

Link: https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2025/05/07/1055148/regimen-inversion-afp-reforma.aspx

Mientras la superintendencia de Pensiones trabaja en propuestas para reformar el régimen hacia uno más flexible, en el mercado advierten sobre una variedad de elementos a considerar para revivir unos fondos de pensiones relativamente estancados.

El todavía vigente sistema de pensiones chileno no solo incumplió la conocida promesa de entregar pensiones por el 70% de los últimos sueldos, sino que también se ha quedado atrás en uno de los factores que más se sacaban a relucir: la rentabilidad.

Entre 2003 y 2017, según un estudio de los académicos Fernando López y Eduardo Walker, los multifondos de las AFP sencillamente no superaron a sus referentes del mercado -pese a contar con gestión activa, más cara que la pasiva que se enfoca en "empatarle" a benchmarks como el S&P 500-. Y a varios les llama la atención que los fondos de mayor potencial se hayan perdido el gran rally que lideró Wall Street antes de las turbulencias desatadas por Donald Trump: si el fondo A alcanzó un retorno de UF+9,1% en 2024, el conocido índice global MSCI ACWI (de acciones de países emergentes y desarrollados), lo superó con creces, con retornos de casi UF+30%. Este desempeño subóptimo, creen varios en el mercado, respondería a un gran factor: los casi 100 límites que tienen los fondos de pensiones para llevar a cabo sus inversiones. Su resumen, de hecho, es una tabla que ocupa cuatro páginas. Esto, sin embargo, promete cambiar, dado que la reforma de pensiones abrió la puerta a modificaciones en el régimen de inversión que restringe a las AFP. Y el superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías, prometió más flexibilidad para los gestores de pensiones, tal como lo indicó en Mentas del Mercado, el programa de El Mercurio Inversiones por EmoTV. De hecho, la superintendencia iniciará este mes el proceso para contratar a un asesor externo que proponga cómo aplicar el nuevo sistema y, a continuación, las propuestas serán evaluadas por el Comité Técnico de Inversiones. El nuevo régimen debe completarse antes de septiembre de 2026 y entrar en vigor en 2027. Los detalles que se avecinan serán decisivos para elevar a fondos de pensiones que lucen relativamente estancados. "La reciente reforma previsional en Chile marca un punto de inflexión en la gestión de los fondos de pensiones", dice José Manuel Peña, senior portfolio manager de Fintual AGF. "Uno de los cambios más significativos es la simplificación de un sistema que históricamente ha sido excesivamente complejo". No solo eso. "El paso de multifondos a fondos generacionales es una gran oportunidad para modernizar como se controlan las inversiones", agrega Francisco Errandonea, fundador de SoyFocus. "Hoy se hace con una serie de límites arbitrarios.

Son pocos los que se mantendrán y el resto debieran ser reemplazados por medidas basadas en límites de variables de riesgo coherente. "Es fundamental que el régimen de inversión abandone el obsoleto esquema de límites de inversión por tipo de activos, pasando a un régimen de supervisión basado en riesgo", dice Soledad Hormazábal, quien fue parte de la Comisión Técnica de Pensiones en representación de Evópoli.

"La idea es fijar metas de retorno y supervisar el riesgo total del portafolio". Jugadores del mercado y expertos previsionales coinciden en que las modificaciones al régimen de inversión de las AFP serán determinantes para el éxito -o fracaso- del nuevo esquema de pensiones asociado a la reforma. Para esto, eso sí, advierten varios elementos clave que deberán considerar las autoridades.

Y, además de la flexibilidad de la cancha en la que se pueda competir, hay otros factores a considerar, como los límites para los activos alternativos, las coberturas cambiarías para inversiones en el extranjero y la forma en que se haga la transición hacia los fondos generacionales. Una simplificación de los límites de inversión a los cuales deben atenerse las AFP ya está sobre la mesa. Peña, de Fintual, recuerda que actualmente existen más de 100 límites de inversión. "Una estructura que ha demostrado ser ineficaz y que ha impactado negativamente el retorno de los fondos de pensiones", dice. Y se toma de las palabras de Macías, quien aseguró que "los límites estructurales (aquellos definidos por ley y no norma) ya bajaron de 40 a solo 3", recuerda Peña.

Ahora, advierte que los nuevos cambios deben seguir "buenas prácticas internacionales y evidencia académica", para pasar de límites con foco en la clase de activos -como en los actuales multifondos- a unos basados en factores de riesgo. Algunas propuestas ya se han levantado en este sentido. Clapes UC planteó una en el documento "Régimen de inversiones para los fondos de pensiones: una propuesta sensata", publicado en marzo.

Ahí, los autores reconocen que los multifondos no solo no han cumplido con sus objetivos de riesgo-retorno, "sino que además van encaminados a generar

Por qué el nuevo régimen de inversión en el que operarán las AFP será decisivo

miércoles, 7 de mayo de 2025, Fuente: El Mercurio Inversiones



Mientras la superintendencia de Pensiones trabaja en propuestas para reformar el régimen hacia uno más flexible, en el mercado advierten sobre una variedad de elementos a considerar para revivir unos fondos de pensiones relativamente estancados. El todavía vigente sistema de pensiones chileno no solo incumplió la conocida promesa de entregar pensiones por el 70% de los últimos sueldos, sino que también se ha quedado atrás en uno de los factores que más se sacaban a relucir: la rentabilidad. Entre 2003 y 2017, según un estudio de los académicos Fernando López y Eduardo Walker, los multifondos de las AFP sencillamente no superaron a sus referentes del mercado -pese a contar con gestión activa, más cara que la pasiva que se enfoca en "empatarle" a benchmarks como el S&P 500-. Y a varios les llama la atención que los fondos de mayor potencial se hayan perdido el gran rally que lideró Wall Street antes de las turbulencias desatadas por Donald Trump: si el fondo A alcanzó un retorno de UF+9,1% en 2024, el conocido índice global MSCI ACWI (de acciones de países emergentes y desarrollados), lo superó con creces, con retornos de casi UF+30%. Este desempeño subóptimo, creen varios en el mercado, respondería a un gran factor: los casi 100 límites que tienen los fondos de pensiones para llevar a cabo sus inversiones. Su resumen, de hecho, es una tabla que ocupa cuatro páginas. Esto, sin embargo, promete cambiar, dado que la reforma de pensiones abrió la puerta a modificaciones en el régimen de inversión que restringe a las AFP. Y el superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías, prometió más flexibilidad para los gestores de pensiones, tal como lo indicó en Mentas del Mercado, el programa de El Mercurio Inversiones por EmoTV. De hecho, la superintendencia iniciará este mes el proceso para contratar a un asesor externo que proponga cómo aplicar el nuevo sistema y, a continuación, las propuestas serán evaluadas por el Comité Técnico de Inversiones. El nuevo régimen debe completarse antes de septiembre de 2026 y entrar en vigor en 2027. Los detalles que se avecinan serán decisivos para elevar a fondos de pensiones que lucen relativamente estancados. "La reciente reforma previsional en Chile marca un punto de inflexión en la gestión de los fondos de pensiones", dice José Manuel Peña, senior portfolio manager de Fintual AGF. "Uno de los cambios más significativos es la simplificación de un sistema que históricamente ha sido excesivamente complejo". No solo eso. "El paso de multifondos a fondos generacionales es una gran oportunidad para modernizar como se controlan las inversiones", agrega Francisco Errandonea, fundador de SoyFocus. "Hoy se hace con una serie de límites arbitrarios. Son pocos los que se mantendrán y el resto debieran ser reemplazados por medidas basadas en límites de variables de riesgo coherente". "Es fundamental que el régimen de inversión abandone el obsoleto esquema de límites de inversión por tipo de activos, pasando a un régimen de supervisión basado en riesgo", dice Soledad Hormazábal, quien fue parte de la Comisión Técnica de Pensiones en representación de Evópoli. "La idea es fijar metas de retorno y supervisar el riesgo total del portafolio". Jugadores del mercado y expertos previsionales coinciden en que las modificaciones al régimen de inversión de las AFP serán determinantes para el éxito -o fracaso- del nuevo esquema de pensiones asociado a la reforma. Para esto, eso sí, advierten varios elementos clave que deberán considerar las autoridades. Y, además de la flexibilidad de la cancha en la que se pueda competir, hay otros factores a considerar, como los límites para los activos alternativos, las coberturas cambiarías para inversiones en el extranjero y la forma en que se haga la transición hacia los fondos generacionales. Una simplificación de los límites de inversión a los cuales deben atenerse las AFP ya está sobre la mesa. Peña, de Fintual, recuerda que actualmente existen más de 100 límites de inversión. "Una estructura que ha demostrado ser ineficaz y que ha impactado negativamente el retorno de los fondos de pensiones", dice. Y se toma de las palabras de Macías, quien aseguró que "los límites estructurales (aquellos definidos por ley y no norma) ya bajaron de 40 a solo 3", recuerda Peña. Ahora, advierte que los nuevos cambios deben seguir "buenas prácticas internacionales y evidencia académica", para pasar de límites con foco en la clase de activos -como en los actuales multifondos- a unos basados en factores de riesgo. Algunas propuestas ya se han levantado en este sentido. Clapes UC planteó una en el documento "Régimen de inversiones para los fondos de pensiones: una propuesta sensata", publicado en marzo. Ahí, los autores reconocen que los multifondos no solo no han cumplido con sus objetivos de riesgo-retorno, "sino que además van encaminados a generar

retornos insuficientes para generar pensiones satisfactorias". A su juicio, hay dos objetivos que debería seguir la regulación: primero, un retorno objetivo mínimo de alrededor de 4% en términos reales, es decir, en UF (que permitiría alcanzar una tasa de reemplazo del 70%); y segundo, lineamientos de riesgo medidos a nivel de portafolio por medio del CVaR, una medida que, en simple, calcula el promedio de las pérdidas considerando solo los escenarios más desfavorables. "Es una medida que estima la pérdida promedio que se podría sufrir en el peor escenario, por lo que es mejor para evaluar el riesgo global de un portafolio", aclara Hormazábal. El informe hace una simulación para el período 2012-2025 para los multifondos, en el que compara los límites actuales, con restricciones CVaR. Su conclusión es que habría mejorado la rentabilidad y, además, disminuido el riesgo: de hecho, el fondo C hubiera obtenido una rentabilidad sobre el 4% real en un 67% de los escenarios.

"Un fondo con un CVaR entre 5% y 6%, es decir, comparable al Fondo A, debería obtener un retorno de 6,4% (bastante más alto que el 4,3% mostrado por el Fondo A)", agrega el informe de Clapes.

Y "un fondo comparable al B (CVaR entre 4% y 5%) debería haber rentado 5,1% (de nuevo, bastante más alto que el 3,8% mostrado por el Fondo B)". Con esto como ejemplo, Hormazábal dice que se requieren tres elementos a la hora de cambiar el régimen de inversión: establecer límites de riesgo a los portafolios, evaluar el riesgo en ventanas amplias de tiempo (por ejemplo, cinco años) para evitar decisiones cortoplacistas, e incorporar la supervisión de la correlación de riesgo entre los activos del portafolio, "lo que es muy importante en contextos de crisis", dice. Macías dio indicios de que un cambio hacia una medida similar a la que propone Clapes está sobre la mesa: la reforma "claramente" apuntaría a eso, dijo en Mentas del Mercado. Y agregó que gran parte de los cambios buscarían reducir las actuales restricciones e incorporar índices de referencia, con bandas de desviación, para evaluar el desempeño de las "AFP 2.0" en los futuros fondos generacionales.

Marco Morales, académico de la UDP, cree que esto último es clave: se debe definir un Tracking Error con un margen de desviación hacia arriba o abajo del benchmark, "en orden a definir los castigos y premios toda vez que el retorno cae por debajo o está por sobre los límites definidos", dice. "La reforma introduce un cambio fundamental en la manera en que las AFPs gestionan sus activos al incluir la creación de carteras referenciales, conocidas como benchmarks", dice Peña, de Fintual. Y cree que cómo se definan las bandas de rendimiento en torno a las carteras de referencia determinará el tipo de competencia entre las gestoras. "Si las bandas son estrechas, la gestión de inversiones tenderá a ser commodity, y las AFPs competirán solamente por precio y servicio", advierte. "Sin embargo, si las bandas son amplias, las AFPs tendrán incentivos para diferenciarse en sus estrategias de inversión, buscando obtener mejores retornos para sus afiliados", señala.

Esto, sostiene, puede eliminar el criticado "efecto manada" que ha caracterizado a las AFP -en donde las más pequeñas siguen a las más grandes para evitar penalizaciones- y que ha llevado a poca competencia en la asignación de los activos. HACIA LOS FONDOS GENERACIONALES La transición de los multifondos a los fondos generacionales es otro elemento clave.

"Abre la puerta a una discusión más profunda sobre el cual es la variación óptima de activos y riesgo a lo largo de la vida de los afiliados, más conocido como glidepath", dice Peña, de Fintual. "La cartera de inversión va a evolucionar acorde a la edad del afiliado", recuerda. Y cree que esto no debiese limitarse a la edad, incluyendo espacios de flexibilidad con variables como la densidad de cotización efectiva y nivel de ingresos.

Al mismo tiempo, "es importante seguir analizando eventuales aumentos en los límites a la inversión en activos alternativos, así como en la cobertura de inversiones en el exterior, todo con miras a permitir que las AFP puedan obtener mayores retornos para los fondos administrados", dice Morales, de la UDP. Ahí Macías ya dio señales de cambios.

El año pasado, el límite para las inversiones en alternativos de las AFP se aumentó al 20% para el fondo A (en el conjunto del sistema la inversión se encuentra algo por sobre el 5%). De cara a lo que viene, "a lo mejor es más que 20%, porque ahora va a ser flexible", dijo a Bloomberg.

Con todo, el regulador ha subrayado en múltiples ocasiones que estos activos, si bien tienen mayor potencial de rentabilidad, contemplan riesgos propios, como su iliquidez, falta de transparencia -no transan en mercados públicos, por lo que son difíciles de valorizar- e incluso mayor susceptibilidad a conflictos de interés (normalmente las AFP externalizan su gestión en terceros). Hormazábal dice que los activos alternativos potencialmente pueden mejorar la rentabilidad de largo plazo y diversificar el riesgo, pero reconoce que "son más riesgosos, más opacos, menos líquidos". Otra duda está en si el nuevo régimen obligará a los administradores a adquirir coberturas cambiarias, como ocurre en la actualidad, algo que será definido por el Banco Central, según Macías. Al respecto, Morales de la UDP, dice que es factible reducirlas o eliminarlas para los instrumentos de renta fija en el extranjero. "Esta cobertura, impide aprovechar la depreciación del peso, a pesar de que sea una situación esperada por las AFP", sostiene. LOS RIESGOS DE TRASPASO Los cambios al régimen de inversión, sin embargo, plantean algunos riesgos. "No es fácil resolver técnicamente el detalle de transformar estos cinco multifondos que tenemos que están diferenciados por niveles de riesgo, en estos diez fondos generacionales", afirma Álvaro Gallegos, ex superintendente de Pensiones.

"Hay un trabajo grande de análisis de las carteras actuales y la dificultad es trasladar o hacer posible que las nuevas normas de inversión para los fondos generacionales sean compatibles". Y advierte que la transición puede ser compleja, dado las diferencias de liquidez de los distintos activos. "Lo más probable es que el nuevo régimen de inversión debiera tener una suerte de marcha blanca para que los cambios se vayan haciendo de manera gradual", plantea. Natalia Aránguiz, socia de Aurea Group, cree que el traspaso de los cinco multifondos hacia los fondos generacionales se debe realizar con límites estructurales "lo más similares posibles", para evitar distorsiones. Ahí cree que se podría aprovechar, por ejemplo, la similitud entre el fondo A y los nuevos fondos para jóvenes, y el E para pre-jubilación.

De hecho, Miguel Gravet, gerente de renta variable y activos alternativos de AFP Capital, propone "una etapa intermedia en que los multifondos también se ordenen por edad". Osvaldo Macías, quien se apresta a concluir su tercer -y eventualmente último- periodo como regulador, llama a la calma. Subraya que la ley previó los riesgos de transición y, en este marco, otorga tres años al régimen de inversión para el cambio. "Y el régimen debe considerar las características del mercado local para no afectar los precios", agrega.