorro Individual en Colombia (Ley 100 de 1993) opera con un esquema Multifondos administrado por AFP, que contempla cuatro portafolios obligatorios – Conservador, Moderado, Mayor Riesgo y Retiro Programado – alineados al perfil etario/riesgo de los afiliados. La normativa vigente (Decreto 2555 de 2010) establece principios de **seguridad, rentabilidad, liquidez y diversificación** para la inversión de los fondos, junto con límites máximos por tipo de activo y por emisor para cada fondo. Estos límites permitían hasta antes del nuevo decreto una elevada exposición extranjera, especialmente en los fondos de mayor riesgo. De hecho, **todas las AFP cumplían holgadamente los topes individuales de inversión externa**, manejando exposiciones reales en el rango de ~45–50% sin contravenir la norma. Es decir, la propuesta de reducir el límite **no responde a un incumplimiento** de las reglas vigentes, sino que obedece a una motivación fiscal del Gobierno. Cabe recordar que la diversificación internacional no solo estaba permitida sino fomentada dentro del marco legal como mecanismo para proteger el ahorro (al reducir riesgos locales). Este principio ha regido la gestión de las AFP en las últimas décadas, llevando a Colombia a tener uno de los portafolios agregados de pensiones *más internacionalizados* de la región.

Situación actual de inversiones: A noviembre de 2025, los fondos de pensiones obligatorias administraban en conjunto ~COP \$527,3 billones en activos (COP \$529,1 billones esperados para Diciembre de 2025), equivalentes a ~22% del PIB nacional. Estos recursos pertenecen a ~26,3 millones de afiliados y se distribuyen principalmente en el Fondo Moderado (el más grande, ~COP \$276,9 billones, ~52,3% del total), seguido por el Fondo de Mayor Riesgo (~COP \$157,99 billones, 29,9%), el Fondo Conservador (~COP \$45,23 billones, 8,6%) y el Fondo de Retiro Programado (~COP \$48,96 billones, 9,3%). En conjunto, **aproximadamente entre el 48% -49% del portafolio agregado está invertido en activos del exterior**, mientras el ~52% restante corresponde a activos locales. En la práctica, esto significa que unos COP ~\$258,2 billones (USD ~\$71 mil millones) se hallan en mercados internacionales (acciones globales, bonos extranjeros, fondos en el exterior). La Figura 1 ilustra este desglose geográfico y el ajuste propuesto: hoy cerca de la mitad de los recursos está fuera del país, proporción que debería descender al **30%** en un horizonte de cinco años, elevando la porción doméstica al ~70%.

Figura 1. Composición geográfica del portafolio agregado de las AFP colombianas: ~49% de los activos están en el exterior actualmente vs. 30% proyectado tras la repatriación total (meta en 5 años). Este cambio implica relocalizar en el mercado local del orden de ~COP \$100 billones en activos hoy invertidos globalmente.



El **borrador de decreto** formulado por el Ministerio de Hacienda introduce un nuevo **límite global de 30%** a la suma de las inversiones externas de los cuatro fondos obligatorios de cada AFP. A diferencia del régimen anterior – que manejaba límites por tipo de fondo, permitiendo al Fondo de Mayor Riesgo tener mayor exposición internacional que el Conservador – el nuevo tope es agregado por Fondo, **“aplanando” las estrategias** y eliminando la asignación táctica diferenciada por perfil. La regulación propuesta contempla una **transición gradual de 5 años** para alcanzar el 30%, con un hito intermedio de **35% a los 3 años**. Durante la transición, se obligaría a destinar **100% de los nuevos aportes** de los afiliados a inversiones nacionales, de modo de ir reduciendo paulatinamente el peso externo. Sin embargo, un análisis de flujos de recaudo de aportes canalizables a inversión indica que estas medidas no serán suficientes por sí solas: incluso reinvertiendo todos los aportes frescos localmente y dejando vencer algunos activos foráneos, las AFP no bajarían del ~38% externo en 3 años, por lo que **deberán ejecutar ventas forzadas de activos globales** para cumplir la meta. Se estima necesaria una **monetización (liquidación) adicional de ~USD 19.000 millones** netos a 3 años (aprox. COP \$76 billones) para lograr el 35%. En total, alrededor de **USD \$26.000 millones en 5 años** (~COP \$100 billones) tendrían que reorientarse al mercado local para converger al 30%.

El decreto propone la creación de un **régimen de transición** con seguimiento estricto: las AFP deberán presentar un plan de ajuste a la Superintendencia en los primeros 3 meses, y se habilita al Ministerio para establecer un “*banco de proyectos*” de inversión local que absorba los recursos repatriados. Este punto ha generado debate por potenciales conflictos de interés: delegar al Gobierno la estructuración de proyectos a financiar con ahorro pensional puede introducir presión política para dirigir fondos hacia iniciativas de alto rédito social pero baja rentabilidad financiera, contraviniendo el deber fiduciario de las AFP. Desde el punto de vista legal, el límite de 30% se enmarcaría como una medida prudencial autorizada por la normativa financiera, pero no deja de ser polémico: Colombia pasaría de ser, como se mencionó, uno de los sistemas con **mayor diversificación internacional** en la región a uno con sesgo doméstico marcado, acercándose a la media latinoamericana en home bias.

"Invierno de inversión" y brecha de ahorro:

Entorno global de bajos retornos: Las proyecciones para 2026 sugieren retornos reales esperados reducidos para las principales clases de activos globales. Un portafolio balanceado global (60/40) proyecta un retorno real del 3,4%, por debajo del promedio histórico del 5%. En este contexto, la diversificación y un universo de inversión amplio son defensas críticas.

Tabla 1: Proyecciones de retornos reales esperados en dólares (Horizonte 5-10 años)

Clase de activo	Retorno real esperado (Dic 2025)	Cambio vs. 2024	Observaciones
Renta variable global	4,5% - 5,0%	↓	Valoraciones elevadas en EE.UU. reducen el premio por riesgo.
Renta fija global (Bonos 10 años)	1,3% - 1,7%	↑	Recuperación desde tasas negativas, pero insuficiente para metas pensionales altas.
Portafolio 60/40 global	3,4%	↔	Retorno "ancla" para pensiones, insuficiente para cerrar brechas de ahorro sin aportes adicionales.
Crédito high yield (EE.UU.)	2,7%	↓	Compresión de spreads sugiere menor compensación por riesgo de impago.


Fuente: Adaptado de AQR Capital Market Assumptions 2026.

3. Impactos esperados de la repatriación en portafolios y mercados

3.1 Efectos en la rentabilidad esperada de los portafolios:

Una de las mayores preocupaciones es la **reducción en la rentabilidad de largo plazo** de los fondos de pensiones al perder diversificación global. La evidencia histórica en Colombia muestra que la diversificación internacional ha sido un pilar del desempeño: desde la creación del sistema multifondos, ~73% del crecimiento del valor de los fondos provino de rendimientos capitalizados sobre las inversiones, más que de los aportes de capital mismos. Esto fue posible gracias a contar con un universo amplio de activos incluyendo mercados desarrollados y emergentes. Al limitar la inversión externa al 30%, **se reducen las opciones de alto rendimiento ajustado por riesgo**, sacrificando oportunidades que han contribuido significativamente a las ganancias de los afiliados. La teoría moderna de portafolios predice que una adecuada diversificación geográfica permite **maximizar el retorno esperado para un nivel dado de riesgo**, aprovechando la correlación imperfecta entre mercados. De hecho, diversificar globalmente tiende a **reducir la volatilidad sin sacrificar rentabilidad esperada**, especialmente en acciones donde las bolsas de distintos países no se mueven al unísono. Por tanto, *a priori* restringir excesivamente la inversión externa tiende a empeorar el perfil riesgo-retorno de los portafolios pensionales.

Un cálculo sencillo ilustra la sensibilidad: reducir en 1 punto porcentual el retorno esperado de largo plazo obligaría a aumentar la tasa de ahorro entre ~3% y 5% del salario para lograr la misma pensión objetivo. Si, por ejemplo, la rentabilidad real anual de los fondos cayera de ~5% a ~2% (escenario plausible al reemplazar acciones globales por bonos locales de gobierno), la contribución necesaria casi se duplicaría para sostener la meta de pensión. En la práctica, es poco viable que los trabajadores aumenten sustancialmente sus cotizaciones, por lo que el resultado sería aceptar **pensiones futuras más bajas**. Asofondos y diversos analistas advierten que una mayor concentración de inversiones en Colombia **conllevaría retornos menores en el mediano y largo plazo**, en comparación con seguir diversificados globalmente. Incluso si en el corto plazo los **altos cupones de la deuda local (TES)** – en máximos históricos tras choques inflacionarios y fiscales recientes – compensaran parcialmente la pérdida de diversificación, no garantizan mejor desempeño ajustado por riesgo: esas mismas tasas altas reflejan **primas por riesgo país** (riesgo fiscal, inflación) más que una fortaleza intrínseca, y conforme las AFP destinen más flujos a TES, es esperable una **compresión de rendimientos** (baja de tasas) que erosione la ventaja inicial. En otras palabras, a medida que compran masivamente un mismo activo local, su rendimiento marginal disminuye.




Del lado gubernamental, se sostiene que el nuevo límite “*garantiza en todo momento la seguridad, rentabilidad, liquidez y diversificación del ahorro pensional*”, argumentando que 30% en el exterior **aún permite diversificar** y que la transición ordenada evitará ventas a pérdida. En efecto, el decreto no prohíbe totalmente la inversión internacional, sino que “*ajusta prudentemente su peso relativo*”, confiando en que las AFP podrán seguir gestionando una porción global significativa (30%) con criterios de eficiencia. Además, se remarca que, según la SFC, **sería posible cumplir el nuevo límite sin liquidaciones masivas**, simplemente redirigiendo aportes futuros a activos locales y dejando vencer parte de las posiciones externas. Esto evitaría incurrir en pérdidas por ventas precipitadas y permitiría adaptar el portafolio gradualmente. También se menciona que, dado que **hoy las AFP ya cubren cerca de 60% de sus inversiones externas** vía derivados cambiarios, la **exposición efectiva en moneda extranjera** es menor a la cifra bruta: es decir, del ~48% del portafolio en activos foráneos, solo una fracción (un ~19%-20% del total) queda realmente expuesta al dólar gracias a coberturas. En teoría, al rebalancear podrían reducir esas coberturas en lugar de vender activos spot, mitigando el impacto en rendimientos en moneda local.

En conclusión, es de prever un **impacto negativo en la rentabilidad de largo plazo** de los afiliados al restringir la diversificación, aunque su magnitud dependerá de la evolución relativa de los mercados internacionales vs. las nuevas oportunidades locales. Si Colombia lograra desarrollar activos domésticos con retornos ajustados por riesgo atractivos (por ejemplo, proyectos de infraestructura bien estructurados, deuda privada corporativa robusta, etc.), el costo en rendimiento podría moderarse. Pero si las AFP se ven forzadas a **concentrarse en unos pocos instrumentos de desempeño inferior** (TES, acciones locales de baja liquidez), los afiliados seguramente experimentarán **menores rendimientos acumulados** en sus cuentas que los que habrían obtenido manteniendo la estrategia global. Una recomendación emergente es **monitorear el efecto en la tasa de reemplazo proyectada** e incluso considerar medidas complementarias (educación financiera para fomentar aportes voluntarios, incentivos tributarios al ahorro pensional, etc.) que compensen eventuales reducciones en rendimiento neto.

3.2 Impacto en el riesgo y la diversificación internacional

La reducción forzada del componente externo implica un **aumento deliberado del sesgo doméstico (home bias)** en los portafolios. Antes del decreto, Colombia sobresalía por aprovechar ampliamente la diversificación global (~48% fuera, muy por encima del promedio regional). Moverse hacia ~30% externo representa **incrementar sustancialmente la concentración local**, lo que según la teoría clásica elevará la volatilidad total del portafolio y **posiblemente empeorará el binomio riesgo-retorno**. La volatilidad esperada sube porque ahora los fondos estarán mucho más expuestos a los ciclos económicos y financieros colombianos sin el balanceador de mercados externos. Como mencionamos, en un



escenario de shock macro local (ej. caída de la actividad, aumento de inflación y tasas, con depreciación fuerte del peso), un portafolio con 70% en activos domésticos sufriría pérdidas en prácticamente todos sus frentes (bonos, acciones y posiblemente también en la parte inmobiliaria doméstica). En contraste, con ~50% global, las AFP podían compensar parte de esas pérdidas con ganancias en sus posiciones externas (p.ej., acciones estadounidenses o europeas subiendo por *flight-to-quality*, o valorización en COP de sus bonos extranjeros ante la devaluación).

La **resiliencia del portafolio ante choques externos también disminuye**. Con una participación internacional menor, eventos adversos globales (ej. un colapso bursátil en EE.UU. o Europa) afectarían menos en lo directo, pero las crisis globales suelen transmitirse a mercados emergentes igualmente. Y lo preocupante es que ahora una crisis local *pequeña* podría tener efectos proporcionalmente grandes al no haber contrapesos externos. En términos de métricas de riesgo, se sugiere complementar la medición tradicional de volatilidad con indicadores de suficiencia pensional como el **Benefit at Risk (BaR)**. El BaR evalúa la probabilidad de que la pensión caiga por debajo de cierto umbral aceptable. Estudios actuariales indican que **la concentración local elevaría tanto el mBaR (mínimo BaR, asociado a escenarios extremos a corto plazo) como el aBaR (BaR promedio, asociado a menores retornos crónicos)**. En otras palabras, aumentaría el riesgo de que los afiliados no alcancen pensiones suficientes, ya sea en escenarios de crisis severa (mBaR: p. ej. “su ahorro podría agotarse 5 años antes de lo previsto”) o bajo desempeños mediocres persistentes (aBaR: “déficit esperado en la mesada respecto al nivel objetivo”).


Un punto a destacar es que la **concentración doméstica forzada difiere de una concentración voluntaria basada en ventajas informativas**. La teoría de *home bias* racional sugiere que los inversionistas locales podrían sobreponderar su mercado si tuvieran información superior o *expertise* especial para obtener mejor retorno ajustado por riesgo en casa. Sin embargo, en este caso las AFP colombianas ya estaban ampliamente invertidas en todos los instrumentos locales disponibles (TES, acciones de primera línea, deuda privada) y aun así diversificaban casi la mitad afuera, lo que indica que **no existía una oportunidad local no explotada por falta de recursos** sino más bien un límite de capacidad y de opciones rentables. Forzar a invertir más en el entorno doméstico **sin que exista una ventaja informativa adicional** implica renunciar a parte de la eficiencia del portafolio por mandato regulatorio. Estudios empíricos han encontrado que, si bien muchos portafolios institucionales exhiben *home bias*, ello puede explicarse en parte por costos, regulación o familiaridad, *no necesariamente porque mejore su desempeño*. De hecho, la mayor parte de la literatura respalda que diversificar internacionalmente **es beneficioso para lograr rentabilidades sostenidas con menor volatilidad**, especialmente en horizontes de largo plazo como el pensional.

3.3 Liquidez de los mercados locales y efectos en activos domésticos

La absorción de ~COP \$100 billones de recursos en el **mercado financiero colombiano** durante los próximos 5 años tendrá impactos diferenciados según el segmento de activos:

- **Deuda pública interna (TES):** Será el principal destino de los flujos repatriados, dada su capacidad de volumen y liquidez. Actualmente las AFP poseen ~COP \$174,5 billones en TES, equivalentes a ~33% de su portafolio y a una fracción similar del stock total de TES en el mercado. La regulación fija un **límite del 50%** del portafolio en títulos de la Nación, por lo que existe un *margen legal* de ~17 puntos porcentuales (unos COP \$90 billones) antes de alcanzar ese tope. Coincidentemente, ese espacio es del mismo orden de magnitud que el volumen a repatriar, lo que sugiere que **en teoría las AFP podrían canalizar prácticamente todo el flujo adicional a TES sin violar la norma**. Gradualmente, es factible que destinen la mayor parte de los nuevos aportes y recursos liberados a comprar deuda pública local.


El efecto esperado es una **presión bajista en las tasas de interés de los TES (yield compression)** debido al aumento de la demanda estructural. Esto abarataría el costo de financiamiento del Gobierno – uno de los objetivos explícitos del Ministerio con esta política – representando un *beneficio colateral* para las finanzas públicas. De hecho, en el corto plazo las AFP podrían incluso registrar **ganancias contables** por valorización de sus tenencias actuales de TES, a medida que suban los precios por la mayor demanda. Sin embargo, en un plazo más largo **crece la exposición al riesgo soberano**: si el peso de TES en los portafolios sube al ~50%, los rendimientos de las pensiones quedarán fuertemente ligados a la situación fiscal y macroeconómica local. Hoy las AFP ya son actores dominantes en el mercado de deuda pública (poseen ~33% de los TES en circulación); con la repatriación, esa interdependencia sistema pensional–Gobierno se intensifica. Desde una perspectiva de estabilidad, esto genera preocupaciones de *riesgo sistémico endógeno*: un deterioro fiscal pronunciado no solo impactaría al soberano, sino que golpearía directamente los ahorros de millones de futuros pensionados. En cuanto a liquidez, a corto plazo **habrá suficiente profundidad para absorber los flujos en TES** (dado el gran stock existente y la capacidad de emisión del Gobierno). Pero una vez alcanzado el límite del 50%, las AFP no podrían seguir aumentando su exposición a TES sin un cambio legal, lo cual es poco probable que ocurra pronto dado el escaso apoyo político para ampliar ese tope. En ausencia de nuevas alternativas locales, esto podría llevar a una saturación: los fondos se verían obligados a rotar hacia otros activos quizá menos líquidos, o a presionar para cambios regulatorios futuros.



• **Mercado accionario local:** La bolsa colombiana es notoriamente **pequeña y poco líquida** en comparación con el tamaño de los fondos de pensiones. El valor de mercado de todas las acciones listadas ronda **COP \$487 billones** (USD ~\$129,1 mil millones (COLCAP), y las AFP actualmente tienen ~8,4% de su portafolio en renta variable local (unos COP \$44,3 billones). Incluso si una porción de los fondos repatriados se dirige a acciones domésticas, **el impacto estructural sería limitado por la baja capacidad de absorción del mercado**. Credicorp Capital señala que, aún bajo supuestos optimistas (p. ej. que las AFP decidan duplicar su tenencia accionaria local), el efecto se concentraría solo en unos cuantos emisores grandes, ya que **muchas empresas tienen flotante reducido y las AFP ya están cerca del límite regulatorio de 10% por emisor** en varias de ellas. Existen topes que impiden a una AFP poseer más del 10% de las acciones en circulación de una compañía, límite que varias administradoras ya alcanzan en emisores líderes (Ecopetrol, ISA, Grupo Energía Bogotá, etc.). Por tanto, **el espacio adicional para invertir en bolsa es acotado** y requeriría, para ampliarse, de **nuevas emisiones de acciones, privatizaciones o aumentos de flotante** en el mercado local. Sin estos eventos, es probable que solo una fracción menor de los recursos retornados termine invertida en equity colombiano.

En el mejor escenario, este influjo marginal podría **eleva temporalmente los precios de algunas acciones y mejorar algo la liquidez** de la plaza bursátil – un **efecto burbuja** potencial en ciertos títulos si la demanda de las AFP excede con creces la oferta disponible. Pero difícilmente transformará la bolsa de forma permanente mientras no crezca la oferta de activos. En suma, las AFP podrán **incrementar solo marginalmente su asignación a acciones locales**, y la mayor parte de los recursos repatriados inevitablemente se canalizará a deuda (sea pública o privada) dada la restricción de tamaño del mercado accionario. Un riesgo a vigilar es que, al sobredimensionarse la demanda en un universo tan estrecho, se produzcan **distorsiones en la formación de precios**: valuaciones desconectadas de fundamentales, volatilidad excesiva ante bajos volúmenes, etc., lo cual podría perjudicar tanto a las AFP (si entran en activos sobrevalorados) como a la eficiencia del mercado de capitales local.

• **Tipo de cambio (mercado cambiario):** La repatriación de inversiones implica que las AFP dejarán de comprar divisas para invertir afuera y, por el contrario, podrían empezar a **vender parte de sus activos externos convirtiendo esas divisas a pesos**. Inicialmente, esto generaría una corriente constante de oferta de dólares en el mercado cambiario. Se estima que el flujo mensual requerido (~USD \$528 millones promedio durante 3 años) representaría apenas ~2% del volumen spot, cifra manejable en términos de liquidez agregada. Sin embargo, el efecto acumulado no es despreciable. Inversionistas proyectan una **apreciación transitoria del peso colombiano** a medida




que los flujos de retorno se materialicen, en el orden de **COP \$150–\$200 por dólar**. Esto equivale a un 4%-5% de la cotización, un movimiento no dramático pero sí notable. De ocurrir, beneficiaría a la inflación (importados más baratos) y a quienes tengan obligaciones en dólares, aunque **perjudicaría la competitividad de exportadores** y la valoración en COP de los activos externos remanentes (*efecto “Enfermedad Holandesa” financiero*). Ahora bien, varios factores atenuarían este impacto: (a) la implementación gradual evitará cambios bruscos, (b) como se mencionó, las AFP **podrían reducir sus derivados de cobertura en vez de vender dólares spot**, eliminando buena parte de la presión en el mercado cambiario, y (c) las AFP ya venían disminuyendo sus compras de divisas en años recientes (p.ej., por traslados de afiliados a Colpensiones), lo que anticipó parcialmente el ajuste. De hecho, en el mediano plazo, la **menor salida de capitales** por inversión externa podría *poner un techo* a la tendencia estructural de devaluación del peso. Es decir, si antes las AFP eran demandantes netas de USD, al cambiar ese comportamiento se reduciría una fuente de presión alcista sobre el dólar a futuro.

En equilibrio, se espera un **efecto cambiario transitorio y manejable**, sin crisis de apreciación ni devaluación descontrolada, pero sí con **posibles reducciones en la liquidez del mercado FX** colombiano a largo plazo. Menos volumen de transacciones podría implicar mayor volatilidad ante choques externos, al haber menos profundidad para absorberlos. En resumen, el peso podría fortalecerse algo en el corto plazo por la repatriación, y estabilizarse ligeramente más (menos tendencia a devaluarse) en el largo plazo por la obligada retención de fondos puertas adentro. No obstante, mantener un mercado cambiario líquido y eficiente será un reto si la presencia de inversionistas institucionales disminuye; tal vez se requerirá la intervención más activa del Banco de la República en determinados momentos para suavizar fluctuaciones, o incentivos para que otros actores tomen el relevo en la provisión de liquidez cambiaria.

3.4 Implicaciones para la sostenibilidad del sistema pensional

La sostenibilidad del sistema de pensiones de contribución definida en Colombia depende de que los ahorros de los afiliados logren convertirse en pensiones adecuadas al retiro. Si bien en términos estrictamente financieros la reforma no genera un *desequilibrio actuarial* (pues cada cuenta individual sigue siendo solvente por construcción), sí **afecta la adecuación de los beneficios esperados** y podría tener repercusiones de política pública a futuro. Dos aspectos clave son la **suficiencia de las pensiones** y la **confianza en el sistema privado**:

- **Tasas de reemplazo y suficiencia:** Como se señaló, forzar un portafolio más conservador/local puede reducir rendimientos de largo plazo, lo que se traduce en **pensiones proyectadas más bajas** (menores tasas de reemplazo del salario). Los



más perjudicados serían los afiliados jóvenes, cuyos fondos de mayor riesgo perderán buena parte del *upside* de renta variable global que históricamente contribuye a apreciaciones reales significativas a décadas vista. Un ahorro que crece más lento a lo largo de 30-40 años resultará en mesadas notablemente menores. Esto es preocupante dado que, aún antes de esta medida, las pensiones en el esquema privado suelen alcanzar reemplazos modestos (40% del ingreso laboral para salarios de cotización superiores a 5 salarios mínimos). Si la rentabilidad anual disminuye, ese porcentaje podría reducirse más, **comprometiendo la promesa de bienestar en la vejez**. En un caso extremo, muchos afiliados podrían terminar con pensiones inferiores a la mínima garantizada, obligando a activar el Fondo de Garantía de Pensión Mínima (FGPM) – un fondo financiado en parte por el Estado – para suplir el faltante. Si el FGPM (que acumula ~COP \$52,7 billones) tuviera que responder por insuficiencia generalizada, ello trasladaría el problema al erario, impactando la sostenibilidad fiscal. Es decir, **un menor desempeño de los fondos privados puede generar obligaciones implícitas para el gobierno** en el largo plazo, tensionando la sostenibilidad global del sistema (público + privado).


- **Comportamiento de afiliados y confianza:** Si los ahorros muestran menores rendimientos, es factible que algunos cotizantes pierdan confianza en las AFP o en la conveniencia del esquema individual, y busquen alternativas. Por ejemplo, podría acelerarse el fenómeno de **traslados masivos al régimen público (RPM)** en búsqueda de mejores perspectivas o garantías estatales, o aumentar el retiro de saldos de fondos voluntarios hacia otros instrumentos. Un traslado significativo de afiliados de las AFP a Colpensiones aumentaría las obligaciones del régimen de prima media, con implicaciones fiscales. Asimismo, si los trabajadores perciben que sus rendimientos bajaron *por una decisión regulatoria* y no por las condiciones de mercado, podría haber reacciones negativas que presionen a revertir la norma en el futuro. En definitiva, mantener la sostenibilidad política del sistema privado requiere demostrar a los afiliados que sus ahorros siguen bien gestionados y protegidos. Comunicar con transparencia el impacto de la repatriación – por ejemplo, cuantificando el **Benefit at Risk** como mencionamos, o traduciendo el efecto a años adicionales de trabajo requeridos – será crucial para que los afiliados entiendan el riesgo real que asumen. Si se percibe que la medida compromete gravemente su pensión, la legitimidad del sistema RAIS podría erosionarse.

3.5 Volatilidad y exposición a choques macroeconómicos

Como corolario de los puntos previos, el nuevo esquema implicará un perfil de volatilidad diferente para los fondos de pensiones. **Disminuye un tipo de riesgo pero aumentan otros.** Es cierto que, al repatriar inversiones, **se reduce la exposición cambiaria** de las AFP (menos activos en dólares/euros significan que las fluctuaciones del tipo de cambio afectarán menos el valor de los portafolios). Actualmente, cerca de 60% de la posición extranjera de las AFP estaba cubierta vía derivados, quedando aproximadamente un 20% del portafolio con riesgo de tasa de cambio neto. A mediano plazo, esa exposición podría caer aún más si simplemente mantienen 30% en el exterior (incluso sin coberturas adicionales). Desde este ángulo, **la volatilidad en pesos de los fondos podría disminuir ligeramente** en tanto se neutraliza el factor FX. Sin embargo, este beneficio viene al costo de **aumentar la volatilidad proveniente de otras fuentes domésticas:** tasas de interés locales, riesgo de crédito colombiano y variabilidad de mercado accionario local, todos los cuales suelen ser **más volátiles y menos diversificables** que sus equivalentes internacionales. Por ejemplo, la deuda pública colombiana tiende a exhibir fluctuaciones de precio significativas ante cambios en la percepción de riesgo país o política monetaria; el índice COLCAP es notoriamente volátil y correlacionado con choques internos (además de tener menor liquidez, lo que exacerba movimientos).

Un portafolio global 60/40 típico tenía (antes) una volatilidad anualizada relativamente acotada gracias a la combinación de activos de distintas geografías. En cambio, un portafolio mayoritariamente doméstico podría experimentar **mayores oscilaciones** año a año, porque los activos locales carecen de la compensación de tendencias externas independientes. En la práctica, los afiliados podrían notar *más variabilidad* en la rentabilidad mensual/anual de sus cuentas. Esto demanda una gestión más cuidadosa de **las expectativas de los ahorradores:** las AFP y entes gubernamentales deberán comunicar que, con la nueva política, es posible que en ciertos periodos los fondos arrojen rendimientos bajos o negativos simultáneamente (***riesgo de secuencia de retornos***) si el ciclo colombiano es adverso, algo que antes se mitigaba con la diversificación internacional. También aumenta la **exposición a eventos de cola (cola gruesa):** escenarios extremos domésticos (ej. una crisis financiera local) tendrían consecuencias más severas en portafolios concentrados localmente que en diversificados globalmente. Como se discutió con BaR, el riesgo de *ruina* o de resultados catastróficos para pensiones aumenta si todas las variables críticas dependen de un mismo país.

Finalmente, desde un enfoque macroprudencial, la mayor interconexión entre fondos de pensiones y economía local implica que durante **choques macroeconómicos** habrá un **efecto amplificador mutuo.** Si el gobierno enfrenta dificultades (sube prima de riesgo), los fondos se ven golpeados vía TES; si las empresas locales sufren (recesión), los fondos también vía




acciones y bonos corporativos domésticos; si ocurre una salida de capitales extranjeros (p. ej. shock político), las AFP no tendrían tanto refugio en activos externos y podrían incluso verse forzadas a vender activos locales a mal precio por liquidez, amplificando la caída. Este **incremento de la prociclicidad** es justamente lo que la regulación de inversiones de pensiones internacional busca evitar mediante límites generosos a la diversificación global. En conclusión, la volatilidad agregada y la exposición a choques macro **se incrementan en dimensión doméstica** con la repatriación, requiriendo mayor vigilancia del regulador. Posibles mitigantes podrían ser: mantener o aumentar las **posiciones de cobertura** (derivados) para riesgos locales específicos, construir reservas de estabilización en épocas buenas, o cooperar con el Banco de la República para manejar situaciones de estrés donde coincidan pérdidas en portafolios y tensiones de mercado.

4. Comparación internacional y evidencia de la literatura

4.1 Estrategias de inversión en entornos de bajos retornos esperados

El panorama global actual – tasas de interés apenas por encima de cero en términos reales, valorizaciones accionarias altas y primas de riesgo comprimidas – configura un **entorno de bajos retornos esperados** sin precedentes recientes. Ante este escenario, ¿qué han hecho los administradores de fondos de pensiones en el mundo? La tendencia general ha sido **diversificar más, no menos**, y buscar clases de activo alternativas, para intentar obtener puntos adicionales de rendimiento sin incurrir en riesgos desmesurados. Antti Ilmanen y otros expertos han señalado que en un “***invierno de inversiones***” la única defensa robusta es precisamente la **amplia diversificación y la paciencia**, dado que ningún activo tradicional brindará retornos elevados por sí solo. Esto ha llevado, por ejemplo, a que fondos soberanos y pensiones en economías desarrolladas aumenten sus tenencias en mercados emergentes, infraestructura global, capital privado, bienes raíces internacionales, entre otros, aprovechando cualquier prima de diversificación disponible.

En contraste, **concentrar aún más el portafolio en el mercado local** va a contracorriente de ese principio rector. Si los retornos esperados globales son bajos (digamos ~3-4% real para un portafolio 60/40), concentrarse localmente **no eleva mágicamente esos retornos**, a menos que el mercado local ofrezca una prima sustancial por encima del global. En el caso colombiano, las tasas locales sí son más altas nominalmente (los TES al 2025 tenían cupones de ~12%), pero esa diferencia incorpora expectativas de inflación y riesgo de crédito país. Al ajustar por riesgo, no está garantizado que invertir más en Colombia supere a invertir globalmente. De hecho, como vimos, las altas tasas locales recientes reflejan fragilidades macro (déficit fiscal, inflación), por lo que equiparar “tasas altas = buenos retornos” sería ingenuo.




La literatura sugiere varias estrategias óptimas en entornos de bajos rendimientos que **no implican reducir diversificación: aumentar ligeramente la exposición a activos de mayor riesgo (si la tolerancia lo permite), recortar costos de administración para mejorar el rendimiento neto, elevar gradualmente las tasas de contribución, y mantener flexibilidad táctica para aprovechar ventanas de oportunidad (p. ej., caídas pronunciadas de mercados para re-equilibrar agresivamente)**. Los fondos de pensiones de los países desarrollados, enfrentados a tasas cero en la década pasada, optaron por diversificar en private equity, hedge funds, inmuebles prime y deuda privada global, con el fin de obtener alguna prima extra. Otros han ajustado sus metas actuariales y comunicaron a los afiliados la necesidad de aportar más o postergar la jubilación para compensar las menores rentabilidades esperadas. Lo que no se ha visto generalmente es un retorno al home bias como solución a los bajos retornos globales – salvo en casos donde el mercado doméstico ofrece algo muy singular.

Un caso singular es el de **Brasil**, que durante años gozó de rendimientos locales extraordinariamente altos en términos reales, permitiéndole a sus fondos obtener buenos resultados sin salir casi al exterior. Brasil pudo darse el lujo de ignorar la diversificación internacional porque sus propios bonos soberanos indexados pagaban inflación + 7% real hasta 2060 – un **retorno real altísimo** difícil de encontrar fuera. En ese entorno, efectivamente la estrategia óptima era capturar esos rendimientos locales asegurados. Sin embargo, esa situación es la excepción y no la regla. Para Colombia, cuyas tasas altas reflejan riesgos y no fortaleza estructural, replicar la estrategia brasileña es arriesgado. Por tanto, en entornos de bajos retornos, la literatura aconseja **no poner todos los huevos en la misma canasta local**, sino más bien **ampliar el menú de activos** y asumir que ninguna clase de activo tradicional (ni local ni global) será suficiente por sí sola. Un portafolio más concentrado en pocos activos domésticos puede tener un desempeño muy pobre si esos activos decepcionan; en cambio, un portafolio global bien diversificado tiene más posibilidades de capturar alguna fuente de retorno en distintos lugares.

4.2 Efectos de la concentración local de portafolios (Home bias) en el desempeño


El fenómeno del *home bias* ha sido extensamente documentado: los inversionistas suelen tener una preferencia marcada por activos de su propio país, aún cuando la teoría sugeriría mayor diversificación global. Las causas van desde costos y barreras regulatorias hasta aspectos de comportamiento (patriotismo financiero, familiaridad) y ventajas informativas. En cuanto a **desempeño**, la pregunta clave es si un portafolio con fuerte concentración local rinde más o menos que uno globalmente diversificado. La teoría clásica (Markowitz) dice que con información simétrica, el diversificado debe ubicarse en la frontera eficiente y dominar al concentrado en términos de Sharpe ratio. Numerosos estudios confirman



que diversificar internacionalmente tiende a mejorar el perfil riesgo-retorno, reduciendo volatilidad sin reducir rentabilidad media.

No obstante, **la literatura reciente ha matizado esta visión**, mostrando escenarios donde cierto grado de home bias puede no ser completamente subóptimo. Por ejemplo, **Van Nieuwerburgh & Veldkamp (2009)** desarrollan un modelo donde inversionistas racionales eligen concentrar aprendizaje en mercados que conocen, obteniendo así una *ventaja informativa* que les permite vencer a la diversificación ciega. En línea con esto, un estudio amplio sobre 10.771 inversionistas institucionales en 72 países halló que **portafolios más concentrados geográficamente a veces logran mayores rendimientos ajustados por riesgo**, lo cual apoya la idea de que estrategias concentradas pueden ser óptimas cuando median ventajas informativas o especialización. Dicho estudio (Choi et al., 2017) sugiere que, en contraste con la teoría de activos tradicional, algunos gestores obtienen *alpha* extra al enfocarse en pocos mercados que conocen bien. Asimismo, se ha observado que el grado de home bias suele ser mayor en países con alta incertidumbre local: gestores domésticos podrían percibir que entienden mejor ese riesgo local (por familiaridad) y **prefieren invertir en casa aún con volatilidad, sintiéndose más cómodos con “lo conocido”**. Esto explicaría por qué, por ejemplo, los fondos de pensiones en mercados emergentes no van al máximo permitido afuera incluso cuando se les permite – mantienen un sesgo local porque conocen y confían en ciertos emisores locales, o porque hay restricciones que los incentivan a quedarse.

Ahora bien, **estas evidencias no implican que imponer home bias sea positivo per se**. Los casos exitosos de concentración suelen ser aquellos donde **fue una elección voluntaria basada en la experticia**. Es decir, el gestor local decidió sobreponderar su mercado porque identificó oportunidades específicas donde cree tener ventaja (mejor análisis de empresas locales, etc.), *no* porque una regulación lo obligó indiscriminadamente. Cuando la concentración es **exógena y uniforme** para todos (como un límite legal), es improbable que venga acompañada de un aumento milagroso en la capacidad de los gestores para sacarle provecho. Volviendo al caso colombiano: las AFP ya invierten en prácticamente todo instrumento local disponible – difícilmente posean *información privilegiada no explotada* que les permita obtener retornos superiores por simplemente aumentar peso en Colombia. Además, muchas inversiones locales (p. ej. deuda pública) son seguidas por todo el mercado y **no ofrecen mayor asimetría informativa**; el valor que un gestor puede agregar en TES es limitado. Por tanto, la imposición de home bias vía decreto probablemente **no replicará las condiciones bajo las cuales algunos portafolios concentrados han superado a la diversificación**.




En general, la literatura concluye que **la diversificación internacional mejora la sostenibilidad de las pensiones** en el largo plazo, y que cualquier sesgo doméstico elevado conlleva un costo en términos de mayor riesgo no diversificado. Aunque reconoce que el home bias persistirá por ciertas razones (costos, regulación, familiaridad), el consenso es que reducirlo ha sido beneficioso en la mayoría de sistemas. Por eso, muchos países han eliminado o ampliado sus límites externos con el tiempo (Chile, Perú, México). En palabras de un informe internacional, *“la tendencia global de las últimas décadas fue permitir mayor inversión internacional a los fondos de pensiones, para mejorar diversificación y rendimientos, a medida que los mercados locales se desarrollaban”*. Ir en la dirección opuesta requiere, entonces, una justificación económica muy sólida y evidencia de que el costo en riesgo-retorno para los afiliados será compensado por otros beneficios tangibles. De lo contrario, se corre el riesgo de sacrificar la eficiencia financiera de los ahorros previsionales por objetivos que podrían haberse logrado con instrumentos menos distorsivos.

4.3 Experiencias internacionales comparadas en límites de inversión externa

Para dimensionar la decisión de Colombia, conviene compararla con las políticas de inversión de fondos de pensiones en otros países de la región y del mundo. A continuación, se resumen algunos casos relevantes:

- **Brasil:** Es quizás el ejemplo más extremo de **home bias institucionalizado**. Los fondos de pensiones complementarios en Brasil tienen un **límite máximo de 10%** del portafolio en activos del exterior, y en la práctica invierten apenas ~1,1% fuera. Es decir, virtualmente el 99% de sus recursos permanecen en Brasil. Como mencionamos, esto ha sido viable principalmente porque Brasil ofreció **rendimientos reales locales muy altos** durante décadas (tasa Selic >10%, bonos del gobierno indexados con interés real 5-7%). Así, los fondos brasileños podían cumplir sus metas actuariales invirtiendo en renta fija doméstica sin sentir necesidad de diversificar geográficamente. Adicionalmente, la regulación brasileña restringe qué activos extranjeros son elegibles (favoreciendo instrumentos indirectos como ADRs locales en vez de acciones extranjeras directas). El resultado es que el ahorro pensional ha sido un motor de financiamiento interno: los fondos están mayoritariamente en títulos locales (deuda pública, inversiones en infraestructura local, etc.).

Importante: A pesar del escaso 1% externo, *no se ha comprometido la rentabilidad histórica* de los fondos brasileños, precisamente por las condiciones excepcionales de su mercado (altas tasas y un mercado de deuda amplio). Sin embargo, este caso no es fácilmente replicable. En Colombia, las tasas altas actuales obedecen más a una **prima de riesgo que a una fortaleza estructural**, por lo que un límite bajo como 10% podría exponer demasiado a riesgos domésticos sin la garantía de retornos reales positivos tan elevados.



• **Costa Rica:** Representa un caso intermedio con **exposición externa moderada (~22,9%)** y resultados sobresalientes. Al 2024, Costa Rica figuraba entre los países OCDE con mejor rendimiento real promedio en fondos de pensiones, a pesar de tener más de 3/4 de su portafolio en títulos locales. Los fondos costarricenses (que administran activos ~42% del PIB) han contribuido a financiar el desarrollo interno, invirtiendo fuertemente en deuda pública local – la cual se benefició de una mejora macroeconómica reciente, generando ganancias de capital para las pensiones. La **estabilidad macro y la confianza inversora** permitieron que, con un home bias notable, los afiliados obtuvieran buenos retornos reales. Esto sugiere que **no es indispensable una altísima exposición internacional para lograr buenos resultados**, siempre y cuando el mercado doméstico ofrezca oportunidades sólidas y el manejo macro sea prudente. Ahora bien, 22,9% externo no es trivial – sigue representando diversificación global en cierta medida, solo menor que la de Colombia actualmente (48%). El modelo tico ha mantenido un **balance**: canaliza gran parte del ahorro al país, mientras aprovecha algo de diversificación internacional. Para Colombia, moverse de ~48% a ~30% externo es precisamente tratar de adoptar un perfil más cercano al de Costa Rica. Implica un ajuste notorio pero no ajeno a la región. La lección es que, si Colombia logra emular las condiciones de Costa Rica (prudencia fiscal, activos locales seguros y rentables), podría potencialmente sustentar buenos rendimientos con menos diversificación global.

• **Chile:** Fue pionero en multifondos e inicialmente limitó mucho la inversión extranjera, pero **gradualmente liberalizó** esos topes. Hoy los fondos chilenos pueden invertir hasta ~80% en exterior (para el fondo más riesgoso, con límites menores para fondos conservadores). En la práctica, las AFP de Chile mantienen ~42-45% de sus portafolios en el exterior y ~58-55% en Chile. Es decir, teniendo la libertad de diversificar internacionalmente la mayor parte, **optan por conservar todavía una porción importante local**. Esto refleja que, aun con gran apertura, los gestores encuentran atractivo invertir en ciertos activos domésticos, particularmente renta fija local (bonos del Banco Central de Chile, bonos corporativos chilenos, etc.). Es un ejemplo de cómo **la diversificación global y la inversión local no son excluyentes**: Chile permite máximos externos altos, pero elige un punto óptimo alrededor de ~45% afuera, 55% adentro, según condiciones de mercado. Colombia hasta ahora estaba más diversificada que Chile en porcentaje externo, y con el cambio se alinearía más a la **media regional** (Chile ~45%, Perú ~40%, México <30%, Costa Rica ~23%, Brasil ~1%). La tendencia en Chile y otros ha sido aumentar los límites foráneos en el tiempo (de 20% en los 90s a 80% hoy en Chile, de 10% a ~50% en Perú, de 0% a ~20-30% en México), reconociendo los beneficios de diversificar a medida que sus mercados maduraban. La movida de Colombia de reducir su límite **va contra la dirección general**

observada, aunque como mencionamos, no es algo sin precedentes (México también mantuvo límites bajos por mucho tiempo con el argumento de financiar desarrollo interno).

- **México y Perú:** México tradicionalmente fue muy conservador, con límites en torno a 20% para inversión externa de las Afores. Solo en años recientes se han flexibilizado algo estos topes, al constatar que los rendimientos locales iban a la baja y que se necesitaba diversificar más. Aún así, México sigue teniendo home bias elevado (alrededor de 80% local) y sus fondos apoyan mayoritariamente al gobierno mexicano a través de bonos internos. Perú, por su parte, ha ido elevando su límite extranjero gradualmente hasta ~50% actualmente. Las AFP peruanas suelen usar buena parte de ese cupo (su exposición externa real ronda 40% según FIAP). En general, la **tendencia global** – con excepciones – ha sido permitir mayor juego internacional conforme crecen los fondos y se robustecen las economías domésticas. Algunos países emergentes complementan esta liberalización con **incentivos para inversión local** (por ejemplo, obligando a comprar ciertos bonos locales o dando ventajas fiscales si invierten en proyectos nacionales), buscando equilibrar dos objetivos: aprovechar diversificación global y a la vez impulsar el desarrollo interno con parte de los ahorros.


5. Banco de proyectos = COI doméstico? ¿qué condiciones mínimas debe cumplir para que la reasignación doméstica genere valor (VPN positivo) sin deteriorar el riesgo (BaR) de los afiliados?

Para que un Conjunto de Oportunidades de Inversión (COI doméstico) sea una alternativa seria frente a oportunidades internacionales, debe ofrecer (i) proyectos y vehículos invertibles, (ii) con retornos netos de costos acordes con su riesgo, y (iii) con gobernanza y transparencia que reduzcan riesgo de agencia. En términos operativos, se sugieren cinco requisitos:

5.1 Umbral de retorno ajustado por riesgo: cada proyecto/vehículo debe cumplir:

$$VPN = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Flujo de Caja}_t}{(1+k)^t} - I_0 \geq 0$$

donde \bar{k} es una tasa de descuento (WACC) coherente con el riesgo del flujo (y no una tasa política). Si la reasignación doméstica incrementa la volatilidad/concentración del portafolio, el umbral \bar{k} debe reflejar ese riesgo (o, equivalentemente, exigir un mayor retorno esperado).



5.2 Estructuración de flujos y mitigantes: preferir flujos contractuales y verificables (p. ej., concesiones/APP con ingresos indexados o con mecanismos de reparto de riesgos), coberturas de inflación y tipo de cambio cuando corresponda, y protecciones ante riesgos de construcción (bonos por desempeño, garantías, pagos por hitos).

5.3 Diversificación y límites de concentración: el banco de proyectos debe construir un “portafolio de inversiones reales” (no una lista) con diversificación por sector, región, régimen regulatorio y contrapartes, y con topes ex ante por emisor/proyecto para que el incremento de riesgo de cola no sea desproporcionado (consistente con métricas como BaR/aBaR).

5.4 Liquidez y ciclo de vida del fondo: los vehículos ilíquidos deben calzar con el horizonte del multifondo (y con la necesidad de retiros/traslados), con mecanismos de valoración independiente, ventanas de liquidez razonables y precios de salida (no “marcación discrecional”).


5.5 Gobernanza, datos y auditoría: originación y evaluación con estándares comparables a mercados profundos (debidamente diligencia, métricas de desempeño, trazabilidad de costos), tasaciones y modelos independientes, publicación periódica de reportes (incluyendo riesgo, retornos netos y comparables), y reglas estrictas de conflicto de interés.

Con estos criterios, el COI doméstico (Banco de Proyectos) deja de ser un mandato administrativo y se convierte en una plataforma de inversiones competitiva: si no se cumplen, la repatriación forzada tiende a aumentar el riesgo de cola (BaR) o a reducir retornos netos, afectando el bienestar pensional de los afiliados al sistema.

6. Evidencia empírica reciente de los fondos pensionales en Colombia

Para complementar el análisis, presentamos algunos datos recientes (corte a noviembre de 2025) sobre la situación de los fondos de pensiones en Colombia, que sirven de línea base para evaluar la medida:


- **Valor de los fondos y distribución:** Los fondos de pensiones obligatorias (FPO) suman ~COP 527 billones en activos administrados, distribuidos en 4 multifondos según nivel de riesgo. El **Fondo Moderado** concentra cerca del 46% de los recursos (~COP 280 billones), pues la mayoría de afiliados cotiza en él; el **Fondo de Mayor Riesgo** acumula ~26% (~COP 155 billones); el **Fondo Conservador** ~8% (~COP 46 billones); y el **Fondo de Retiro Programado** (para afiliados pensionados que mantienen saldo)



otro ~8% (~COP 52 billones). Adicionalmente, las AFP manejan fondos voluntarios (~COP 37 billones) y fondos de cesantías (~COP 27 billones), que no están sujetos a los límites de inversión externa obligatorios. En total, considerando todos los fondos de pensiones y cesantías, el sistema administraba ~COP 605,9 billones (incluyendo obligatorias, voluntarias y cesantías), equivalentes a ~25% del PIB y con 26,3 millones de afiliados en el RAIS (Régimen de Ahorro Individual).

- **Composición de portafolios:** Como ya se detalló, cerca de **48-49% del portafolio obligatorio está invertido en el exterior** (principalmente en **renta variable global**: aproximadamente 32% del total del portafolio son acciones internacionales, lo que equivale a dos tercios de todos los activos extranjeros). El restante ~16% del portafolio corresponde a renta fija (~3,1%) y activos alternativos extranjeros (~13%). Del lado doméstico, la mayor exposición es a **títulos de renta fija interna**: ~33% del total en deuda pública TES (COP ~174,5 billones), y cerca de 4% en otros bonos locales privados, sumando ~37% en renta fija local. La **renta variable local** constituye ~8-9% del portafolio (COP ~44,3 billones). Finalmente, alrededor de 4% se invierte en **activos alternativos domésticos** (fideicomisos inmobiliarios, fondos de capital privado local, etc.). En resumen, el perfil actual mezcla una significativa exposición global (principal motor de crecimiento histórico) con una posición fuerte en deuda pública nacional y participaciones menores en acciones locales y alternativas.

- **Cobertura de riesgo cambiario:** Dado el alto componente en moneda extranjera, las AFP utilizan derivados para cubrir parte del riesgo de tipo de cambio. Según la SFC, aproximadamente **60% de la inversión externa está cubierta** (vía forwards principalmente). Esto significa que, neto de coberturas, alrededor del **32-40% de los activos de los fondos están efectivamente expuestos al dólar/euro**. Por ejemplo, el Fondo Moderado – que tiene una exposición internacional moderada – solo tiene ~8% de su valor en riesgo de moneda sin cubrir, mientras que el Fondo de Mayor Riesgo mantiene ~35% del fondo sin cubrir. En el agregado de los FPO, el **32,5% del valor de los fondos está sin cobertura cambiaria**, cifra consistente con ~40% de 48% externo sin cubrir. Esta gestión activa del riesgo cambiario ha permitido que la volatilidad en COP de los fondos no sea tan alta como lo sería con exposición abierta total. Hacia adelante, con la repatriación, las AFP podrían deshacer progresivamente esas coberturas (ya no comprando nuevos forwards), reduciendo costos asociados a hedge. Sin embargo, como contrapartida, aumentará su exposición a la **volatilidad de tasas de interés locales**, por lo que es posible que deban evaluar nuevos tipos de cobertura (p. ej. coberturas de tasa fija, o credit default swaps soberanos) para mitigar otros riesgos.



• **Rentabilidades recientes:** Los fondos de pensiones han venido logrando rendimientos sólidos en los últimos años, superando cómodamente las **rentabilidades mínimas** exigidas por normativa. Por ejemplo, a noviembre 2025, el Fondo Conservador registró un rendimiento promedio anual (en el horizonte relevante de 36 meses) de **~13,30%**, frente a una rentabilidad mínima exigida de 9,03%. El Fondo Moderado presentó en promedio **8,32%** anual (mínima 4,95%), y el Fondo de Mayor Riesgo obtuvo **10,95%** promedio (mínima 6,40%). Incluso el Fondo de Retiro Programado (orientado a preservación) promedió 8,91% vs mínimo 5,61%. Estas cifras indican que, pese a la volatilidad de mercados de 2022-2023, las AFP mantuvieron rendimientos por encima de los umbrales regulatorios, en buena medida gracias a la diversificación global y a la recuperación de valor de los activos tras la pandemia. De hecho, en 2023 se observaron rendimientos positivos significativos por la apreciación de bonos internacionales cuando cayeron las tasas externas, lo que benefició a los portafolios con alta exposición extranjera. La **contribución de los activos internacionales** ha sido históricamente crucial: Asofondos estima que ~73% del valor acumulado de los fondos proviene de rendimientos sobre la inversión, y gran parte de estos rendimientos se originaron en el componente accionario global que ha tenido retornos reales sobresalientes en las últimas dos décadas. Por tanto, resulta comprensible la inquietud de afiliados y gestores frente a la posibilidad de renunciar a parte de esas ganancias futuras.


• **Indicadores de riesgo actuales:** Gracias a la diversificación, los indicadores de volatilidad de los fondos habían permanecido relativamente bajos. Por ejemplo, la volatilidad anualizada del portafolio de mayor riesgo rondaba ~10-12%, la del moderado ~6-8%, y la del conservador <5%. Además, los **escenarios de stress testing** mostraban resiliencia: aún en choques severos simultáneos (caída de 30% acciones globales + devaluación + alza de 500 pb en tasas locales), los fondos mantenían rendimientos positivos en ventanas de 5 años, evidenciando la capacidad de recuperación con diversificación. Tras la repatriación, es esperable que estos indicadores de riesgo se deterioren: mayor volatilidad total y mayor drawdown posible en eventos extremos locales. Será importante ver cómo el regulador ajusta las métricas de seguimiento de riesgo (posiblemente introduciendo el BaR comentado, u obligando a mayor divulgación de sensibilidad a escenarios locales adversos).

Conclusiones

La propuesta de repatriación de inversiones pensionales desde el extranjero hacia Colombia – reduciendo el límite externo al 30%, de ser aprobada constituirá un **punto de inflexión en la gestión del ahorro previsional**. El Gobierno fundamenta la medida en la necesidad de cerrar la brecha ahorro-inversión. Al tercer trimestre de 2025, la inversión en Colombia representaba el 19,7% del PIB, mientras el ahorro nacional era de solo el 8%, una brecha del 11,7% tradicionalmente cubierta con ahorro externo. La lógica es “internalizar” el ahorro pensional para financiar proyectos productivos locales, reduciendo la dependencia del capital externo. El marco vigente permitía a las AFP colombianas diversificar cerca de la mitad de sus portafolios globalmente, reflejando las mejores prácticas de gestión de riesgo. El nuevo decreto impone un cambio drástico a esa filosofía, con la expectativa oficial de que ello beneficiará la economía local. No obstante, ejecutar esta repatriación conlleva desafíos regulatorios (cumplir nuevos topes, posibles ajustes legislativos si se quisieran flexibilizar otros límites, e.g. el 50% en TES), operativos (reorganizar portafolios sin incurrir en pérdidas significativas) y de gobernanza (mantener decisiones de inversión objetivas y en beneficio de los afiliados).

Este informe examinó la medida desde ángulos técnicos, macroeconómicos y financieros, contrastándola con experiencias internacionales y datos locales. A modo de **síntesis de hallazgos**:

- **Trade-off de objetivos:** La iniciativa responde a objetivos legítimos de política económica (canalizar recursos a la inversión interna, apoyar el financiamiento público y controlar presiones cambiarias). Sin embargo, se instrumenta mediante una restricción que afecta la optimización financiera de largo plazo de las pensiones. Se priorizan consideraciones macro coyunturales sobre principios de diversificación y rentabilidad de los fondos, rompiendo un equilibrio delicado. **Colombia pasaría de ser líder regional en diversificación global a alinearse más con países de sesgo doméstico alto.**
- **Impacto en afiliados (rentabilidad-riesgo):** La menor diversificación **reduce la resiliencia** de los portafolios ante choques y **potencialmente merma los rendimientos de largo plazo**. Históricamente, más del 70% del crecimiento real de las cuentas provino de la inversión global; limitar esa fuente exigirá compensarla con retornos locales equivalentes, lo cual es incierto. A menos que el mercado colombiano ofrezca alternativas de igual calidad, es probable una **pérdida de eficiencia (Sharpe) en los portafolios**, con implicaciones como menores tasas de reemplazo esperadas y mayor riesgo de insuficiencia pensional. Los más jóvenes, en particular, verán sus ahorros




reassignados a estrategias más conservadoras de lo que su horizonte requeriría, **comprometiendo su patrimonio de retiro futuro.**

- **Efectos en mercados locales:** Habrá sin duda **ganadores a corto plazo.** El **Gobierno** es un beneficiario claro: la demanda por TES aumentará, bajando sus tasas y facilitando la financiación del déficit. El peso podría estabilizarse transitoriamente con la menor salida de capitales, y ciertos activos locales (algunas acciones, deuda corporativa) podrían recibir flujos adicionales que eleven sus precios. Pero también existen **riesgos de largo aliento:** saturar unos pocos activos (TES hasta 50%, acciones de gran capitalización hasta límites de flotante) puede **distorsionar precios y concentración de riesgo.** Se refuerza la interdependencia pensiones-fisco, creando potenciales vulnerabilidades sistémicas. Además, la limitada absorción de la bolsa local implica que la medida no garantizará un boom de inversión privada, pudiendo quedarse en un mero *rebalanceo financiero* que abarata al Estado pero no necesariamente **impulsa nueva inversión productiva privada** (si no hay suficientes proyectos nuevos, el dinero podría acabar en recompras de acciones o instrumentos pasivos).

- La repatriación también **acentuará la concentración de riesgos: los portafolios pensionales quedarán más expuestos a la salud fiscal del Estado (por la alta proporción en TES) y a la suerte de unos pocos emisores privados domésticos.** Además, sin un desarrollo concomitante de nuevas opciones de inversión local, existe el riesgo de distorsiones de mercado y rendimientos decrecientes por sobreinversión en los mismos activos. Esto subraya la importancia de que **la política pública venga acompañada de esfuerzos para expandir y profundizar el mercado de capitales colombiano – por ejemplo, fomentando emisiones primarias de empresas, creando vehículos de inversión en infraestructura o energías renovables atractivos para las AFP, etc.** – de modo que el exceso de liquidez local se traduzca en inversión productiva real y no solo en reciclaje de deuda existente o burbujas temporales.


- Aunque la reforma no pone en riesgo de quiebra al sistema (no hay pasivos ocultos nuevos, solo reasignación de portafolios), sí puede minar su objetivo central de proveer ingresos de vejez dignos. La sostenibilidad en sentido amplio – que los jubilados efectivamente obtengan pensiones suficientes sin necesidad de rescates fiscales – podría verse amenazada si **la combinación de menores retornos y mayor riesgo sistémico desemboca en pensiones insuficientes.** Conviene que las autoridades tomen medidas para fortalecer la resiliencia del sistema: por ejemplo, monitorizar el desempeño y, de ser necesario, ajustar la política (**flexibilizar algo el límite, o proveer incentivos para que las AFP asuman ciertos riesgos internacionales vía excepción**) en caso de que los indicadores de suficiencia empeoren.



• La repatriación de fondos pensionales en respuesta a un mundo de bajos retornos va en contra de la estrategia seguida por la mayoría de inversionistas institucionales sofisticados. Si el motivo implícito es que “como afuera no van a ganar mucho, mejor traigamos el dinero a casa”, se arriesga agravar el problema: **se renuncia a la diversificación global (que aunque no garantiza altos retornos, sí disminuye riesgos) y se apuesta todo al desempeño de una economía emergente de 0,4% - 0,6% del PIB mundial**. Esto difícilmente mejorará la relación riesgo-retorno; más bien concentra el riesgo de que si a Colombia no le va bien, los fondos tampoco podrán compensarlo con nada más. **La mejor defensa en un invierno financiero global es abrigarse con todas las cobijas disponibles (activos de todo tipo y origen), no quitarse cobijas y exponerse más a la intemperie local.**

• **Comparativo internacional:** Países como Brasil y Costa Rica muestran que **sesgos domésticos pueden funcionar bajo ciertas condiciones** (mercado local grande con altos retornos, o estabilidad macro sobresaliente), pero no son la norma replicable fácilmente en otros contextos. El cambio propuesto nos llevaría a converger con la media regional en home bias, pero a costa de alejarse de un modelo de diversificación considerado eficiente. La experiencia comparada sugiere que **el éxito de una política de este tipo depende de por qué se impone el sesgo local y qué se ofrece a cambio: Brasil ofrecía retornos locales altísimos (compensó a sus fondos por quedarse en casa), Costa Rica ofrecía estabilidad y confianza macro. Si Colombia no ofrece algo de valor equivalente (por ejemplo, un mercado local más profundo, proyectos rentables), podría ver solo los costos (más riesgo, menos retorno) sin obtener los beneficios en desarrollo que espera**. La mayoría de sistemas pensionales internacionales han optado por más diversificación con el tiempo, no menos. Colombia, con un mercado de capitales aún poco profundo, enfrenta el reto de crear las condiciones para que ese aumento forzado del home bias *no perjudique* a los afiliados. Si en vez de generarse nuevas oportunidades de inversión, se termina exacerbando la concentración en TES y unos cuantos emisores, **los fondos y el mercado sufrirán en el mediano plazo** – algo que debe evitarse.

• **Consideraciones finales:** En términos de **deber fiduciario**, las AFP tendrán que balancear las nuevas obligaciones regulatorias con su mandato de maximizar el retorno ajustado por riesgo para los afiliados. Esto puede requerir mayor creatividad en la gestión local, adoptar coberturas distintas, o presionar por mecanismos de flexibilidad (por ejemplo, que el Fondo de Mayor Riesgo tenga un límite externo más alto de, digamos, 50-60% en lugar de 30% común). Del lado de política pública, si se decide avanzar, sería prudente acompañar la reducción del límite con **medidas de apoyo**: estimular oferta de activos locales de largo plazo (bonos de infraestructura, proyectos APP, titulizaciones hipotecarias, etc.) para que las AFP tengan donde

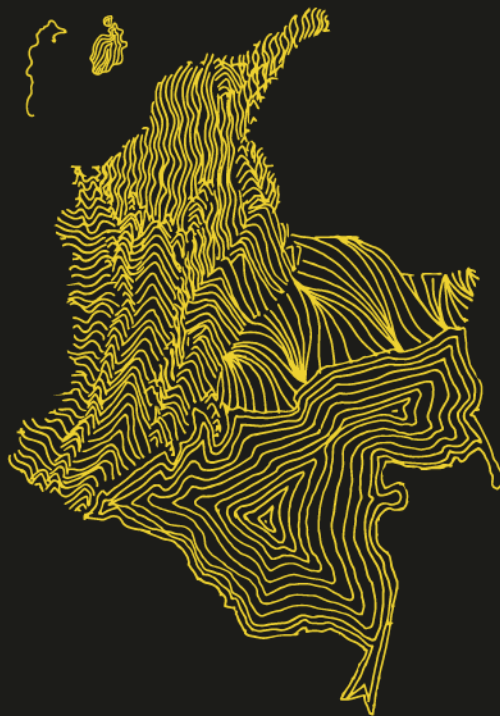


invertir productivamente; establecer **cláusulas de revisión periódica** del límite según condiciones de mercado (por si futuros gobiernos consideran necesario recalibrarlo); y robustecer el diálogo entre regulador, AFP y Gobierno para manejar posibles tensiones (ej. evitar que el “banco de proyectos” derive en inversiones politizadas de baja rentabilidad).

En síntesis, la repatriación de inversiones pensionales representa **una apuesta arriesgada**: pretende convertir ahorro externo en motor de desarrollo local, pero compromete herramientas probadas de gestión de riesgo-rendimiento. Sus impactos deberán ser cuidadosamente monitoreados. El éxito de la medida, en última instancia, se medirá en **si logra impulsar la economía real sin sacrificar las pensiones futuras**. Si ambas metas no se equilibran, existiría la opción de reconsiderar o ajustar la política antes de causar un daño irreparable al ahorro de millones de trabajadores colombianos. Dada la transparencia y liquidez de los principales activos locales (p. ej. TES) la **ventaja informativa local es mínima** en esos segmentos. Por tanto, es razonable esperar que la **frontera eficiente de inversión se contraiga**, perjudicando las métricas de riesgo sistémico de los afiliados. La situación demanda que el regulador evalúe continuamente estos riesgos – por ejemplo, calculando periódicamente el **BaR de los fondos bajo distintos escenarios** – y la adopción de medidas mitigantes si se evidencia un deterioro marcado en la seguridad de las pensiones (p. ej., permitir alguna flexibilidad temporal en el límite ante episodios de alta volatilidad).

Referencias

- Choi, N., Kadan, O., & Wang, S. (2017). Portfolio concentration and performance of institutional investors worldwide. *Journal of Financial Economics*, 123, 189–208.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2025). *UBS global investment returns yearbook 2025: Public summary edition*. UBS AG.
- Ilmanen, A., Rauseo, A., & Truax, K. (2016). How much should DC savers worry about expected returns? *The Journal of Retirement*, 4(2), 44–53.
- Maloney, T. (2026). *Capital market assumptions for major asset classes* (AQR Alternative Thinking, Issue 1). AQR Capital Management, LLC.
- Moreno, J. (2026, 21 de enero). *Occimpacto AFPs: Rebalance forzado*. Banco de Occidente (Tesorería).
- Myint, S., Lupi, A., & Tsomocos, D. P. (2017). How investment opportunities affect optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(4), 112–124.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2025, noviembre). *Informe mensual de fondos de pensiones y cesantías: Noviembre de 2025*. Superintendencia Financiera de Colombia.
- Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF). (2026, 16 de enero). *Memoria justificativa: Proyecto de decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 y se dictan otras disposiciones en lo relacionado con la inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y cesantía"* [Borrador de decreto]. Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Bogotá, Colombia.
- Van Nieuwerburgh, S., & Veldkamp, L. (2009). Information acquisition and underdiversification. *Review of Economic Studies*, 76(3), 715–759.
- Velandia, D., & Mosquera, S. (2026, 20 de enero). *Reducción del límite de inversiones en el exterior de las AFPs: Impacto potencial* (Macro Research: Colombia). Credicorp Capital.



UNIVERSIDAD
EAFIT

Valor Público
Centro de estudios e incidencia

VALLEPARAQUÍ MINEDUCACIÓN