



Otro efecto de la reforma de pensiones:

# Por qué los nuevos parámetros de las AFP hacen temblar al mercado financiero chileno

CAMILO CASTELLANOS

“Una guerra de conflictos de interés brutal”. Así describe, fuera de micrófono, un alto ejecutivo de la industria financiera la presión que se está instalando sobre la Superintendencia de Pensiones, en la búsqueda de establecer los *benchmarks* o parámetros que deberán seguir las AFP para los fondos generacionales con la reforma. Es que, al aprobar las carteras de inversiones de referencia que deberán seguir las administradoras y que definirán sus “premios y castigos”, varios pueden salir ganando, o perdiendo.

“Los fondos de activos alternativos, los de *Scalex* de *venture capital*, los de *smallcap*, todos van a hacer *lobby* en la superintendencia y proponer sus propios *benchmarks*”, agrega el ejecutivo. Esto, ante un aspecto de la reforma que está haciendo temblar a algunos actores del mercado local: el peso que tendrá cada una de las clases de activo en los índices referenciales de los denominados “fondos generacionales” de las AFP.

Actualmente, los US\$ 208.576 millones administrados por las AFP están distribuidos en un 38% en bonos, 29% en fondos y 15% en ETF. Los cambios

Las carteras de referencia para los futuros fondos generacionales que deberá aprobar la Superintendencia de Pensiones tienen nerviosos a una serie de agentes de la industria.

que delinee los *benchmark* podrían remover al mercado.

Y dado que los índices de referencia marcarán el garrote y la zanahoria para las AFP (premios y castigos en caso de desvío en uno u otro sentido), varios creen que estas también buscarán influir en la superintendencia. “Es bastante esperable que los actores quieran incidir”, reconoce Soledad Hormazábal, investigadora de Horizontal. “El tema es que el regulador se los permita”.

“Sería una aberración que el propio delegado defina sus metas y por ende decida sus propios premios”, dice Salvador Valdés, académico de la UAI.

Es que la presión advertida se enfrenta a una doble obligación por parte del regulador: impulsar las debilitadas rentabilidades del sistema sin poner en riesgo las jubilaciones de los chilenos.

Con la reforma previsional, “cada una de estas carteras debe estar diseñada para financiar

pensiones suficientes, acotando los riesgos involucrados a niveles prudentes”, dice Pablo Castañeda, académico de la UAI. La clave: mayor inversión en activos de riesgo al iniciar el ciclo de ahorro, para después buscar refugios con la edad.

Y se estrenará un nuevo esquema de competencia. “Si la gestión agrega valor, las AFP se encontrarán por sobre un *benchmark* de referencia ante un mismo nivel de riesgo asumido”, dice José Luis Ruiz, académico de la U. de Chile.

### La deuda de la rentabilidad

Así, los nuevos lineamientos serán claves “porque superar ese *benchmark* se convertiría en el principal incentivo para las administradoras al construir sus carteras”, dice Fernando Suárez, *senior portfolio manager* de Fintual. “Actualmente, aunque no



Actualmente, los US\$ 208.576 millones administrados por las AFP están distribuidos en un 38% en bonos, 29% en fondos y 15% en ETF.

existe un *benchmark* explícito, el mandato de rentabilidad mínima ha llevado a que las AFP adopten estrategias muy similares, lo que se traduce en menores rentabilidades absolutas y poca diferenciación en el desempeño”, agrega.

De hecho, las rentabilidades de las AFP no han alcanzado los rendimientos que se esperaría, según algunos estudios. Un *paper* de los académicos Fernando López y Eduardo Walker, publicado en una revista especializada de la U. de Cambridge en 2019, es uno de ellos.

Su investigación evidenció que, al comparar el rendimiento de los fondos de pensiones con *benchmarks* vinculados a cada multifondo, las AFP no superan

consistentemente el rendimiento de índices pasivos de referencia —los que son mucho más baratos— ajustados por riesgo.

Suárez, de Fintual, asegura que “el fondo A en los últimos 20 años tuvo una rentabilidad anual de UF + 4,7%, mientras que el mercado alcanzó UF + 5,7%”, y añade que estos datos no consideran comisiones.

En lo que viene, “se puede esperar que los fondos de pensiones obtengan mejor rentabilidad relativa al retorno de los *benchmarks* que la que obtendrían si no se les impusieran metas”, dice Valdés, de la UAI. “Y aun mejores que las rentabilidades relativas que habría si se permitiera a los delegados (a las AFP) elegir ellos mis-

mos sus propias metas”, aclara.

En esa búsqueda, algunos actores del mercado local pueden salir mal parados. Dado que una consultora externa, es decir, Mercer, fue la que ganó la licitación para definir las carteras de referencia, “los fondos locales están temerosos de que, dado el peso que tiene renta variable Chile en los índices MSCI, es probable que se recomiende una posición menor para las acciones locales”, dice Felipe Alarcón, economista de EuroÁmerica.

Una construcción que contempla un delicado equilibrio. Natalia Aránguiz, gerente de estudios de Aurea Group, asegura que no se debe evaluar solo la rentabilidad. “El riesgo y la diversificación son igualmente cruciales”, sostiene. Es que, “en los fondos de pensiones, la seguridad de los dineros es prioritaria”.

EL MERCURIO,  
**Inversiones**  
Más detalles en  
[www.elmercurio.com/inversiones](http://www.elmercurio.com/inversiones)