

Centro UC
CLAPES UC
Centro Latinoamericano de
Políticas Económicas y Sociales

WEBINAR
CLAPES UC 2025

FONDOS GENERACIONALES: LECCIONES APRENDIDAS Y DESAFÍOS PENDIENTES



FELIPE
LARRAÍN



ARTURO
CIFUENTES



CAROLINA
GRUNWALD



FERNANDO
AGUAYO



OMAR
LARRÉ



PAULINA
YAZIGI

IDEAS PARA EL DEBATE

n° 59

28 DE OCTUBRE, 2025

Todos los derechos reservados e inscrito en el
Registro de Propiedad Intelectual

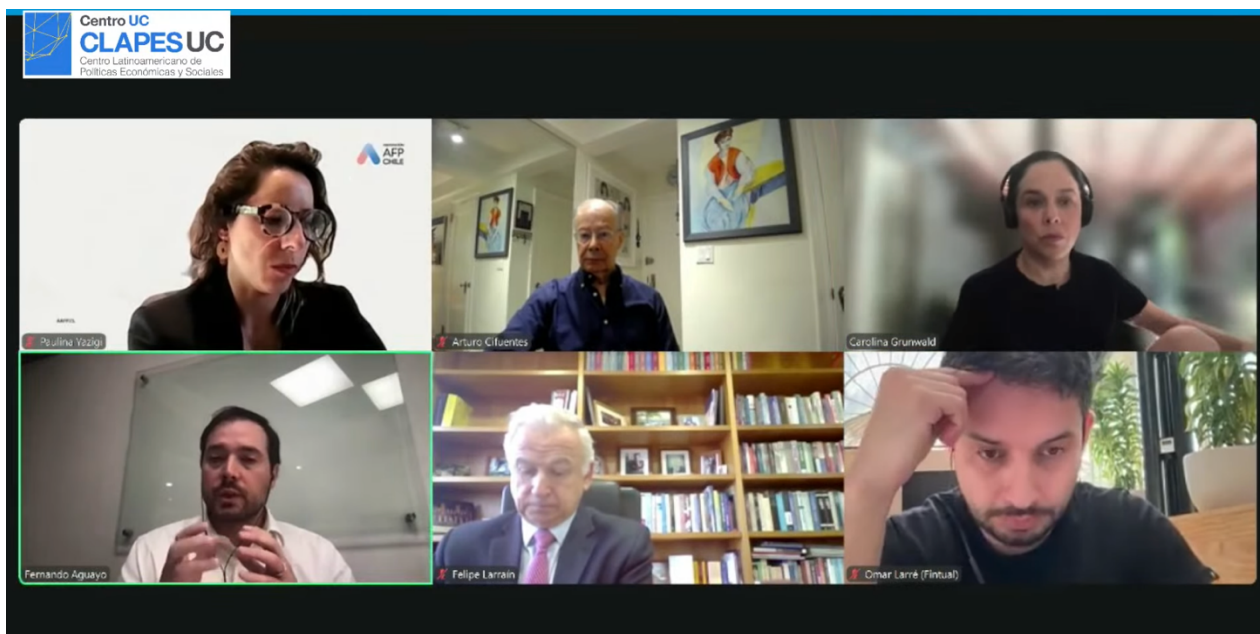
Santiago, Chile

El presente documento tiene su origen en las ponencias de los expositores que participaron en el webinar “**Fondos generacionales: lecciones aprendidas y desafíos pendientes**” realizado el 28 de octubre de 2025 y organizado por, **CLAPES UC**.

Los registros audiovisuales de este evento se encuentran disponibles en www.clapesuc.cl

La presentación ha sido editada para efectos de la publicación de este documento y todo posible error en la transcripción es de exclusiva responsabilidad de **CLAPES UC**.

FONDOS GENERACIONALES: LECCIONES APRENDIDAS Y DESAFÍOS PENDIENTES



RESUMEN

El análisis de los fondos generacionales ha adquirido una relevancia creciente a nivel internacional, especialmente en el contexto de reformas previsionales que buscan mejorar la eficiencia, la equidad y la sostenibilidad de los sistemas de pensiones. La transición desde esquemas basados en multifondos hacia fondos estructurados por tramos etarios plantea una serie de interrogantes técnicas y de diseño institucional que requieren ser examinadas con especial rigurosidad. Entre ellas destacan: los aprendizajes obtenidos de distintas experiencias comparadas —incluyendo sus aciertos, errores y desafíos—; los criterios utilizados para estructurar estos fondos, ya sea en función de retornos esperados, tasas de reemplazo, control de drawdowns u otros objetivos de política; las métricas adecuadas para medir y gestionar el riesgo; el rol que pueden desempeñar los activos alternativos; la definición de benchmarks y la amplitud de sus márgenes de tolerancia; así como las implicancias prácticas de los procesos de transición entre regímenes de inversión.

Con el propósito de abordar estas materias desde una perspectiva amplia y técnica, **CLAPES UC** organizó el webinar **“Fondos Generacionales: Lecciones Aprendidas y Desafíos Pendientes”**, espacio en el cual se convocó a especialistas provenientes del mundo académico, regulatorio y de la industria financiera. Participaron en esta instancia Felipe Larraín, Director de **CLAPES UC**; Arturo Cifuentes, Investigador Principal de **CLAPES UC**; Carolina Grunwald, Economista Jefe de Prudential AGF; Fernando Aguayo, Jefe de Estrategias Cuantitativas de Hábitat; Omar Larré, CIO de Fintual; y Paulina Yazigi, Presidenta de la Asociación de AFP.

A partir de sus exposiciones y del análisis comparado, este documento busca ofrecer una visión integrada sobre los elementos críticos que deben considerarse en el diseño e implementación de los fondos generacionales, contribuyendo así al debate público en torno a la construcción de un sistema previsional más robusto, transparente y orientado al bienestar de los afiliados.

[VER DETALLE DEL SEMINARIO](#)

INDICE

INTRODUCCIÓN DE FELIPE LARRAÍN	6
EXPOSICIÓN DE ARTURO CIFUENTES	9
PANEL DE CONVERSACIÓN MODERADO POR CAROLINA GRUNWALD.....	15
PALABRAS DE CIERRE: ARTURO CIFUENTES	40



INTRODUCCIÓN DE FELIPE LARRAÍN

Director de CLAPES UC, Profesor Titular de Economía UC,
Exministro de Hacienda

El sistema de pensiones chileno ha jugado —y sigue jugando— un rol fundamental en nuestra economía. Además de cumplir con su objetivo principal, que es entregar buenas pensiones a los trabajadores, tiene también una función esencial en el desarrollo económico del país, debido a los montos que intermedia. En efecto, los ahorros de los futuros pensionados constituyen una fuente importante de financiamiento para nuevas inversiones, contribuyendo a la inversión, el crecimiento y la generación de empleo en Chile.

Esta relevancia se refleja con claridad en el estudio “Estimación del impacto de los fondos de pensiones en la economía chilena”, que abarca el período comprendido entre 1981 y 2023, es decir, que cuenta con 43 años de evolución del sistema. El análisis evalúa, desde una perspectiva macroeconómica, los efectos de los fondos previsionales sobre la inversión, el crecimiento y el empleo.

Entre los principales resultados, destaca que la inversión doméstica como porcentaje del PIB creció 3,6 puntos porcentuales en las últimas cuatro décadas, y que un tercio de ese aumento —1,2 puntos porcentuales— se explica por el ahorro previsional. Asimismo, el ahorro previsional de los hogares representa el segundo mayor componente del ahorro nacional, alcanzando en 2023 un 28,5% del total.

El estudio también muestra que los activos de los fondos de pensiones explican un porcentaje significativo del crecimiento total del empleo durante el período analizado, y que el crecimiento anual promedio de los fondos de pensiones ha contribuido en un 7% al crecimiento promedio anual del PIB. En definitiva, la evidencia es clara: los fondos de pensiones han tenido un efecto positivo y significativo sobre la economía chilena, promoviendo más inversión, más empleo y mayor crecimiento.

Hoy, con la reforma de pensiones recientemente aprobada, queremos analizar cómo esta reestructuración impacta a través de los denominados fondos generacionales, revisando las lecciones aprendidas y los desafíos que enfrenta su implementación. A partir de la experiencia internacional, nos proponemos reflexionar sobre la estructura del régimen de inversión y sus implicancias para nuestro país.

El tema central de esta jornada es el siguiente: cuando se discutió y aprobó la reforma al sistema de pensiones a comienzos del 2025 se analizaron muchos temas de políticas públicas: la organización de la industria, el aumento en las tasas de cotización previsional, y otros. Sin embargo, poco o nada se analizó un tema central como son las inversiones, es decir, qué se va a hacer con los aportes de los futuros pensionados.

Es así como el régimen de inversión de los fondos generacionales no está definido, y de acuerdo a cómo se defina, es decir en qué podrán invertirse o no los fondos generacionales, depende en buena medida el éxito de la reforma.

Dada la importancia de este tema, **CLAPES UC** ha tomado el liderazgo en analizar este tema. Curiosamente esto no se ha discutido, ni durante la reforma, ni tampoco

después. Todas las discusiones se han centrado en la parte de políticas públicas y el tema de la inversión de estos fondos ha sido dejado de lado.

Este es el gran tema que nos convoca en esta jornada, y que —por supuesto— tiene muchas ramificaciones. Dada la importancia del debate y la calidad de los panelistas que nos acompañan, estoy seguro de que tendremos una discusión muy interesante, profunda y fructífera.



EXPOSICIÓN DE ARTURO CIFUENTES

Investigador Principal CLAPES UC

Una de las características del debate previsional en Chile es que durante los últimos veinte años —me atrevería a decir— ha estado dominado por las políticas públicas. No digo que sea un tema poco importante, pero la parte de la inversión ha estado prácticamente ausente. Si ustedes revisan la reforma al sistema previsional chileno que se hizo a comienzos de año, verán que tuvo dos elementos clave. Primero, terminó con el sistema de capitalización individual y lo transformó en un sistema mixto. Segundo, introdujo los fondos generacionales.

Curiosamente, los fondos generacionales fueron aprobados y recibidos con gran entusiasmo por gente de todo tipo, desde la extrema izquierda hasta la extrema derecha. Esto es un poco curioso, porque el término "fondo generacional" es bastante amplio y flexible, puede significar muchas cosas. Bajo este paraguas existe una gran variedad de interpretaciones y construcciones, de manera que es difícil anticipar si esto será un éxito sin saber cómo estarán estructurados.

Hay que ser honestos: la experiencia internacional con los fondos generacionales ha sido mixta. ¿Qué se entiende por fondo generacional? En términos muy generales,

es aquel que agrupa a personas de más o menos la misma edad, con un margen de tres a cinco años. Aquí existe una sutileza importante: hay fondos que agrupan a todas las personas de la misma edad, y otros estructurados según la fecha en que se van a jubilar. Por ejemplo, algunos fondos de inversión permiten que la persona escoja la fecha en la cual quiere pensionarse, lo que le da cierto grado de flexibilidad.

Menciono esto porque la instauración de los fondos generacionales en Chile les ha quitado un grado bastante grande de libertad a los futuros pensionados. Hoy, los futuros pensionados pueden escoger en qué fondo participan, lo que les otorga cierta libertad. Con la incorporación de los fondos generacionales al sistema de pensiones, básicamente van a tener una libertad prácticamente nula para escoger en qué invertir. Hay que tenerlo claro: las personas que sean amantes de la libertad probablemente tendrán que reconocer que aquí no existe mucha.

En términos generales —y esto lo recalco porque es importante para el régimen de inversiones— existen dos filosofías distintas en los fondos generacionales, que también operacionalmente se traducen en dos modelos bien distintos: lo que en inglés se llaman "open loop" y "close loop", que podemos definir como estático o dinámico.

En el régimen tradicional de los fondos generacionales, el estático, las inversiones están decididas únicamente en función de la edad de los participantes. Dicho de otra manera, dependen de cuánto le falta para jubilarse. Esa es la única variable. Ustedes deben conocer, por ejemplo, la versión más simple de esta arquitectura: la regla "100 menos la edad". Una persona que tiene 30 años debe tener 70% en acciones y 30% en bonos. Una persona que tiene 70 años debe tener lo contrario: un porcentaje alto en bonos y bajo en acciones. Esa es la regla más simple, y no ha funcionado muy bien.

Existe otro tipo de fondo —y esto lo menciono porque es muy importante— que se llama "close loop" o dinámico. En este caso, la decisión de inversión en un cierto momento depende no solamente de la edad de los participantes, sino también de qué tan lejos está el fondo de alcanzar su objetivo y cuánto tiene la cartera

acumulada en ese momento. Es decir, hay tres variables: la edad de los participantes, el saldo acumulado del fondo y qué tan lejos está ese saldo de su objetivo.

Esto es clave, y lo voy a enfatizar porque la sensación que da es que la Superintendencia no incluyó este tipo de fondos en el esquema que se está presentando. Esto es importante porque los fondos de carácter dinámico —toda la evidencia empírica lo demuestra— tienen un mejor desempeño que los estáticos. Es decir, lo prudente al momento de tomar una decisión de inversión es considerar la edad de los participantes, el saldo acumulado, el rendimiento hasta ese momento y qué tan lejos se está del objetivo. Y enfatizo "objetivo" por una razón muy simple, un punto al que volveré en un segundo.

¿Qué es un fondo generacional? Esencialmente, es un fondo de inversión. Cuando uno estructura un fondo de inversión, ¿qué es lo primero que piensa? Qué objetivos quiere alcanzar. Si va a hacer marketing o tratar de levantar fondos para un vehículo de inversión, lo primero que dice es: "Este vehículo va a invertir en el sector inmobiliario y aspira a tener un retorno de UF más 6% con un riesgo moderado". Es decir, hay que saber de antemano cuál es el objetivo, el riesgo y el retorno esperados, porque de lo contrario es imposible fijar un régimen de inversión.

Enfatizo esto porque los fondos generacionales de carácter dinámico —aquellos que han tenido mejor desempeño— son los que consideran la edad de los participantes y qué tan lejos están del objetivo. Obviamente, para estructurar ese tipo de fondo hay que tener claro cuáles son los objetivos. Sin ellos, no hay manera de saber cómo se va a alcanzar la meta. Ese es el primer punto.

Lo otro que quiero mencionar brevemente: no sé si habrán leído la licitación de la Superintendencia de Pensiones, un documento bastante largo de unas cien páginas. Yo lo leí completo. Hay dos cosas que me llamaron la atención. La Superintendencia de Pensiones tiene más de cuarenta años de existencia, un departamento de estudios y entre doscientos y trescientos funcionarios. Me llamó la atención que la Superintendencia no estructurara ella misma el régimen de inversión, sino que llamara a un tercero a hacerlo. Uno pensaría que eso está dentro de sus atribuciones.

Es un poco extraño, porque de alguna manera da a entender que no tienen la capacidad ni la experiencia para armar el régimen de inversión.

Dicho esto, se le entregó la tarea a la empresa Mercer. Una aclaración que tengo que hacer aquí: invitamos a Mercer a participar en este panel, aceptaron, y hace diez días nos comunicaron que decidían no participar. Lo aclaro porque no quiero dar la impresión de que fuimos selectivos al invitar a los panelistas.

Volviendo a la licitación del régimen de inversión: una de las cosas que llama la atención —al menos a mí— es que hace un llamado a estructurar el régimen de inversiones (básicamente en qué van a poder invertir o no las AFP, las reglas del juego), pero no hay ningún objetivo explícito ni claro. Hay conceptos poco técnicos, más bien de carácter periodístico: se habla de "riesgo de pensión", de "suficiencia previsional", de "maximizar desempeño", pero no hay nada específico en términos de retorno, de riesgo o de uso de métricas. Es extraño.

Hay que reconocer que este proceso tiene dos pasos. El primer paso es definir qué objetivo se quiere alcanzar. Una vez establecidos los objetivos, se estructura un régimen de inversión compatible con ellos. Sin saber cuáles son los objetivos —que deben expresarse en términos de retorno y riesgo— es difícil estructurar el régimen de inversiones. Dicho de otra manera, la responsabilidad que se le dio a la empresa Mercer, aunque tal vez no aparezca explícitamente así, incluye dos cosas: fijar los objetivos y establecer un régimen de inversión acorde con esos objetivos.

Evidentemente, el objetivo de cualquier régimen de inversiones o sistema de pensiones —como decía Felipe inicialmente— debe ser que una persona que trabaja un número razonable de años (treinta o treinta y cinco) y hace aportes regulares a su pensión tenga una pensión satisfactoria. Es un término elástico, pero convengamos que una pensión con una tasa de reemplazo del 60% o 70% generalmente se considera satisfactoria. Lo lógico sería partir de una tasa de reemplazo razonable y, en base a eso, determinar parámetros de retorno y un régimen de inversión.

El régimen de inversión es extraordinariamente importante porque la existencia de los fondos generacionales y sus características están determinadas por él. Como dijimos, sin saber cuál es el régimen de inversión, esto puede ser cualquier cosa.

Ahora bien, si miramos la estructura de los multifondos o el régimen de inversiones que existe actualmente, es bastante extraño. El régimen de inversión de los multifondos está basado en límites por clase de activo. No existe ninguna claridad respecto al objetivo de retorno ni concepto de riesgo a nivel de portafolio (como el CVaR u otras métricas), algo que, por ejemplo, las AFORES en México están usando en este momento en una experiencia que tal vez vale la pena revisar.

No quiero ser alarmista, pero es un poco preocupante. Si uno lee la licitación, pareciera que va a ser estructurada —al menos no se dice explícitamente, pero se infiere— más o menos con la misma filosofía que el régimen de inversión de los multifondos: con límites por clase de activo y sin hacer referencia a métricas de riesgo a nivel de portafolio o de retorno.

¿Cómo debería estructurarse un régimen de inversión de manera sensata? No voy a decir nada muy original; cualquier persona que haya trabajado en el sector financiero y tenga experiencia manejando fondos va a decir lo mismo. Uno fija objetivos, y en base a ellos estructura un régimen de inversión compatible. El régimen de inversión debe estar estructurado con parámetros claros de riesgo y retorno.

¿Por qué digo esto? Porque hoy el régimen de inversión de los multifondos —y sería una desgracia que esto ocurriera con los fondos generacionales— tiene algunos defectos que hay que corregir. Por ejemplo, no es sensato penalizar la inversión fuera de Chile. Es un error creer que invertir fuera de Chile es peligroso, eso es una insensatez. Lo más razonable es que un trabajador chileno, que tiene todas sus fichas puestas en Chile en términos laborales y posiblemente a lo más habrá comprado un departamento para renta o tendrá su vivienda en Chile, diversifique su portafolio invirtiendo fuera del país. Del mismo modo, una manera de introducir diversificación a un portafolio es a través de distintas monedas. Pero pensar que cualquier inversión que no sea en pesos chilenos es peligrosa y obligar a hacer cobertura —sobre todo

a nivel de la inversión individual y no del portafolio— contribuye significativamente a disminuir los rendimientos.

Lo otro bastante grave es lo siguiente: la evidencia histórica demuestra que las inversiones alternativas han tenido retornos entre un 2% y un 3% superiores a los mercados públicos. Cualquier fondo de pensiones, que es esencialmente un vehículo de largo plazo (de treinta a treinta y cinco años), tiene que aprovechar que no hay riesgo de que la gente quiera sacar su dinero al día siguiente, y puede invertir en activos menos líquidos. Si ustedes miran los "endowments" de las universidades norteamericanas y los fondos de pensiones, tienen un 30% o un 40% invertido en activos alternativos.

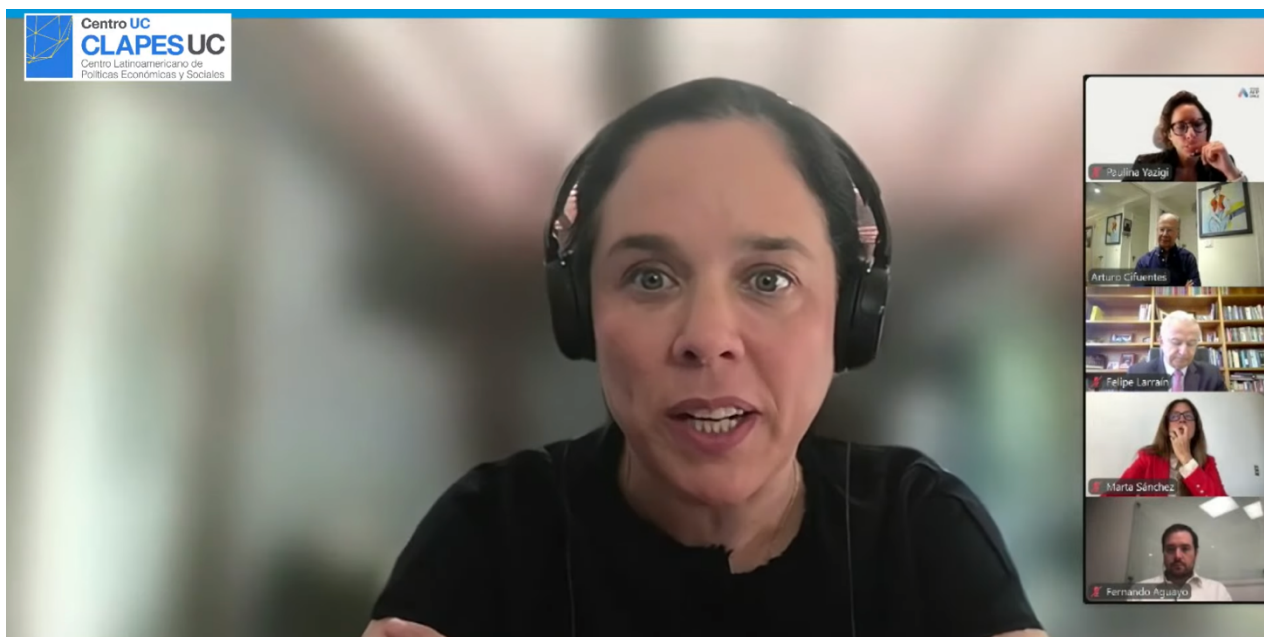
No es sensato, entonces, penalizar la inversión en activos alternativos. Menciono esto porque la idea de la licitación es prácticamente incompatible con la inversión en activos alternativos. ¿Qué significa esto en términos concretos? Piensen que una persona que en Chile hoy tiene una pensión de 500 mil pesos, si se hubiera pensionado bajo un régimen sensato de inversiones de los multifondos, podría tener hoy una pensión de 750 mil a 800 mil pesos. Digo esto porque los errores en la estructura del régimen de inversiones de los multifondos —donde se ha penalizado la inversión en el extranjero y se han impuesto requerimientos de cobertura— han tenido un impacto bastante negativo.

Creo que la manera sensata de estructurar un régimen de inversiones es establecer objetivos claros en términos de retorno a nivel de portafolio, no poner trabas a la inversión en alternativos o en el extranjero, no establecer límites onerosos por clase de activo y, una vez determinados los objetivos claros en términos de retorno, establecer un régimen de inversión que considere características y parámetros a nivel del portafolio, no por clase de activo.

Y lo último que quiero decir es que me parece peligroso, en un vehículo de inversión de largo plazo que puede tener treinta o cuarenta años, poner parámetros de desempeño de treinta y seis meses y penalizar a los gestores por algo que, en el mejor de los casos, es de mediano plazo.

PANEL DE CONVERSACIÓN MODERADO POR CAROLINA GRUNWALD (CG)

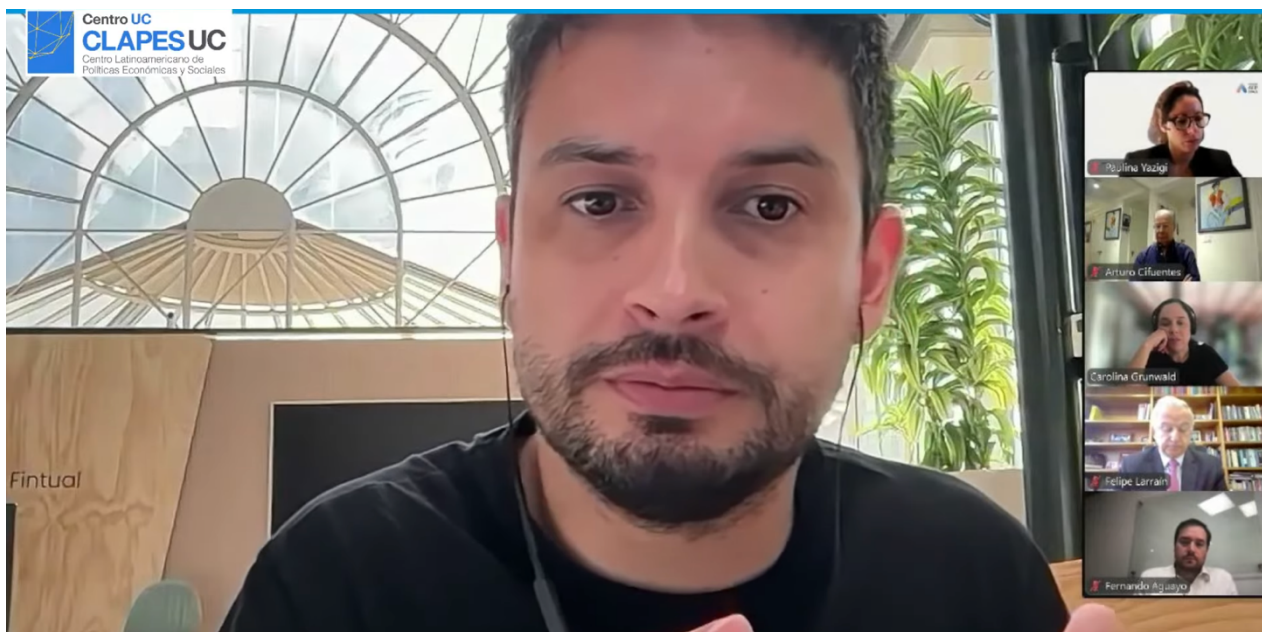
Economista Jefe Prudential AGF



Me gustaría comenzar con una pregunta general para quienes están conectados y no están tan familiarizados con el tema. Quisiera plantearles a nuestros panelistas la misma interrogante para iniciar la conversación.

En términos simples, ¿por qué estamos realizando esta transición desde el sistema de multifondos —donde los ahorros de las personas se van moviendo entre distintos fondos— hacia un esquema de fondos generacionales, en el cual el fondo asignado a cada persona se ajusta progresivamente según su edad a lo largo del ciclo de vida?

¿Por qué estamos haciendo este cambio? ¿Cuáles consideran que son los principales aspectos positivos y negativos que puede tener el modelo de fondos generacionales?



OMAR LARRÉ (OL)

CIO de Fintual

Para responder eso, creo que primero hay que reconocer que el sistema de multifondos, el que existía antes de la reforma y que sigue vigente, no era un sistema fundamentalmente malo. Ya tenía un mecanismo para ajustar el riesgo según la edad, es decir, iba reduciendo la exposición al riesgo de mercado a medida que la persona se acercaba a la edad de jubilación. En estricto rigor, nada impedía perfeccionar ese proceso de ajuste ni mejorar otros aspectos del régimen de inversión.

Lo que hacen los fondos generacionales es avanzar en esa dirección, eliminando una cantidad muy grande de discrecionalidad. Le quitan al afiliado muchas decisiones que, en la práctica, no siempre se tomaban bien. Eso se ve como algo positivo, sobre todo porque en los últimos años hubo bastante desorden con asesores mal llamados previsionales, y eso generó ruido. También porque muchas personas estaban tomando riesgos que no correspondían a su edad. Esto pasaba en dos sentidos. El más evidente: alguien cerca de jubilarse que mantenía un nivel de riesgo muy alto, lo que no tiene sentido si, por ejemplo, quiere retirarse a través de una renta vitalicia y, entonces, debería llegar con un riesgo mucho más bajo a la edad de jubilación. Y por otro lado, también había personas muy jóvenes tomando demasiado poco

riesgo, lo que en la práctica es un riesgo distinto: su ahorro capitaliza menos de lo que podría o debería.

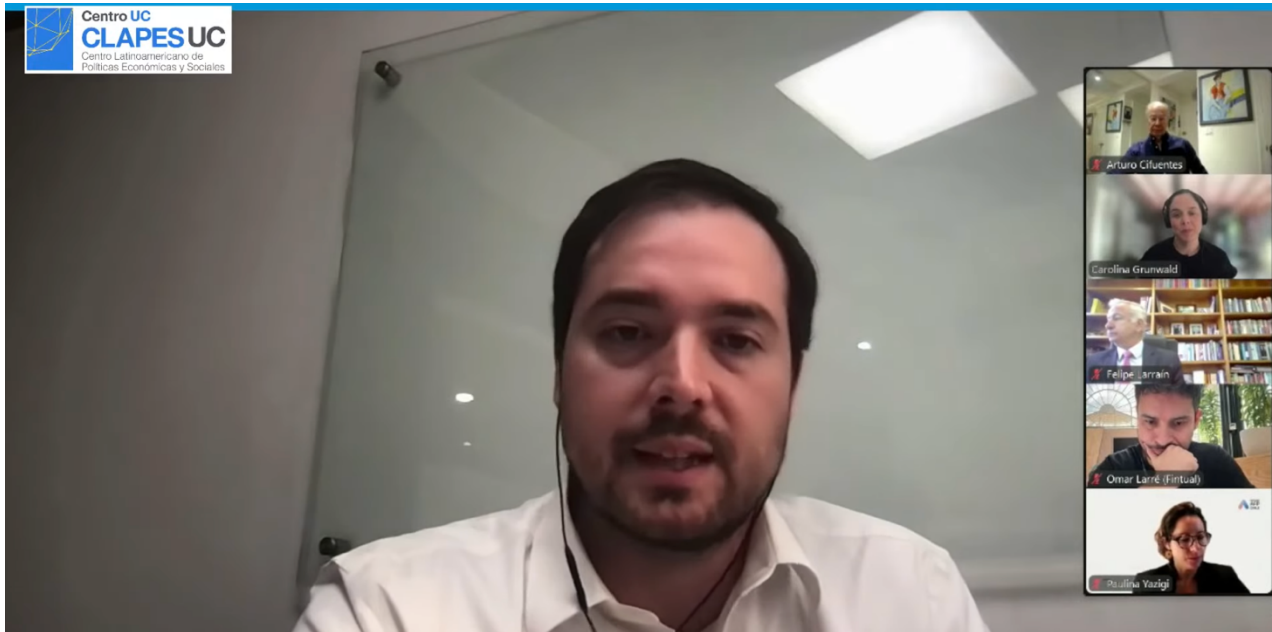
Entonces se tomó la referencia internacional. Los fondos generacionales tienen mucha tracción en países como México, Estados Unidos y Australia. No sé si hablar de casos de éxito, pero sí de experiencias comparables, útiles y prácticas. La reforma optó por una solución que probablemente no es perfecta, pero al menos es una solución probada en otros mercados y que ayuda a reducir riesgos innecesarios que estaban asumiendo las personas, además de desplazar a esos malos actores que habían aparecido en el sistema.

CG

Probablemente existe cierta duda, considerando que en Chile aún enfrentamos un problema de educación financiera, con niveles de conocimiento relativamente bajos.

Por otra parte, entre las personas que sí manejan temas financieros, este cambio — como también mencionó Arturo Cifuentes— puede percibirse como una limitación a la libertad de elección.

En este contexto, ¿cuáles son los aspectos positivos y cuáles los aspectos negativos de esta transición desde los multifondos hacia los fondos generacionales?



FERNANDO AGUAYO (FA)

Jefe de Estrategias Cuantitativas de Habitat

Una arista adicional a lo que mencionaba Omar es el comportamiento de los afiliados, que muchas veces resulta nocivo para ellos mismos. Por ejemplo, cuando comienza a generarse ruido en los mercados y las bolsas caen, muchas personas se cambian inmediatamente al fondo de menor riesgo. El problema es que, en la práctica, muchas de ellas no vuelven a cambiarse después.

En ese contexto, podría existir una oportunidad para que un manejo más profesional del portafolio beneficie a quienes quedaron subexpuestos al riesgo, no solo por malas recomendaciones o por una decisión puntual equivocada, sino también por los vaivenes propios de los mercados, el miedo o las noticias alarmantes; algo que se observó con fuerza durante la pandemia.

Creo que otro aspecto positivo —no necesariamente por el hecho de migrar a fondos generacionales, sino porque una reforma abre la puerta a revisar múltiples dimensiones del sistema— es que el camino tradicional de reducción de riesgo tiende a subexponer a los afiliados. Internacionalmente, este riesgo suele medirse en función de la proporción de acciones versus bonos dentro de un portafolio.

En Chile, el portafolio por defecto partía con una composición cercana a un 60% en acciones y un 40% en bonos, equivalente al fondo B. A nivel internacional, para los más jóvenes, esta exposición suele superar el 90% en acciones o instrumentos más riesgosos.

La transición hacia fondos generacionales podría permitir —si la normativa queda bien diseñada y correctamente implementada, como espero que ocurra— que las personas asuman niveles de riesgo más alineados con las prácticas internacionales. Dentro del sistema de multifondos era muy difícil avanzar en esa dirección. Además, ahora será posible acotar de manera más precisa los grupos etarios: por ejemplo, antes en el fondo B se agrupaba desde los 20 hasta aproximadamente los 35 años; en cambio, con los fondos generacionales habrá tramos más estrechos, como 20 a 25, 25 a 30, etc. Esto permitirá un control mucho más fino de la exposición al riesgo.

Esto podría ser muy positivo para los afiliados. Con cálculos preliminares —aunque en la dirección correcta— hemos encontrado que, si durante la vigencia del sistema de multifondos hubiésemos podido sostener un nivel de riesgo similar al observado internacionalmente, el retorno adicional para las carteras de los afiliados habría bordeado entre 1,1% y 1,3% anualizado. Se trata de una diferencia bastante significativa cuando se capitaliza en el tiempo.

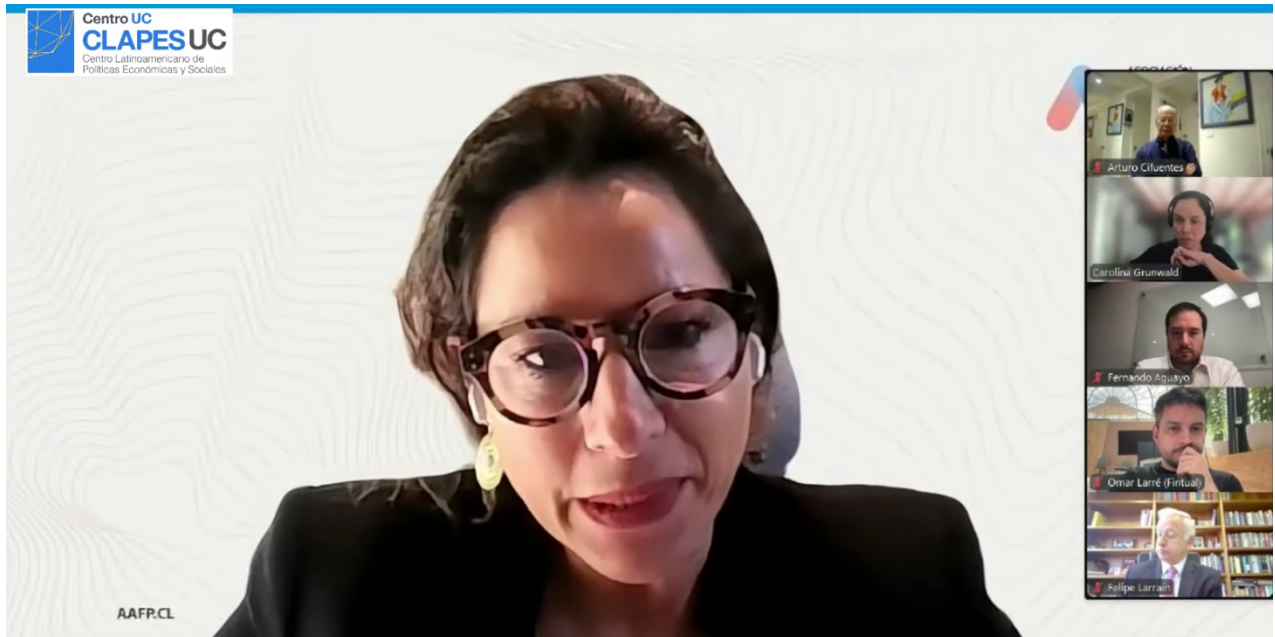
Ahora bien, ello también implica una mayor variabilidad, de modo que nuevamente dependerá de cuán bien quede diseñada la normativa para poder manejar adecuadamente ese riesgo.

CG

Esta es la única pregunta común que formularé: ¿por qué estamos realizando este cambio? ¿Por qué estamos pasando de un esquema de multifondos a uno de fondos generacionales?

Considerando todas las dudas que este proceso suscita, ¿cuál es la razón de fondo?

Ustedes, desde su observatorio, elaboraron un estudio muy completo que revisa la experiencia internacional y ofrece algunas explicaciones. Entonces, ¿por qué estamos haciendo esto, si en teoría parece ser un cambio tan complejo?



PAULINA YAZIGI (PY)

Presidenta de la Asociación de AFP

El cambio a Fondos Generacionales está definido en la ley; todo lo demás depende del diseño regulatorio. La implementación es la que determinará si el cambio mejora o deteriora el sistema.

Los riesgos de mal diseño persisten: sustituir multifondos por fondos generacionales no garantiza mejores resultados si la regulación es rígida o excesivamente detallada.

Los Fondos Generacionales pueden mejorar las rentabilidades al estandarizar perfiles por edad, pero ignoran variables relevantes: lagunas previsionales, patrimonio, tolerancia al riesgo y otras inversiones de las personas.

La evidencia internacional muestra que los Fondos Generacionales funcionan bien cuando existe simpleza regulatoria y límites acotados. Chile parte con más de 100 límites hoy: la simplificación regulatoria es clave.

El objetivo del cambio debe ser claro: mejor relación riesgo-retorno para el afiliado. La experiencia de México muestra mejoras, pero aún falta definir cómo se medirá el éxito en Chile.

- **Particularidad 1:** En Chile, el regulador definirá el benchmark, a diferencia de otros países donde lo hacen gestores con experiencia en inversiones. Esto exige que la regulación otorgue flexibilidad suficiente para gestionar riesgos y capturar retornos.
- **Particularidad 2:** Los Fondos Generacionales deberán implementarse simultáneamente con la licitación de afiliados antiguos, proceso que implica mover carteras masivamente cada dos años. No existe experiencia internacional comparable y el riesgo operativo y financiero es significativo.

La combinación benchmark definida por regulador + licitación de afiliados antiguos convierte a Chile en un experimento inédito y de alto riesgo, que requiere revisar plazos, transiciones y diseño final para evitar efectos no deseados.

CG

Y ahora, las preguntas específicas. Quisiera comenzar con Fernando Aguayo.

En toda tu experiencia en este ámbito desde Hábitat, sabemos que en el modelo actual de multifondos existe una baja exposición al equity por defecto. En otros países, la exposición a activos más riesgosos —especialmente cuando se es joven— es mucho mayor, lo que permite obtener retornos más altos y, en consecuencia, mejores pensiones al final de la vida laboral.

Me gustaría saber, si tú fueses el regulador y pudieras diseñar o colaborar estrechamente en este nuevo régimen de inversión, ¿aprovecharías este cambio como una oportunidad para corregir la baja exposición al equity, a los activos

alternativos o a los hedge de monedas? ¿Qué oportunidades ves tú, si estuvieses sentado en la mesa del regulador, para resolver estos desafíos y permitir efectivamente un mayor acceso a retornos más altos, más allá de los límites que inevitablemente se establecerán?

FA

Ha habido, de hecho, una migración en el tiempo hacia una mayor búsqueda de riesgo en las exposiciones de los fondos de pensiones. Este aumento del riesgo se ha materializado principalmente a través de una mayor participación en equity y en activos alternativos: instrumentos que se comportan como bonos, pero con mayores tasas, o bonos más riesgosos.

Incluso, hace un tiempo se publicó un estudio —cuyo autor no recuerdo— que planteaba que lo óptimo sería mantener una fuerte exposición a equity durante toda la vida.

Detrás de esta idea está el hecho de que los ahorrantes hoy pueden acceder a una gama cada vez más amplia de mercados. Muchos de estos mercados, incluyendo diversos mercados accionarios, presentan niveles de descorrelación entre sí; no todos se mueven al unísono. Así, es posible construir un buen portafolio compuesto casi exclusivamente por acciones.

Este factor de diversificación, que tradicionalmente atribuimos a los bonos —razón por la cual se incorporan en los portafolios— puede obtenerse hoy mediante exposición a distintos mercados accionarios: Estados Unidos, China, Chile, Brasil, entre otros. La descorrelación entre ellos puede ser suficiente para estructurar una cartera robusta.

Ahora bien, a medida que la persona se acerca a su jubilación, quizá el desafío no sea simplemente “bajar el riesgo”, sino ajustarlo al riesgo adecuado. A esa altura, el riesgo relevante ya no es solo el asociado al stock de ahorro acumulado, sino también el riesgo vinculado al costo de adquirir una pensión.

Ese precio —el valor de la pensión que la persona podrá comprar al jubilar— está fuertemente determinado por los niveles de tasas de interés. Cuando las tasas suben, es más barato comprar una pensión, porque su valorización funciona como la de un bono. Cuando las tasas bajan, la pensión se encarece.

Por ello, al afiliado hay que permitirle no solo seguir expuesto al riesgo necesario para hacer crecer sus ahorros, sino también comenzar a alinearse con el nuevo riesgo que enfrentará: el riesgo de precios de las pensiones. En este sentido, la renta fija cumple un rol fundamental en los portafolios de quienes se acercan al retiro.

¿Cómo se alinean estas dos curvas o estos dos riesgos? Aquí entra el punto planteado antes por Arturo Cifuentes: ¿cuál es el objetivo? ¿Es maximizar el monto acumulado sin considerar otros efectos? ¿Es alcanzar una tasa de reemplazo razonable, por ejemplo un 70%? ¿O es minimizar el gasto estatal en PGU u otros subsidios previsionales?

Estos objetivos deben estar claramente definidos.

Creo que trabajar con tasas de reemplazo como objetivo es razonable, pero su nivel es complejo de determinar. Para quienes tienen ingresos altos, existe una mayor proporción de gasto discrecional: parte de sus ingresos se destina al ahorro o a consumos suntuarios, como viajes o bienes no esenciales.

En cambio, en los niveles salariales más bajos, ese gasto discrecional prácticamente desaparece. Las personas destinan casi todo su ingreso al pago de necesidades básicas: cuentas, transporte, arriendo, alimentación.

Por ello, quienes están en los ingresos más bajos requieren una tasa de reemplazo mucho más cercana a su salario, porque no tienen márgenes de ajuste al jubilar. No existe ese “colchón” que sí podría tener un trabajador de ingresos más altos.

Determinar el nivel adecuado de tasa de reemplazo exige un equilibrio delicado.

Si fijamos una tasa de reemplazo de 100%, podríamos estar imponiendo una exigencia excesiva y obligando a tomar niveles muy altos de riesgo accionario para lograr el ahorro necesario.

Hay que encontrar un punto razonable, y ese balance requiere no solo análisis financiero, sino también un estudio demográfico profundo: para diseñar un régimen de inversión adecuado, debemos comprender bien la composición y el comportamiento de la población que se está jubilando. En ese sentido, aún nos falta avanzar.

CG

Paulina, tú mencionaste recién el tema de los benchmarks, que —para que las personas que nos escuchan lo comprendan— corresponden a la cartera de referencia que se utiliza para evaluar si las inversiones se están realizando de manera adecuada o no.

Sin embargo, los benchmarks deben definir cuál es el nivel de apetito por riesgo de las personas y a qué tipo de instrumentos financieros se puede acceder. Además, cuando se avanza en edad, es necesario ir desinvirtiéndose de ciertos fondos e invirtiendo en otros, lo que puede generar volatilidad y cierto nivel de riesgo.

Si tú fueses la reguladora, hipotéticamente, ¿cómo abordarías el diseño de este benchmark? ¿En qué elementos te fijarías? ¿Cuáles serían los objetivos principales a considerar? ¿De qué manera lo estructurarías?

Y, en tu opinión, ¿qué debería contener esta información a la luz de la experiencia internacional que ustedes han recopilado desde la Asociación de AFP?

PY

En inversiones existen estrategias activas y pasivas; el benchmark es la referencia central para medir retorno y riesgo (incluida la volatilidad), y orienta la construcción del portafolio.

En los multifondos no había un benchmark explícito, pero el régimen de inversiones actuaba como benchmark implícito, imponiendo límites estrictos y castigando

desviaciones respecto del promedio. Con los Fondos Generacionales habrá un benchmark externo explícito, que definirá la referencia de inversión y la medición de desempeño.

Para comunicar al público, puede simplificarse la composición del portafolio por clases de activos según edad, pero esa representación es estática y puede quedar obsoleta. El diseño debe permitir ajustes continuos.

Usar métricas de riesgo es técnicamente superior, pero comunicacionalmente complejo. El diseño del benchmark debe equilibrar precisión técnica y claridad para el afiliado.

El DL 3.500 establece dos objetivos centrales: rentabilidad y seguridad. La reforma añade explícitamente el objetivo pensión: toda la arquitectura regulatoria debe alinearse con maximizar pensiones, no con efectos secundarios del mercado de capitales.

Definir el benchmark requiere considerar tasa de reemplazo, nivel de pensión, longevidad, demografía, densidad de cotizaciones y el efecto de la PGU. Estos factores condicionan los objetivos y restricciones del diseño.

La ley exige un mínimo de 10 Fondos Generacionales, pero no fija el número final; es clave mantener flexibilidad para que las AFP compitan en retornos con estructuras eficientes.

La gestión del riesgo debe enfocarse en exposición adecuada, no en minimizar riesgo. Las personas cercanas a la jubilación mantienen horizontes de inversión largos (20–30 años), por lo que requieren riesgo calibrado, no riesgo cero.

El diseño del benchmark y de los Fondos Generacionales es política pública: determina cómo se multiplican los ahorros en un contexto de baja densidad de cotizaciones. La calidad de este diseño define si el sistema logra pensiones más altas.

CG

Hay preocupación, porque se ha observado en otros países que la transición hacia un régimen de fondos generacionales podría generar una elevada volatilidad.

¿Qué ocurre si, al pasar de los multifondos a los fondos generacionales, se liquidan simultáneamente grandes volúmenes de instrumentos? Eso podría tener un impacto en los precios, en las tasas y en los retornos.

¿Qué harías tú ante este escenario? ¿Cómo manejarías la transición? ¿Te preocupa este proceso o no te genera inquietud? ¿Hay algún otro aspecto al que deberíamos prestar especial atención en esta migración de un sistema a otro?

En síntesis, ¿qué es lo que te preocupa y qué es lo que no te preocupa en absoluto?

OL

Definitivamente la transición a fondos generacionales es un desafío muy grande para las AFP incumbentes. Es un proceso técnico y operativo complejo, y lo fundamental es que el regulador tenga suficiente flexibilidad para entender los tiempos y los problemas que esto puede generar, de modo que la transición no termine afectando las pensiones de los afiliados.

Ahora, siendo honesto, lo que más me preocupa no es la transición en sí. Ese ruido inicial, después de unos tres años (quizás un poco más o un poco menos), debería estar mayormente resuelto, especialmente si el regulador permite manejar bien los plazos. Mi preocupación principal está en lo que viene después, en la etapa definitiva. La reforma introduce muchas innovaciones al mismo tiempo: no es solo pasar del esquema de multifondos por perfil de riesgo a uno generacional por edad. Además se incorporan benchmarks (o carteras de referencia), se crean “licitaciones de stock” que también son complejas, aumenta el número de fondos generacionales (que son diez y podrían ser más), y aparece toda la discusión de cómo tratar con los activos alternativos dentro de los benchmarks.

Ese punto, en particular, es uno de los que más me inquietan. He planteado en intervenciones y artículos que el benchmark debiera cubrir únicamente la “parte líquida” o la parte de activos tradicionales, es decir, la parte que no contiene activos alternativos. Y esa no es una idea nueva: en México funciona así. El benchmark tiene sentido en la parte de activos tradicionales, mientras que los alternativos requieren otro tratamiento, porque tienen características completamente distintas. Una de sus principales características es que no son líquidos y, a cambio de esa menor liquidez, permiten inversiones más complejas que requieren madurez y plazos largos.

Un ejemplo simple: si estoy levantando un proyecto inmobiliario que toma tres años construir y otros diez en madurar para recuperar la inversión, no puedo liquidar eso de un día para otro. Ese tipo de activos tiene impactos enormes en cualquier sistema.

Y acá está el punto crítico: hoy los multifondos ya contienen activos alternativos, por lo tanto, el cambio a fondos generacionales inevitablemente toca este tema. Sin embargo, lo realmente problemático en el largo plazo es el benchmark que debe definir la Superintendencia. En la literatura y en la práctica internacional no existe una solución clara para crear un benchmark de activos alternativos, y mucho menos para incluirlos dentro de fondos generacionales. Si existe una experiencia que lo haya resuelto, me encantaría conocerla, pero hasta donde sé nadie lo ha logrado.

PY

Los activos alternativos son clave para mejorar rentabilidad y diversificación, pero la regulación chilena ha limitado su uso muy por debajo del 20% que permite la ley. El desafío es evitar que el nuevo esquema vuelva a restringirlos.

La evidencia internacional muestra que planes con alta liquidez -como los 401(k) en EE. UU.- mantienen muy baja exposición a alternativos (entre 5 a 10%) porque deben estar preparados para rescates y cambios de proveedor. La licitación de afiliados antiguos genera una presión similar en Chile.

Los Fondos Generacionales buscan carteras más rentables y diversificadas, pero la licitación de stock puede impedir aumentar la inversión en alternativos, ya que obliga a transferir carteras cada dos años, dificultando mantener activos ilíquidos.

Si los activos alternativos fueran definidos como “intransferibles” por regulación, se corre el riesgo de que las AFP reduzcan drásticamente su uso, para evitar liquidaciones forzadas en procesos de licitación.

Obligar a liquidar alternativos en cada licitación podría distorsionar el mercado local, afectar precios de activos y presionar el tipo de cambio, generando más riesgos que beneficios.

El diseño actual crea un conflicto estructural: se impulsa la adopción de Fondos Generacionales para aumentar la exposición a activos más rentables, pero simultáneamente se instala un mecanismo—la licitación de stock—que desincentiva esa misma exposición.

El riesgo país está en que, para corregir las distorsiones de la licitación, se terminen adoptando “soluciones” regulatorias que empeoren los incentivos, reduciendo la diversificación y rentabilidad futura de los fondos.

FA

Para mitigar el riesgo al que hacía referencia Paulina Yazigi —el riesgo de tener que salir a liquidar la parte líquida del portafolio— siempre existe la alternativa de realizar traspasos en especie. Es decir, se pueden traspasar directamente las posiciones: la cartera, los fondos, los bonos o las acciones, junto con el traslado del afiliado. Creo que esa es la solución para no obstaculizar el crecimiento de los programas de activos alternativos dentro de los fondos.

Una medida necesaria para esto es que el traspaso no se realice sobre los activos individuales de la cartera, sino sobre la composición del benchmark. Si el benchmark no es muy granular, su implementación será más sencilla, ya que normalmente

incorpora una proporción significativa de activos extranjeros, los cuales presentan un nivel de liquidez mayor que los activos locales.

En ese sentido, si existe una solución al dilema entre activos alternativos y el stock de afiliados, esta pasa —a mi juicio— porque el intercambio se haga sobre el benchmark o, al menos, sobre la parte líquida de los portafolios.

OL

Quería agregar algo. No quiero que se interprete que estoy promoviendo una solución que perjudique a los activos alternativos. Al contrario, los valoro mucho y los impulso activamente. Justamente por eso propongo un esquema que sea compatible con ellos, incluso dentro del proceso de licitación.

Desde esa perspectiva, me parece positivo que el benchmark no incluya la parte alternativa. Eso da más flexibilidad para administrar bien la porción tradicional, que es donde realmente se pueden hacer ajustes rápidos y donde el benchmark tiene sentido. Eso facilitaría el funcionamiento de las licitaciones.

En la conversación también se mencionó, en el contexto de la licitación de stock, la posibilidad de liquidar y traspasar en especies entre AFP. Ese mecanismo puede ser útil para los activos tradicionales y ayuda a mitigar algunos de los efectos de una licitación.

En conjunto, son medidas que apuntan a reducir los problemas operativos que podrían surgir con la licitación.

CG

Vamos a pasar ahora a las preguntas del público.

Han llegado varias consultas muy específicas sobre la gestión misma de las AFP.

Por ejemplo, una de ellas pregunta si las comisiones variarán según el tipo de fondo generacional en el que se encuentre la persona; es decir, si se cobrará más a quienes estén en los fondos correspondientes a mayores edades.

PY

En Chile, las comisiones se cobran sobre la remuneración imponible, no sobre el saldo del fondo, y esto no cambia con los Fondos Generacionales.

La reforma introduce premios y castigos asociados al desempeño, pero su implementación dependerá de la regulación final. El mecanismo aún debe definirse.

El esquema de cobro por remuneración permanece idéntico para todos los fondos, sin importar el Fondo Generacional en el que se encuentre el afiliado.

A futuro, sería razonable evaluar migrar hacia comisiones sobre saldo, modelo más alineado con incentivos de largo plazo; pero no forma parte de los cambios actuales.

CG

Luego, surge otra pregunta relacionada con la aversión al riesgo. ¿Cómo podría la aversión al riesgo del regulador impactar en un nivel de inversión insuficiente en activos de mayor riesgo? Esto adquiere aún más relevancia considerando que, bajo el nuevo esquema, los retornos de las carteras de referencia serán de su responsabilidad.

FA

Creo que esto se relaciona directamente con lo que conversamos en la primera pregunta: la existencia, hoy en día, de una especie de aversión institucional al riesgo. Existe un path de pensiones con muy baja exposición al riesgo accionario. Yo lo miro

desde la perspectiva contraria: esta reforma constituye una oportunidad para corregir esa situación.

La experiencia de Mercer en Australia —que opera con fondos generacionales— muestra que sus fondos mantienen una exposición al riesgo considerablemente mayor. Esta reforma, por tanto, es una ocasión para mejorar esa estructura y no para perpetuar una aversión al riesgo que, en mi opinión, es infundada.

Aún no conocemos el régimen definitivo, pero tengo la impresión de que la Superintendencia está realizando bien su labor. Ha dialogado con la industria, se ha reunido con distintos actores y, de hecho, el hecho de haber llamado a licitación para traer asesoría externa de una empresa internacional relevante lo considero muy positivo. Esto demuestra que están intentando incorporar las mejores prácticas del mercado internacional y, en cierta medida, blindar este tipo de definiciones técnicas.

Recordemos que la reforma no modificó la institucionalidad de la Superintendencia de Pensiones. Sí le entregó más atribuciones, pero sigue siendo un organismo completamente dependiente del Poder Ejecutivo. Al incorporar a una consultora internacional, la señal que se da es: quiero tomar una decisión técnica, no una decisión política. Me parece una señal alentadora. Esperemos que el proceso concluya de buena manera.

CG

Vamos con más preguntas. ¿Cómo se van a configurar en este nuevo sistema los APV? ¿Habrá algún cambio en respecto?.

PY

En APV administrado por AFP, la inversión deberá hacerse en Fondos Generacionales, pero con libertad de elección del Fondo Generacional dentro de la oferta disponible (10, 12 o los que se definan).

La reforma no modificó la Cuenta 2 ni las reglas del APV, pero sí cambiará en qué instrumentos se puede invertir, conforme al nuevo régimen de inversiones.

En septiembre de 2026 debe estar listo el nuevo régimen de inversiones; en abril de 2027 desaparecen los multifondos y entran plenamente los Fondos Generacionales. No habrá convivencia de ambos esquemas.

La ley define rangos amplios para inversión en instrumentos estatales y en activos extranjeros. El Banco Central deberá elegir los máximos definitivos, y es probable que opte por los topes superiores, dado que no conoce aún el diseño exacto de los Fondos Generacionales.

Mercer realizará consultas públicas desde mayo de 2026, y el régimen de inversiones debe publicarse definitivamente en septiembre de 2026, tras revisión del Consejo Técnico de Inversiones y la Superintendencia.

El diseño del benchmark requiere definir nivel de granularidad y flexibilidad para los equipos de inversión: amplitud de rangos, uso de waivers, grados de desviación permitidos respecto de la cartera de referencia e implementación progresiva.

Existe riesgo de front running: el mercado puede anticipar los cambios regulatorios antes de la transición, encareciendo activos y perjudicando a los afiliados que lleguen “tarde” al ajuste. La flexibilidad regulatoria es clave para mitigar este riesgo.

Chile ya vivió episodios de front running (ej. fenómeno Felices y Forrados): si el mercado anticipa los movimientos obligados de los Fondos Generacionales, las AFP podrían enfrentar precios inflados y menor capacidad de optimizar retornos.

Para evitar distorsiones en la transición, el diseño debe asegurar flexibilidad, gradualidad y reglas que impidan que el mercado anticipe completamente las decisiones de inversión.

CG

También surge el tema de la flexibilidad, que aparece en el estudio de Perspectivas.

Cuando la definición de los benchmarks es demasiado rígida —tanto en lo que se permite invertir como en lo que no—, las AFP terminarían obligadas a hacer prácticamente lo mismo.

Entonces, ¿cómo podría diferenciarse una AFP de otra si todas deben operar bajo parámetros idénticos, considerando que los afiliados pueden tener preferencias distintas respecto al tipo de acceso o estrategias de inversión?

PY

La licitación de afiliados antiguos obliga a traspasar cada dos años un 10% del stock de afiliados de una AFP a otra, junto con la porción proporcional de su cartera.

Este mecanismo, repetido en el tiempo, homogeneiza las carteras de inversión entre AFPs, porque cada licitación “redistribuye” partes de todas las carteras hacia el nuevo adjudicatario.

La homogeneización progresiva implica que las AFP terminan convergiendo a estructuras de portafolio muy similares, reduciendo la diferenciación entre ellas.

Si las carteras se vuelven prácticamente idénticas, se debilita la competencia en rentabilidad, que es el principal canal por el cual los afiliados pueden obtener mejores resultados.

La convergencia obligada de portafolios genera un riesgo sistémico: los afiliados pierden la posibilidad de elegir administradoras con estrategias distintas, eliminando incentivos para mejorar la gestión de inversiones.

En un sistema que busca premiar mejor desempeño, la licitación de stock puede producir el efecto contrario: suprimir la competencia efectiva y uniformar retornos, con potencial perjuicio para los afiliados.

CG

Tengo otra pregunta: ¿Qué ocurre con los pensionados que ya están en retiro programado? ¿Habrá uno o más fondos generacionales?

FA

Lo que entiendo es que aquello aún no está definido. Se ha mencionado la existencia de 10 fondos generacionales, pero probablemente se requieran más. Esto se debe, entre otras razones, a la necesidad de contar con fondos de desacumulación para las personas ya pensionadas, así como a la posibilidad de incorporar un fondo inicial que reciba a quienes comienzan a trabajar antes de los 20 años y que, por lo mismo, no alcanzarían a ingresar directamente a sus fondos correspondientes. En consecuencia, es posible que el número final termine siendo 13 o 14 fondos, o algo en esa magnitud. Sin embargo, ello no está establecido todavía. Forma parte del trabajo que deberá llevar adelante la Superintendencia.

PY

Agrupar a todos los pensionados en un único fondo no es óptimo, porque la longevidad en Chile implica horizontes de inversión muy largos: 20 años adicionales para hombres y más de 30 para mujeres después de jubilarse.

En retiro programado, los afiliados presentan perfiles de riesgo distintos, especialmente en un contexto de mayor longevidad futura. Por ello, los pensionados requieren más de un fondo, con estructuras diferenciadas según su exposición y horizonte.

La definición de los cortes etarios para los Fondos Generacionales debe priorizar edad de nacimiento, no edad de retiro, ya que facilita futuros cambios en la edad de jubilación y mantiene consistencia entre hombres y mujeres.

Agrupar por edad de retiro sería difícil de ajustar en el futuro, especialmente si Chile decide aumentar o unificar edades de jubilación; en cambio, la edad de nacimiento ofrece un criterio estable y técnicamente robusto.

OL

Quería decir que el retiro programado es un problema que todavía no está resuelto. Como mencionaba Fernando, es probable que los diez fondos generacionales no sean suficientes y que se necesite más variedad de fondos. También debería existir la opción de que una persona que planifica un retiro programado pueda “rejuvenecerse” dentro del esquema de fondos generacionales.

Por ejemplo, si tengo 60 años y estoy evaluando un retiro programado, debería tener la flexibilidad de poder moverme a una generación más joven del fondo para aumentar la exposición a activos más riesgosos: a mayor riesgo, mayor retorno esperado. Si a los 60 todavía tengo una esperanza de vida cercana a 25 años después de jubilar, eso implica alrededor de 30 años de horizonte. Con un horizonte así, probablemente tiene más sentido una cartera con más acciones o más riesgo que una cartera compuesta mayoritariamente por bonos o instrumentos de muy bajo riesgo.

Como regla muy imprecisa, uno podría decir que la cartera debería empezar a bajar riesgo unos 15 años antes de la edad de jubilación. Si tengo 30 años por delante, no puedo estar con un portafolio extremadamente conservador. Debería existir esa flexibilidad para “rejuvenecerse” dentro del sistema, y ese mismo problema se va a manifestar en el retiro programado.

Solo quería agregar que la reforma introduce muchas innovaciones que apuntan a traer mejoras, pero son tantas al mismo tiempo que existe el riesgo de que, en el afán de avanzar rápido y resolver varios temas a la vez, se terminen creando soluciones mal diseñadas o restricciones en el régimen de inversión que vayan en contra de los retornos de los afiliados. Es importante innovar y avanzar, pero

también cuidar que esas innovaciones no terminen afectando justamente lo que se busca proteger.

CG

Justo aquí llegó una pregunta: ¿No hay un riesgo en que sea el regulador el que defina tantos elementos tan decisivos al mismo tiempo?

OL

Sí, es un riesgo porque son muchas cosas al mismo tiempo, hay varias innovaciones relevantes y creo que es importante priorizarlas. Por ejemplo, la definición del benchmark por parte del regulador es en sí misma una innovación importante: implica establecer reglas claras del juego. En ese caso, probablemente convendría dejar más flexibilidad, como decía Paulina. Los márgenes de desviación máxima debieran ser bastante más amplios de lo habitual para no convertir el benchmark en el centro de toda la innovación, porque ya hay otras transformaciones que vienen con mucha fuerza.

Los fondos generacionales ya son ley, esa innovación ya está definida y genera temas que acabamos de discutir, como el retiro programado o la necesidad de permitir cierto grado de “rejuvenecimiento” cuando corresponda. También está la licitación, que ya está descrita también en la ley, por lo tanto, hay que hacerlo lo mejor posible en las normativas y en la práctica. Y está toda la discusión sobre cómo regular los activos alternativos, donde todavía hay espacio para dar flexibilidad y evitar rigideces que terminen afectando los retornos de largo plazo.

No se trata de dejar de innovar. La innovación es necesaria. El punto es evitar impulsar demasiados cambios regulatorios al mismo tiempo, porque algunos podrían terminar generando o empujando muchas restricciones técnicas o de inversión que no van necesariamente en beneficio de los afiliados. La prioridad debiera estar en las innovaciones que ya están definidas por ley, y en las demás, en

el resto de los problemas abiertos actualmente, conviene dejar más flexibilidad, de forma tal que el sistema se ajuste de manera ordenada y con mejores resultados para los afiliados.

CG

Hay quienes advierten que podría producirse una crisis similar a la subprime, o algún episodio particularmente dramático; en realidad, uno nunca sabe. ¿Sería necesario establecer algún tipo de “cláusula de escape”? Es decir, definir ciertos límites, pero permitir que, ante un imponderable de magnitud extraordinaria, exista un grado de flexibilidad o algunos márgenes adicionales. ¿O te parece que eso ya implicaría una innovación excesiva y que, si llegara a producirse una catástrofe global, simplemente habría que evaluar la situación en ese momento?

OL

En lo personal, y respondiendo a la pregunta, creo que intentar aplicar una estrategia activa en respuesta a un evento externo sería innovar en exceso e innecesario. Para eso existen medidas de riesgo como el CVaR o similares, que controlan o miden ex-ante cómo debería comportarse el riesgo de mercado y la variabilidad de un fondo generacional. Una vez dentro de una crisis financiera, sobre todo cuando se trata de portafolios muy diversificados y globales, no tiene sentido empezar a crear tácticas o cortafuegos de corto plazo. Ahí la disciplina del diseño original de gestión de portafolios es más valiosa que la creatividad táctica.

PY

La ley puede interpretarse de modo que cada AFP defina su propia cartera de referencia, pero el entendimiento dominante es que el regulador fijará un benchmark único y las AFP se moverán en torno a él con flexibilidad.

La flexibilidad es esencial para preservar la competencia entre AFPs: permite diferencias reales en gestión de inversiones y evita la convergencia forzada de portafolios.

La flexibilidad reduce el riesgo de front running, porque impide que el mercado anticipe movimientos obligados de las AFP. Un benchmark rígido facilita esa anticipación y encarece los activos antes de que los afiliados puedan capturar retornos.

Un esquema demasiado rígido obliga a rebalances constantes, lo que aumenta costos, presiona precios en el mercado y puede deteriorar las pensiones.

La flexibilidad permite aprovechar oportunidades de inversión y recuperarse más rápido de crisis, algo fundamental dado que los fondos chilenos históricamente han mostrado fuertes caídas en crisis, seguidas de recuperaciones superiores cuando se mantiene el posicionamiento.

El benchmark debe revisarse al menos cada siete años, pero depender exclusivamente de revisiones lentas con asesoría externa puede generar rezagos; por eso es clave ampliar los márgenes operativos alrededor del benchmark.

La experiencia chilena muestra que, ante shocks (como los retiros del 10%), las autoridades han otorgado waivers y flexibilidades transitorias para evitar desórdenes en las carteras: ese criterio regulatorio debe mantenerse en el nuevo esquema.

Un diseño que combine benchmark único y amplio rango de flexibilidad permite proteger retornos, evitar distorsiones de mercado y preservar la capacidad de las AFP de gestionar riesgos de forma activa.

FA

Para complementar lo señalado por Paulina, considero que el regulador dispone de dos palancas relevantes. La primera es la redefinición del benchmark. Por ejemplo,

si estamos saliendo de una crisis y corresponde realizar un rebalanceo de portafolios, quizás no sea el momento adecuado para reducir la exposición a equity. Podría ser preferible esperar el eventual rebote y, posteriormente, comenzar a ajustar nuevamente el benchmark.

La segunda palanca corresponde a las bandas de premios y castigos. Tanto para la transición como para los períodos posteriores a una crisis, sería importante que el regulador considere ampliar dichas bandas, con el fin de evitar obligar a las AFP a vender activos cuando estos se encuentran en su nivel más bajo. Así se permite esperar la normalización de los mercados y, luego, evaluar si es necesario rebalancear, evitando ventas a un precio desfavorable.

Durante la transición desde el sistema de multifondos hacia los fondos generacionales, también será fundamental mantener bandas amplias para prevenir fenómenos de front running y mitigar la asimetría de información entre el mercado y las posibilidades reales de ejecución de las AFP.

PALABRAS DE CIERRE: ARTURO CIFUENTES

Me voy a aprovechar de algo que dijo Omar, que creo muy importante. Cuando hay tantas innovaciones al mismo tiempo, existe el riesgo de terminar con un mamotreto de cinco mil reglas. Si uno mira el régimen de inversión actual, ve un documento de cuarenta páginas con una maraña kafkiana de límites máximos. No me sorprendería que muchas AFP tengan más gente de compliance que de inversiones, dada la cantidad de reglas que tienen que satisfacer.

Uno de los riesgos que enfrentamos aquí es que esto termine en un documento extraordinariamente complejo desde el punto de vista operativo. Lo que necesitamos es algo simple, fácil de monitorear, con parámetros claros de riesgo y de retorno. Hay que olvidarse de los límites por clase de activo y no crear trabas para que la gente pueda tener mejores pensiones y mejores retornos.

Creo que ese es el riesgo más grande: terminar con una cantidad excesiva de reglas que sean muy difíciles de implementar.



clapesuc



@clapesuc



@clapes_uc



Clapes UC



ClapesUC



www.clapesuc.c