

# DOBLE CLICK

## ECONÓMICO

*Más que una columna*

08 8ª EDICIÓN

## Reforma de pensiones y los desafíos para el nuevo régimen de inversión

*Pablo Castañeda, Profesor Asociado de Finanzas de la Escuela Negocios UAI, PhD Economía, Boston University*

La reciente aprobación de la Reforma de Pensiones no solo marcó un hito político al materializar un esperado y amplio acuerdo, luego de varios intentos fallidos. También constituye una mejora sustancial a las futuras pensiones, por medio de reforzar cada uno de los llamados “pilares” del sistema de pensiones chileno (a saber, los pilares: no contributivo, contributivo obligatorio y voluntario).

Dentro de los muchos temas que abarca la reforma, esta nota se refiere a los futuros cambios y desafíos que surgen en relación con el régimen de inversión de los ahorros del pilar contributivo obligatorio, esto es, la suma de los dineros ahorrados en las cuentas individuales de ahorro obligatorio para la pensión. Estos últimos representan el grueso del ahorro del sistema de pensiones (cerca del 95% del valor de los fondos de pensión, y aproximadamente, el 61,7% del PIB)<sup>1</sup>, y su incorrecta inversión puede generar costos incluso mayores a los aportes adicionales que se han conseguido con la Reforma de Pensiones.<sup>2</sup>

### I. Cambios más relevantes en el área de inversiones

1. Introducción de Fondos Generacionales: Se reemplazarán los actuales fondos tipo A, B, C, D y E por hasta 10 “fondos generacionales” (FG). Los FG son vehículos de inversión especialmente diseñados para tomar en cuenta el horizonte de tiempo que resta hasta la fecha de pensión de los distintos grupos etarios, o cohortes de afiliados al sistema.
2. Adopción de Carteras Referenciales: Se crearán carteras de referencia para cada uno de los fondos generacionales y la Superintendencia de Pensiones entregará información sobre el desempeño de cada fondo con respecto a su cartera de referencia correspondiente.
3. Introducción de Premios y Castigos por Desempeño: La reforma agrega la posibilidad de que las AFP (Administradoras de Fondos de Pensiones) puedan recibir un premio (o castigo) en sus ingresos, si el desempeño del FG está persistentemente por encima (o debajo) del desempeño de la cartera de referencial.

### Introducción de Fondos Generacionales

La futura introducción de los FG, en reemplazo de los actuales Multifondos (que permanecerán vigentes hasta marzo de 2027), persigue reducir los conocimientos financieros necesarios para que los afiliados tomen decisiones de inversión adecuadas. En este sentido, el actual esquema de Multifondos presupone un nivel de educación financiera inexistente en buena parte de los países con sistemas de pensiones similares al chileno.<sup>3</sup> En particular, el esquema de Multifondos presupone que los afiliados son capaces de escoger el tipo de fondo más adecuado (entre 5 posibilidades, cada una con combinaciones de volatilidad y rentabilidad esperada distintas). Y aún más, asume que el afiliado es capaz de proyectar los efectos de su decisión en términos de la posible pensión a recibir en el futuro. Lo anterior resulta muy poco probable, dado el bajísimo nivel de educación financiera que evidencian múltiples mediciones a nivel mundial.

<sup>1</sup> De acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones (a junio 2024), el saldo en las cuentas de ahorro voluntario (AFP y no AFP) asciende a menos del 5% del saldo en las cuentas de ahorro total del sistema de pensiones.

<sup>2</sup> Los costos de invertir en forma sub-óptima una cartera de inversión con un horizonte de inversión extenso, como es el caso de los Fondos de Pensión, pueden fácilmente superar el 50% del monto ahorrado. Véase, por ejemplo, Sandris Larsen, L. y C. Munk (2012): “The Costs of Suboptimal Dynamic Asset Allocation,” *Journal of Economic Dynamics & Control* 36(2), 266-293; y Castañeda, P. y L. Reus (2019): “Suboptimal Investment Behavior and Welfare Costs: A Simulation Based Approach,” *Finance Research Letters* 30, 170-180.

En respuesta a estas brechas de educación, los Fondos Generacionales son vehículos de inversión diseñados para individuos que esperablemente se pensionarán en una fecha predeterminada, lo que permite estructurar carteras de inversión acordes a dicho horizonte de inversión y al objetivo de financiar pensiones. En este sentido, la principal bondad de los FG es que reducen la necesidad para el afiliado de mantener una actitud vigilante respecto de las decisiones de inversión y sus potenciales consecuencias. Naturalmente, esto requiere que los FG estén adecuadamente diseñados, lo que conlleva importantes desafíos.

## Adopción de Carteras Referenciales

La Reforma de Pensiones también cambió uno de los elementos distintivos de la forma en que han conducido las inversiones de los Fondos de Pensión en Chile desde su creación, al introducir carteras referenciales de inversión para las AFP, elemento habitualmente presente en la industria de administración de fondos. En ausencia de estas carteras referenciales, la regulación de inversiones de los Fondos de Pensión continuará imponiendo (hasta marzo de 2027) numerosas restricciones cuantitativas de inversión, las que desde hace ya bastante tiempo son apuntadas como excesivas, por parte de diversos actores del sector (El Mercurio Inversiones, 2025).<sup>4</sup>

Junto con la próxima introducción de carteras referenciales para cada uno de los FG (en abril de 2027), se eliminarán numerosos límites cuantitativos de inversión, manteniéndose solo aquellos que son resorte del Banco Central de Chile, como los límites a la inversión extranjera máxima (entre 50% y 80%), a la inversión en renta fija de gobierno (entre 30% y 80%), y otros que obedecen a resguardos frente a potenciales problemas de agencia que no obstaculizan las inversiones de ninguna manera relevante. En contrapartida, la reducción de los límites de inversión cuantitativos genera la obligación para el Régimen de Inversiones de definir las carteras referenciales y las desviaciones máximas, respecto de estas.

## Esquema de Premios y Castigos

La reforma también introduce un esquema de premios y castigos asociado al desempeño respecto de las carteras referenciales, los cuales podrían afectar los ingresos de la AFP en hasta un 15% de las comisiones promedio cobradas por las AFP. La efectividad de este nuevo esquema es una pregunta abierta, especialmente teniendo a la vista que un esquema similar aplicado a los Fondos de Cesantía no ha generado los resultados esperados en más de dos décadas.

## II. Desafíos de la implementación

En virtud de los cambios señalados, el principal desafío en el ámbito de inversiones es el adecuado diseño de las carteras referenciales. Esto, porque es esperable que la composición de las carteras de los FG de las distintas AFP no diste demasiado de las carteras referenciales a ser definidas por el Régimen de Inversión. Más aún, si opera un esquema de incentivos sobre las AFPs que penaliza la obtención de desempeños persistentemente inferiores al de las respectivas carteras referenciales.

## ¿Qué criterios deberían guiar el diseño de las carteras de referencia?

El diseño de las carteras referenciales debería estar guiado, tal y como se indica en el texto de la reforma (art. 50 bis del D.L. 3.500), por “el objetivo final de pensión”. Para efectos del diseño de las carteras referenciales, esta aclaración permite definir uno de los puntos focales clave en las carteras referenciales: el activo libre de riesgo. Dado el objetivo de financiar pensiones, el activo libre de riesgo a considerar es un bono del Banco Central de Chile (BCCCh) o de la Tesorería de largo plazo (denominado en UF), capaz de financiar el **flujo de ingresos** del futuro pensionado, a partir del inicio de la etapa de vejez. Lo anterior, contrasta con la práctica habitual en la industria de Fondos Mutuos de considerar como activo libre de riesgo al bono de corto plazo, activo que minimiza la volatilidad del saldo de la cuenta individual (pero no necesariamente la volatilidad del flujo de ingresos del futuro pensionado).

La observación anterior, bien conocida en círculos académicos, ha sido expuesta en múltiples ocasiones, entre otros, por Robert C. Merton (2014),<sup>5</sup> ganador del Premio Nobel de Economía en 1997. El punto central del argumento es que, en el caso del ahorro para financiar pensiones, la búsqueda de retornos superiores por parte del administrador de activos debería siempre compararse con la del retorno del bono libre de riesgos (riesgo de no pago y riesgo de inflación) de largo plazo. Esta observación es de hecho reforzada en el texto de la reforma, en el sentido que el regulador deberá informar el desempeño de cada FG con respecto al desempeño de la cartera referencial correspondiente (art. 50 bis del D.L. 3.500).<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, Garabato, N. (2016): “Financial Literacy and Retirement Planning in Chile,” *Journal of Pension Economics & Finance* 15(2), 203-223; Antolin y Mosher (2020): “Effects of Fund Switches for Chilean Pension Members and their Macroeconomic/Financial Impact,” *Technical Assistance for the Financial Stability Council of Chile*. OECD; Fish, J.E., Lusardi, A. y A. Hasler (2020): “Defined Contribution Plans and the Challenge of Financial Illiteracy,” *SSRN Working Paper* 3384778; Insunza A. y J. Ruiz (2024): “Pension Knowledge in Chile and Regional Development Characteristics,” *Journal of Pension Economics & Finance* 23(2), 243 – 271.

<sup>4</sup> Véase, El Mercurio Inversiones (2025): “El Punto Ciego de la Reforma de Pensiones: el Régimen de Inversión”, Enero 21. <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2025/01/21/1050220/reforma-pensiones-regimen-inversion.aspx>

<sup>5</sup> Véase, Merton, R.C. (2014): Merton, R.C. (2014): “The Crisis in Retirement Planning,” *Harvard Business Review* (July-August), 1401-1408.

<sup>6</sup> Recientemente, Merton, R.C. y A. Muralidhar (2020): “SeLFIES: A New Pension Bond and Currency for Retirement,” *SSRN Working Paper* 3548319, han propuesto la emisión de bonos estatales de largo plazo destinados a servir de activo libre de riesgo para sistemas de pensiones similares al chileno.

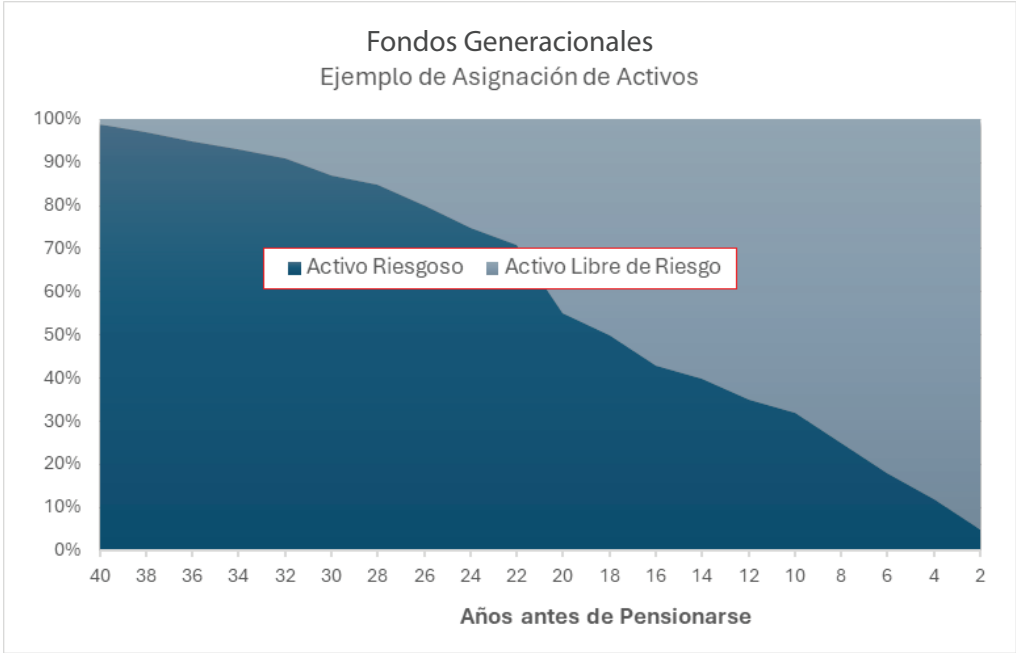
En consecuencia, tratándose del diseño de la cartera referencial para los FG destinados a cohortes de afiliados próximos a la fecha de pensión, las opciones para considerar una cartera referencial deberían ir desde el activo libre de riesgo hasta carteras diseñadas para obtener una rentabilidad esperada superior a la del bono de largo plazo, a cambio de tolerar un cierto nivel de pérdidas, respecto de dicho activo. En este caso, el nivel de las pérdidas a ser toleradas debe ser definido a partir de estudios de expertos,<sup>7</sup> y debe idealmente capturar adecuadamente una combinación entre los intereses de los afiliados, y el interés público de asegurar la sostenibilidad del sistema.<sup>8,9</sup>

Además del activo libre de riesgo **adecuado**, otro punto de referencia relevante a considerar es el de la promesa (implícita) de parte del sistema de ser capaz de entregar pensiones (autofinanciadas) que sean superiores a una determinada *tasa de reemplazo*.<sup>10</sup> Una asignación de activos que apunte a maximizar la probabilidad de alcanzar dicha meta, o bien, a minimizar los desvíos por debajo de ella, es otro punto focal relevante a la hora de diseñar las carteras de referencia.

Por otra parte, la tolerancia al riesgo y, por ende, las desviaciones máximas que establezca el futuro Régimen de Inversiones respecto de las carteras referenciales deberían ir naturalmente cambiando a medida que la fecha de pensión se haga más próxima. Desde el punto de vista del afiliado, la teoría de inversiones sugiere que la toma de riesgo debiese ir disminuyendo a medida que la fecha de pensión sea más cercana. Esta recomendación se basa principalmente en la reducción del capital humano de los individuos al acercarse el fin de la etapa laboralmente activa (Bodie y otros, 1992).<sup>11</sup> Adicionalmente, el elevado porcentaje de la población chilena que posee una vivienda propia refuerza la recomendación anterior (Fondo Monetario Internacional, 2025).<sup>12</sup>

El producto esperado de los estudios de los cuales dependerán las futuras carteras referenciales es una propuesta de asignación de activos para las distintas cohortes de afiliados, como se muestra en la siguiente figura. Con una transición desde una mayor participación de activos riesgosos cuando el horizonte a la fecha de pensión es mayor, hacia una mayor participación del activo libre de riesgo adecuado a medida que la fecha de pensión se aproxime.

**FIGURA 1: Fondos Generacionales. Ejemplo de Asignación de Activos.**



Fuente: Elaboración Propia en base a información del boletín Concursal, CMF y SII

<sup>7</sup> La Reforma de Pensiones establece que la Superintendencia y el Consejo Técnico de Inversiones deberán contar con estudios elaborados por expertos en la materia.

<sup>8</sup> La necesidad de considerar el interés de ambos (afiliado y la sostenibilidad) obedece a que el sistema de pensiones chileno ofrece garantías de pensión, de forma que en ocasiones pueden motivar una toma de riesgo excesivo desde la óptima individual del afiliado (por incentivos de riesgo moral). Lo que podría contraponerse con la sostenibilidad del sistema en su conjunto.

<sup>9</sup> Tratándose afiliados con un horizonte más extenso, al punto que no existan en el mercado de renta fija de gobierno instrumentos asimilables al activo libre de riesgo antes mencionado, se hace necesario encontrar primero la cartera de riesgo mínimo, para luego repetir los pasos enunciados previamente.

<sup>10</sup> La tasa de reemplazo es el cociente entre la pensión y un nivel de ingresos previo a pensionarse.

<sup>11</sup> Bodie, Z., Merton, R.C. y W.F. Samuelson (1992): "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model," *Journal of Economic Dynamics & Control* 16(3-4), 427-449.

<sup>12</sup> Tradicionalmente, tanto el capital humano (valor presente de las remuneraciones), como la vivienda han sido asimilables a inversiones con un alto componente de renta fija. Esto provoca que la cartera total del afiliado (riqueza financiera más la riqueza no financiera) contenga un sesgo importante hacia la renta fija. Esto le da a la inversión en renta variable un doble rol: como vehículo para tomar riesgo, y también, como vehículo para acercar la cartera total del inversionista a la mezcla entre renta variable y renta fija globalmente óptima. Véase, Fondo Monetario Internacional (2025): "Real Estate Sector And Financial Stability Risks in Chile," URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2025/038/article-A002-en.xml>

Uno de los desafíos más importantes que deberán despejar los futuros estudios que se elaboren para asistir al regulador y al Consejo Técnico de Inversiones (CTI) son de índole metodológico. Lo anterior, porque el estado actual de la teoría de inversión es una mezcla entre: modelos de optimización generales y bien comportados, con una disponibilidad de data histórica paupérrima, en relación con la data histórica requerida para obtener respuestas precisas de dichos modelos.

A modo de ejemplo, dos recientes estudios académicos, elaborados por los mismos autores, arriban a conclusiones diametralmente opuestas frente a la asignación de activos óptima para inversionistas con un horizonte de largo plazo (Anarkulova y otros, 2022, 2025).<sup>13</sup> El primero de ellos refuta la popular tesis de que la inversión en acciones son la inversión menos riesgosa para horizontes de largo plazo,<sup>14</sup> mientras que el segundo estudio concluye que una cartera de inversión que invierte 100% en acciones (de EE.UU. e internacionales) es la mejor inversión para inversionistas de largo plazo. La aparente discordancia en los resultados de ambos estudios obedece a los datos empleados y a la metodología usada para realizar las simulaciones de Montecarlo usadas para generar la distribución de saldos finales en las cuentas de ahorro. De ahí la importancia de que estos elementos sean cuidadosamente considerados en los estudios a ser realizados.

Con todo, la presencia de incertidumbre en algunos de los parámetros clave debería dar pie a recomendaciones más conservadoras, en el sentido de carteras de referencia menos alejadas del activo libre de riesgo adecuado, o de la cartera que representa la tasa de reemplazo objetivo, o bien, una combinación de ambas.

## ¿Cómo reducir los costos de la adopción de los Fondos Generacionales?

Una clara desventaja de la adopción de los FG, frente a los actuales Multifondos, es la pérdida de flexibilidad para acomodar la diversidad de características al interior del universo de afiliados pertenecientes a una misma cohorte. Pese a que la evidencia chilena no da cuenta de que esta flexibilidad haya sido bien aprovechada,<sup>15</sup> la posibilidad de que las distintas AFP adopten FG muy similares entre ellas podría resultar en pérdidas en bienestar para algunos grupos de afiliados. Dentro de la potencial diversidad de características entre los afiliados de una misma cohorte, las variables más relevantes son: la tolerancia al riesgo y la naturaleza del capital humano. En consecuencia, dotar al futuro Régimen de Inversiones de “válvulas de escape” que permitan acomodar la diversidad de características de los afiliados de una misma cohorte es un elemento a tener en consideración.

En el caso de la tolerancia al riesgo, resulta aconsejable permitir que los afiliados puedan optar libremente a escoger un FG con un menor riesgo de pensión, que el que les corresponda por su horizonte a la fecha proyectada de pensión. De igual forma, resulta aconsejable permitir, aunque de forma acotada, que los afiliados opten por FG con un mayor riesgo de pensión.<sup>16</sup>

Por su parte, en el caso del capital humano, diversos estudios han mostrado que cuando más asimilable a la renta variable es el capital humano, o bien, cuando los episodios de desempleo están relacionados a fuertes caídas en los mercados accionarios, la asignación de activos óptima debiese involucrar una mucho menor exposición a activos riesgosos para ese grupo de afiliados. Elementos como los mencionados podrían servir para paliar los inevitables efectos adversos que ocasiona la menor flexibilidad de los FG respecto de los actuales Multifondos.

## BOTTOM LINE

La reciente Reforma de Pensiones aumenta considerablemente los aportes al pilar contributivo del sistema de pensiones chileno. Sin embargo, una forma incorrecta de invertir los recursos acumulados puede tener costos que incluso superen estos nuevos ahorros. Para asegurar que ello no ocurra es importante que el nuevo Régimen de Inversiones logre balancear adecuadamente la relación riesgo-retorno deseada, tomando en consideración que el activo libre de riesgo relevante es un bono de largo plazo, y permitiendo que las AFP puedan aprovechar efectivamente los premios por riesgo (de iliquidez, por ejemplo) que un inversionista de largo plazo, como son los fondos de pensiones, debería ser capaz de tomar.

La introducción de los Fondos Generacionales implica restricciones adicionales a la libertad de elección individual, las que pueden ser en gran medida mitigadas con un adecuado diseño regulatorio. Clave en el tiempo que resta para dictar las futuras regulaciones es abrir espacios a los actores interesados para que puedan nutrir la discusión y asegurar el mejor resultado posible.

<sup>13</sup> Anarkulova, A., Cederburg, S. y M.S. O'Doherty (2022): "Stocks for the long run? Evidence from a broad sample of developed markets," *Journal of Financial Economics* 143(1), 409-433. Anarkulova, A., Cederburg, S. y M.S. O'Doherty (2025): "Beyond the Status Quo: A Critical Assessment of Lifecycle Investment Advice," *SSRN Working Paper* 4590406.

<sup>14</sup> La tesis fue popularizada por el libro de Jeremy Siegel (2014): *Stocks for the Long Run*. McGraw-Hill.

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, Da, Z., Larrain, B., Clemens, S. y J. Tessada (2018): "Destabilizing Financial Advice: Evidence from Pension Fund Reallocations," *Review of Financial Studies* 31(10), 3720-3755.

<sup>16</sup> Una opción como esta podría servir a afiliados que a priori planean pensionarse en una fecha posterior a la que se haya establecido para la cohorte a la que pertenecen.



## **SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS**

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

**NEGOCIOS.UAI.CL**

## **SOBRE ICARE**

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

**ICARE.CL**

