

**ENERO
26 DE 2026**

No. 1688

EQUIPO DE INVESTIGACIONES

Presidente

José Ignacio López

Vicepresidente

Luz Magdalena Salas

Jefe de estudios macroeconómicos

Amira Mejía

Jefe de estudios sectoriales

Fabián Suárez

Investigadores

María Carolina Gutiérrez

María Paula Campos

Thomas Martínez

Daniel Aguilar

Luis Felipe González

Nicole Torres

ISSN 1794-2616

CON EL APOYO DE:



Menor diversificación, menor ahorro pensional

- El borrador de decreto expedido recientemente por el Gobierno nacional reduce la diversificación internacional de los fondos de pensiones obligatorias al fijar un límite máximo de 30% a la inversión en activos del exterior.
- La evidencia muestra que la diversificación internacional ha sido clave para el buen desempeño histórico de las AFPs en Colombia, permitiendo mitigar riesgos locales.
- Los recursos repatriados tenderían a concentrarse principalmente en deuda pública (TES), dada la limitada profundidad del mercado accionario y de otros activos privados locales.
- Un ejercicio ilustrativo muestra que una menor diversificación puede tener costos relevantes para los afiliados, reduciendo la rentabilidad esperada y generando una pérdida del 24,3% del ahorro pensional acumulado al momento de la jubilación.
- En este informe calculamos los límites regulatorios para un horizonte de 3 y 5 años, bajo diferentes supuestos del tamaño de los fondos pensionales, que dependen de manera importante de la aprobación de la reforma pensional.

Una de las reglas básicas de la gestión de portafolios es diversificar las inversiones para reducir el riesgo no sistemático sin sacrificar rentabilidad, suavizando la volatilidad y protegiendo los ahorros frente a choques idiosincráticos en mercados específicos. Invertir en una combinación de instrumentos de renta fija y renta variable, tanto locales como internacionales, fortalece la resiliencia de los fondos frente a fluctuaciones económicas, políticas y monetarias, y permite aprovechar oportunidades de crecimiento en distintos sectores económicos. Asimismo, una diversificación adecuada favorece la estabilidad financiera al evitar una exposición excesiva a activos domésticos.

En este contexto, el Gobierno nacional expidió un borrador de decreto que modifica el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias, introduciendo nuevos

límites a la inversión en el exterior. Si bien la medida se implementará de manera gradual, su aplicación implica una recomposición significativa de los portafolios administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), obligando a repatriar una fracción relevante de los recursos actualmente invertidos en mercados internacionales. Este cambio regulatorio tiene implicaciones directas sobre el grado de diversificación de los portafolios, la asignación de activos en el mercado local y la relación riesgo-retorno del ahorro pensional.

Así, el presente informe analiza los efectos potenciales de este decreto sobre la composición de los portafolios, la concentración del ahorro en activos domésticos —en particular en deuda pública— y la dinámica de los activos bajo administración (AUM) en el corto plazo, destacando la importancia de los flujos de cotización y del contexto de la reforma pensional en la evaluación de sus impactos.

CAMBIOS REGULATORIOS: RECOMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO PENSIONAL

El Gobierno nacional expidió un borrador de decreto que modificaría el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias con el objetivo de reorientar una mayor proporción del ahorro pensional hacia el mercado local. De acuerdo con la motivación, la medida busca fortalecer el financiamiento de la economía doméstica, apoyar el desarrollo de proyectos productivos y de infraestructura, y reducir la dependencia de activos externos en la gestión de los recursos pensionales. Para lo anterior, el decreto establece un límite máximo del 30% a la inversión en activos del exterior, con un régimen de transición que fija un tope del 35% en un horizonte de tres años y del 30% en un horizonte de cinco años, aplicable de manera gradual a los distintos tipos de fondos de pensiones obligatorias.

Bajo el Decreto 2555 de 2010, actualmente se establecen límites globales de inversión por tipos de activos para el fondo conservador, moderado, de mayor riesgo y el especial de

retiro programado. Esto, con el propósito de que los recursos de los diferentes fondos de pensiones y de cesantías estén respaldados por activos con la suficiente seguridad, rentabilidad y liquidez. En ese sentido, los límites globales de inversiones admisibles se fijan de acuerdo con el perfil de riesgo de cada uno de los cuatro fondos.

Actualmente, la estructura de los portafolios de los fondos de pensiones muestra que la participación de activos del exterior representan el 48,2% de los AUM del sistema. Esta exposición internacional se concentra principalmente en acciones y activos alternativos, que en conjunto explican una fracción significativa del portafolio total, mientras que la inversión doméstica se encuentra dominada por emisores nacionales, en particular por títulos de deuda pública (TES), que ya representan el 33% de los AUM. Esta composición refleja el rol que ha cumplido la diversificación internacional en la gestión del riesgo y la búsqueda de retornos de largo plazo, pero también pone de manifiesto la magnitud del ajuste que implicaría la aplicación de los nuevos límites regulatorios.

Tabla 1. Composición régimen de inversión de las AFPs

	Total (billones de pesos)	%
Emisores nacionales	59,3	49
TES	174,5	33
Acciones locales	44,3	8,4
Alternativos local	21,7	4,1
Otros renta fija interna	18,7	3,5
Emisores del exterior	255,1	48,2
Acciones afuera	169,6	32
Alternativos afuera	69	13
Renta fija afuera	16,6	3,1
Otras inversiones y operaciones	14,7	2,8
Total	529,1	100

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN

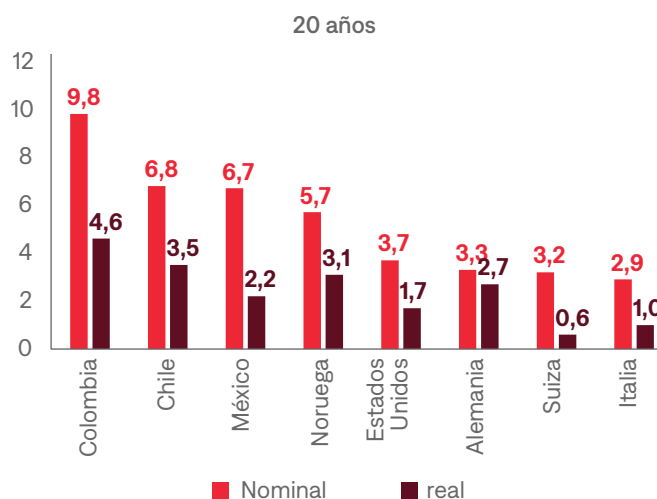
La diversificación es un principio fundamental en finanzas y, en el contexto del ahorro pensional, no se limita a la combinación de distintos tipos de activos domésticos, sino también a la posibilidad de acceder a activos externos¹. La teoría moderna de portafolios muestra que combinar activos con baja correlación permite mejorar el retorno esperado sin aumentar el riesgo total, desplazando la frontera eficiente. En el caso de los fondos de pensiones —cuyo horizonte de inversión se extiende por varias décadas— esta lógica es particularmente relevante: la volatilidad de corto plazo resulta menos determinante que la capacidad de capturar primas de riesgo persistentes y de proteger el ahorro frente a choques macroeconómicos locales. En este sentido, la evidencia empírica documenta que concentrar el portafolio en activos domésticos —el llamado home bias— expone innecesariamente a los afiliados a riesgos específicos del país (crecimiento, política fiscal, choques regulatorios o financieros), reduciendo el bienestar esperado en la jubilación².

La diversificación internacional, además, amplía el conjunto de oportunidades de inversión al permitir el acceso a mercados más profundos, sectores poco desarrollados localmente y economías con ciclos económicos diferenciados. Si bien en un mundo sin fricciones la lógica teórica sugeriría una elevada —e incluso total— exposición a activos externos, la presencia de costos, riesgos cambiarios y fricciones regulatorias implica que el nivel óptimo de diversificación internacional no sea del 100%. En el caso de Colombia, el trabajo de Afanador et al (2021)³ muestra que incorporando fricciones regulatorias, costos y riesgos cambiarios, el nivel óptimo de inversión extranjera de los ahorros pensionales de los trabajadores colombianos debería ser del 50%, un nivel cercano al actual 48,2%. Usando los resultados de di-

cho trabajo, se puede calcular cuál sería el costo de reducir la exposición internacional de los portafolios pensionales del nivel óptimo del 50% al 30% planteado por el Gobierno. Este ejercicio sugiere una pérdida promedio en rentabilidad, manteniendo el mismo apetito de riesgo, de entre 1,4 y 1,6 puntos porcentuales anuales.

Esta estrategia de diversificación ha sido un factor clave detrás del desempeño histórico de los fondos de pensiones en Colombia. De acuerdo con información de la OCDE, con corte a 2023, en los últimos 20 años las AFPs en Colombia registraron un rendimiento nominal promedio de 9,8% y un rendimiento real de 4,6%, superiores a los observados en economías comparables como México, que presentó rendimientos nominales de 6,7% y reales de 2,2% en el mismo período (Gráfico 1).

Gráfico 1. Tasas de rentabilidad anual promedio de inversión en países de la OCDE (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en OCDE.

¹ La literatura financiera en ese frente es amplia. Algunos trabajos que analizan este tema son Michaud et al. (1996), Laster (1998); Clarke and Tullis (1999), Grinblatt and Keloharju (2001).

² Algunos trabajos que analizan el sesgo doméstico a la hora de invertir son Chan et al., (2005), Lewis, (1999), Pedraza et al. (2019).

³ Afanador, J. P., Davis, R., & Pedraza, A. (2021). Estimating the Gains from International Diversification. Development Research.

IMPACTO POTENCIAL DE UNA MENOR DIVERSIFICACIÓN

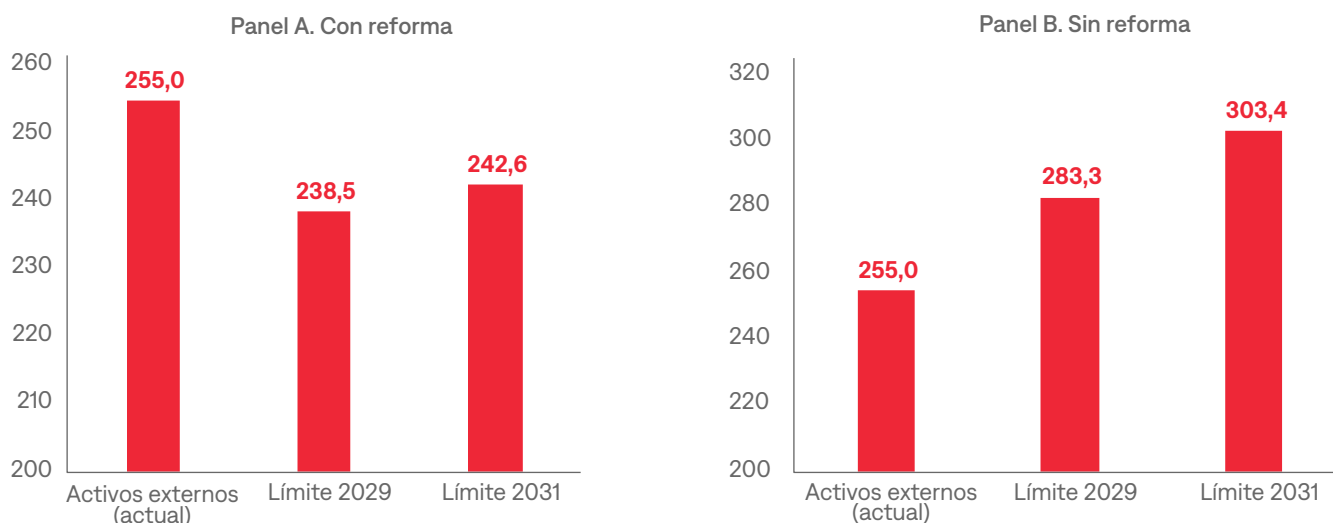
La magnitud de los recursos que deberían ser repatriados bajo el nuevo régimen de inversión plantea una pregunta central sobre la capacidad de absorción del mercado local. Dado el tamaño del ajuste y las restricciones regulatorias vigentes, una fracción significativa de estos recursos tendería a canalizarse hacia títulos de deuda pública, en particular TES, que constituyen el activo doméstico con mayor capacidad para absorber flujos de gran escala en horizontes relativamente cortos. No obstante, esta dinámica estaría condicionada por el límite máximo regulatorio de 50% de inversión en TES, lo que podría limitar el margen de absorción adicional y obligar a una reasignación hacia otros activos domésticos una vez alcanzado dicho umbral.

En contraste, el margen para que estos flujos se dirijan de manera significativa hacia acciones locales u otros activos privados parece más acotado. El mercado accionario colombiano presenta una profundidad limitada y niveles

de liquidez reducidos en comparación con el tamaño potencial de los recursos a reubicar, lo que dificulta una absorción ordenada sin generar presiones sobre precios o concentraciones excesivas.

Desde ANIF, proyectamos que los AUM totales de las AFPs podrían ubicarse en cerca de \$810 billones en 2031 bajo un escenario con reforma pensional, mientras que en ausencia de ésta los activos podrían superar los \$1000 billones hacia 2031. A partir de estas proyecciones, bajo el nuevo régimen, el monto máximo de activos externos permitido se ubicaría alrededor de \$239 billones en 2029 y \$243 billones en 2031, cifras inferiores al nivel actual cercano a \$255 billones. En contraste, en un escenario sin reforma, el crecimiento de los AUM permitiría que el espacio regulatorio para activos externos aumente hasta \$283 billones en 2029 y más de \$300 billones en 2031, ampliando gradualmente el margen de diversificación internacional (Gráfico 2). Estos resultados sugieren que, aun considerando el crecimiento natural de los fondos en los próximos cinco años, el efecto conjunto de la reforma pensional implicaría una restricción efectiva en términos absolutos sobre la inversión externa, reforzando la presión para

Gráfico 2. Espacio regulatorio para inversión en activos externos (billones de pesos)



Fuente: elaboración ANIF.

reorientar los flujos marginales hacia activos domésticos, con las implicaciones de concentración y riesgo soberano discutidas previamente.

Por otra parte, con el objetivo de ilustrar las implicaciones de una menor diversificación sobre el ahorro pensional de largo plazo, se realizó un ejercicio ilustrativo que compara la trayectoria del ahorro acumulado de un afiliado representativo a lo largo de su vida laboral bajo distintos supuestos de rentabilidad. Se considera un trabajador que

inicia su etapa de cotización a los 23 años y se retira a los 62 años, siguiendo el esquema de multifondos vigente. En el escenario base, se asume que el afiliado obtiene las rentabilidades históricas observadas en cada tipo de fondo —Mayor Riesgo, Moderado y Conservador— de acuerdo con su perfil etario. En contraste, el escenario alternativo incorpora una reducción en la rentabilidad esperada asociada a una menor diversificación internacional, consistente con un ajuste gradual de la inversión en el exterior desde 48% hasta 30% en un horizonte de cinco años.

Gráfico 3. Impacto de una menor diversificación sobre el ahorro pensional de un trabajador



Fuente: elaboración ANIF. Nota: El monto del ahorro total del trabajador se encuentra en pesos constantes de 2025.

Bajo este supuesto, y en línea con las estimaciones para Colombia expuestas en la anterior sección, los resultados muestran diferencias sustanciales en el ahorro acumulado al final de la vida laboral. A precios constantes de 2025, el saldo total del ahorro pensional alcanzaría aproximadamente 861 millones de pesos en el escenario sin decreto, mientras que en el escenario de menor diversificación este monto se reduciría a cerca de 652 millones de pesos (Gráfico 3). Esto implica una pérdida del orden del 24,3% en el ahorro pensional del

afiliado, evidenciando que cambios persistentes en la rentabilidad tienen efectos acumulativos significativos sobre el bienestar de largo plazo.

CONSIDERACIONES FINALES

En conjunto, el análisis sugiere que, si bien el decreto busca objetivos legítimos asociados al fortalecimiento del financiamiento de la economía doméstica, su imple-

mentación implica costos relevantes en términos de diversificación, concentración de riesgos y rentabilidad de largo plazo del ahorro pensional. La participación actual de activos del exterior refleja una estrategia que ha permitido a los fondos mitigar choques locales, mejorar el perfil riesgo-retorno y maximizar el valor del ahorro de los afiliados. La recomposición forzada de los portafolios hacia activos domésticos no solo incrementa la exposición al riesgo soberano, sino que también puede tradu-

cirse en menores retornos acumulados para los cotizantes, con efectos significativos sobre el monto final de sus pensiones. En este contexto, resulta clave que la evaluación del nuevo régimen de inversión considere no solo el impacto macroeconómico de corto plazo sobre el mercado local, sino también las consecuencias de largo plazo sobre el bienestar de los afiliados y la sostenibilidad del sistema pensional, particularmente en un entorno de discusión e implementación de la reforma pensional.

INDICADORES ECONÓMICOS

		\$MM(1)	CAMBIO PORCENTUAL ANUAL			
	Fecha de corte	9 enero 2025	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		227.879	10,5	9,6	13,0	12,2
2. Base monetaria (B)		195.418	13,5	11,9	17,5	14,5
3. Efectivo		153.540	13,9	12,7	18,4	20,2
4. Cuentas corrientes		74.339	4,2	4,0	3,7	-0,3
5. Cuasidineros		693.555	11,7	9,7	10,7	6,6
6. Total ahorro bancos comerciales		350.449	13,1	8,9	10,4	7,6
7. CDTs		343.040	10,3	10,5	11,0	5,7
8. Bonos		20.067	-9,9	-11,6	-14,5	-22,9
9. M3		970.716	11,2	9,3	10,5	6,4
10. Cartera total		694.519	8,5	7,4	6,8	2,0
11. Cartera moneda legal		678.031	9,1	8,3	7,3	1,6
12. Cartera moneda extranjera		16.488	-10,7	-20,6	-11,1	19,5
13. TES®	Ene23	655.008	17,6	12,7	20,6	10,3
14. I.P.C.	Dic		5,10	5,30	5,18	5,20
15. IPC sin alimentos	Dic		5,11	5,20	4,94	5,65
16. IPC de alimentos	Dic		5,07	5,74	6,21	3,31
17. TRM (\$/US\$)	Ene23	3.630,33	-15,14	-13,30	-9,15	9,57
VALORES ABSOLUTOS						
18. Reservas internacionales®			66.353	66.423	66.037	62.723
19. Saldo de TES (\$MM)			655.008	655.338	685.998	557.064
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Ene23		\$ 397,5	\$ 397,1	\$ 395,3	\$ 377,7
21. DTF efectiva anual	Ene19/25		8,95	9,00	8,65	9,21
22. Tasa interbancaria efectiva	Ene27		9,25	9,24	9,25	9,52

FECHAS CLAVE Enero 26 al 30 de 2026

LUNES 26
México: Tasa de desempleo, diciembre.

MARTES 27
EE.UU: Confianza del Consumidor, enero.
Chile: Decisión de tasa de interés.

MIÉRCOLES 28
EE.UU: Decisión de tasa de interés.
Brasil: Decisión de tasa de interés.

JUEVES 29
Zona euro: Confianza del consumidor, enero.

VIERNES 30
COL: Tasa de desempleo, diciembre.
COL: Decisión de tasa de interés.
Zona euro: PIB cuarto trimestre 2025.
México: PIB cuarto trimestre 2025.
Chile: Tasa de desempleo, diciembre.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 23 de enero, último corte disponible.
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.