



SON LOS MERCADOS

El estilo del nuevo asesor de pensiones: su experiencia en el diseño de carteras de inversión y lo que viene para Chile

El nuevo régimen de inversión de las AFP, que la consultora Mercer ayudará a delinear, dará un giro a la composición de los portafolios, con más acciones, más alternativos y menos deuda. Al menos así lo revelan las asesorías que la firma ha ejecutado en Australia, Estados Unidos, Japón y Reino Unido.

POR FRANCISCO NOGUERA

Este jueves, la consultora estadounidense Mercer se adjudicó el desafío de asesorar la implementación de la reforma de pensiones. Tras la apertura de sobres —donde fue el único postulante que cumplió los requisitos—, la firma selló su rol para colaborar en la construcción de las carteras de referencia (benchmarks) para los nuevos fondos generacionales y en la definición de incentivos de desempeño para las AFP.

Como carta de presentación, Mercer mostró un portafolio de más de 2.000 clientes institucionales a nivel global y ocho casos similares al que ejecutará en el país. Eso le fue reconocido. La Superintendencia de Pensiones le entregó el puntaje máximo en los ítems de años de experiencia y en la elaboración de carteras de referencia e incentivos.

Aunque la asesoría chilena no representa una novedad para la firma, eso no le ha quitado importancia interna. Durante los primeros meses del año, ejecutivos de la matriz han viajado en varias ocasiones para monitorear de cerca la oficina local, que liderará un contrato por \$444 millones con el regulador.

En mayo, el CEO global visitó Santiago para reunirse con el Ministerio de Hacienda y en las últimas semanas, un equipo internacional sostuvo encuentros con AFP, compañías de seguros, family offices y representantes del Gobierno.

Pese a eso, el nerviosismo se siente en la plaza financiera. "El futuro del mercado chileno estará íntimamente relacionado con cómo se implemente el nuevo régimen de inversión", comentó este año la número uno de BlackRock en Chile, Silvia Fernández.

Con US\$ 200 mil millones en activos bajo gestión —equivalentes al 60% del PIB del país—, hay consenso en que las AFP se han consolidado como un motor clave del sistema financiero chileno. "Simplemente,

un fondo no se puede levantar sin la presencia de una AFP", señaló un alto ejecutivo del sector.

¿Menos o más acciones chilenas?

Al cierre de 2024, las AFP distribuían sus inversiones en partes casi iguales entre instrumentos nacionales y extranjeros. Mientras que por clase de activo, el portafolio se componía de aproximadamente un 50% en renta fija, un 40% en acciones y menos de un 10% en activos alternativos.

Dentro del portafolio total, las acciones chilenas representan un 8% y algunos advierten que esa ponderación podría reducirse de forma significativa, ya que el rediseño del régimen de inversión abre la puerta a que las carteras reflejen con mayor fidelidad la composición del mercado bursátil global, donde Chile pesa menos del 0,1%.

"Justamente lo más llamativo es la inclinación de los portafolios hacia la renta variable nacional, ya que actualmente se aleja de manera importante del portafolio mundial de acciones", señaló el profesor de Finanzas en la UAI, Pablo Castañeda.

"Esta es una muy buena oportunidad, porque el régimen de inversión de los multifondos ha mermado bastante el rendimiento potencial durante las últimas dos décadas", apuntó Fernando Suárez, portfolio manager de Fintual. La historia reciente respalda este argumento: en los últimos 15 años, el retorno en dólares de la bolsa estadounidense ha sido más de mil veces superior al de la chilena.

La mano de Mercer

Pese a las proyecciones, Señal DF pudo corroborar diversas asesorías internacionales ejecutadas por Mercer que ofrecen pistas sobre el camino que podría seguir Chile.

Un caso destacado es el del estado de Connecticut, en Estados Unidos, donde la consultora fue contratada en 2015 para recomendar el diseño del régimen de inversión de un



La experiencia internacional de Mercer apunta a que, a nivel consolidado, la distribución óptima sería un tercio en acciones, un tercio en renta fija y un tercio en alternativos", añadió Francisco Guzmán, gerente de Inversiones de AFP Capital.

programa público de pensiones complementarias. ¿El resultado? En la última década, la distribución promedio ha sido de 50% en renta variable, 25% en renta fija y 25% en alternativos. Dentro de las acciones, la mitad corresponde a emisores locales y la otra mitad a internacionales.

Otro encargo relevante llegó también desde el Gobierno británico. En 2015, Reino Unido consolidó los 89 fondos de pensiones de municipalidades en Inglaterra y Gales en solo seis grandes vehículos. El resultado fue similar al de Connecticut: con una inversión en acciones de entre el 40% y el 55%, renta fija en torno al 20% y con un porcentaje de alternativos superando el 30%, en algunos casos.

"La experiencia internacional de Mercer apunta a que, a nivel consolidado, la distribución óptima sería un tercio en acciones, un tercio en renta fija y un tercio en alternativos", añadió Francisco Guzmán, gerente de inversiones de AFP Capital.

"Será un cambio radical", apuntó la gerente Asset Allocation en Cuprum, María Alicia Montes. "La implementación es un desafío enorme, ya que significará realocar de un día para otro una enorme cantidad de activos financieros, desde los actuales multifondos a los nuevos

fondos generacionales".

Pero el punto de comparación que más se ha observado en la industria es Australia. Allí, Mercer implementó un régimen similar a los modelos de Connecticut y Reino Unido, también con un rol relevante para los fondos locales. Por ejemplo, en los fondos generacionales que agrupan a personas de 65 años, las acciones australianas pesan un 17%; en los de 60 años, un 23%; y en los de 55 años, un 29%.

"El sesgo hacia activos locales es necesario porque los gestores de pensiones necesitan retornos en la misma moneda en que pagan beneficios", sostuvo Guzmán.

Respecto al nivel de riesgo de las carteras, el expresidente de una AFP complementó que tras la reforma, los fondos con cotizantes más jóvenes, los activos riesgosos deberían sumar el 100% del portafolio, con una ponderación de alternativos en torno al 40%. Hoy, el multifondo más riesgoso, el A, invierte solo 80% en activos riesgosos; mientras que el más conservador, el D, mantiene menos de un 6%.

La última palabra

Otro de los ajustes relevantes será la introducción de premios y castigos para las AFP en función de

su desempeño frente a las carteras de referencia. La nueva normativa abre la puerta a dos esquemas: benchmarks basados en índices de mercado y carteras construidas a partir del rendimiento promedio de la industria.

En el mundo, el uso de índices se ha consolidado como estándar, mientras que el modelo chileno actual —comparar a cada administradora con el promedio de sus pares— se percibe como obsoleto. "El incentivo es a que no te vaya peor que el resto, y eso genera un efecto rebote que muchas veces termina en carteras de inversión subóptimas", advirtió Suárez.

"Estos problemas son más fáciles de evitar con una cartera basada en índices invertibles", añadió Castañeda.

Todo apunta a que Mercer privilegiará este enfoque. En 2019, la consultora asesoró al mayor fondo público del mundo, el Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno de Japón (GPIF). El portafolio quedó alineado con un benchmark compuesto por índices ponderados según el peso de cada tipo de activo: para acciones locales, el Topix; para acciones internacionales, el MSCI ACWI (All Country World Index), todos medidos en monedas locales.

Pero en la industria aún persisten otras dos grandes interrogantes: si el benchmark incluirá activos alternativos y, sobre todo, qué tan amplio será el margen para que las AFP se desvíen de él sin recibir castigos. Sin claridad aún, recién en septiembre de 2026 Mercer tendrá lista su propuesta, y más allá de lo que recomienda, será la institución liderada por Osvaldo Macías quién tendrá la última palabra.

