

## El punto ciego de la reforma de pensiones: el régimen de inversión



Más allá de la iniciativa que está avanzando en el Congreso, economistas y analistas advierten que es necesario, con urgencia, actualizar el marco de inversión de las que serán las "AFP 2.0".

Son más de 50 límites distintos los que las AFP deben respetar a la hora de invertir los fondos de pensiones. Y esta es una de las razones por las cuales estas administradoras se han quedado rezagadas respecto a los referentes del mercado global, según varios. "Por ejemplo, el fondo A tuvo una rentabilidad de UF+9,1% en 2024, mientras que un índice global, como el MSCI ACWI (de acciones de países emergentes y desarrollados), rentó en torno a UF+27%", dice Fernando Suárez, senior portfolio manager en Fintual, en una columna publicada en El Mercurio Inversiones. "Según estimaciones propias, un 50% de la suboptimalidad de los fondos se debe a los límites de clase de activo, mientras que el otro 50% responde al mandato de rentabilidad mínima y otras reglas", calcula Suárez. Guillermo Larraín, académico de la Fed de la U. de Chile, reconoce que parte del problema de las rentabilidades tiene que ver con la regulación. "Admite mejoras, es muy intrusiva y permite poca flexibilidad", advierte. Más allá de la reforma que avanza en el Congreso, economistas y analistas advierten que otro elemento del sistema previsional debe ser modificado: el régimen de inversión. El actual, aseguran, está limitando las rentabilidades que pueden alcanzar los fondos de pensiones al ser muy rígido. Y, en un marco en el que un punto más de rentabilidad puede elevar las pensiones en torno a un 25%, proponen otros mecanismos para regular el riesgo de las posiciones de las AFP. "El régimen de inversiones se modifica después de aprobada la ley, por norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones", aclara Natalia Aránguiz, socia y gerente de estudios de Aurea Group. No obstante, esto no garantiza cambios relevantes: las indicaciones que ingresó el Ejecutivo delegan a la Superintendencia de Pensiones y al Consejo Técnico de Inversiones una actualización del régimen. Y Aránguiz, por lo pronto, cree que el préstamo al Estado que plantean las indicaciones podría llevar a que se reduzca la exposición que pueden tener los fondos de pensiones a la deuda nacional, "porque el total va a estar influido por el préstamo que propone la reforma". Y agrega que la licitación del 10% de la cartera de actuales afiliados podría reducir la exposición a activos alternativos, dado que las administradoras podrían necesitar una mayor liquidez para traspasar dineros de afiliados a AFP más baratas. Esto último, sin embargo, contrasta con el giro al que podría llevar la instalación de fondos generacionales -en vez de multifondos-, lo que podría abrir la puerta a inversiones menos líquidas. Nada de esto aborda la necesidad de una mayor flexibilidad para las "AFP 2.0" en el manejo de los fondos previsionales. "Hay una parte de la regulación que castiga mucho al que está muy por debajo de la media de las rentabilidades y eso lleva a un efecto manada", dice Aránguiz. "Es un benchmark

que hace que todos renten más o menos lo mismo y no tomen otro tipo de estrategias y se siga a las AFP más grandes. Eso es lo que más ha afectado las rentabilidades”, asegura. Ahí, justamente, se podría abrir una oportunidad con la reforma. Suárez, de Fintual, dice que la introducción de fondos generacionales, con un mandato de rentabilidad relativa a una cartera de referencia (es decir, un benchmark), es positivo. “Ataca el problema del efecto rebaño actual, originado por el mandato de rentabilidad mínima absoluta y que las estrategias de inversión de distintas AFPs se persigan entre sí”, dice. Pero aclara que su efecto dependerá de que las carteras de referencia “sean replicables sin excesiva complejidad y que los márgenes de desviación permitan una diferenciación razonable en las estrategias de inversión, sin comprometer los objetivos primarios de cada fondo generacional”. Marco Morales, académico de la Escuela de Economía de la UDP, valora lo pactado en la reforma de pensiones, pero ve espacio para mejoras en el régimen de inversión. “Se debe pasar de una rígida estructura de límites de inversión como es actualmente, a un 'presupuesto de riesgo' que sea administrado por los Inversores Previsionales para buscar las combinaciones óptimas de activos para obtener las mayores rentabilidades posibles, sujeto a niveles razonables de riesgo”, sostiene. Es decir, en lugar de restricciones como un porcentaje máximo de inversión en un tipo de activo o mercado, se definiría un nivel total de riesgo aceptable para el portafolio, y que los gestores tengan la flexibilidad de distribuir ese riesgo entre diferentes activos para maximizar la rentabilidad dentro de los límites establecidos. Una lógica de gestión de riesgo para los límites de las AFP es clave para Francisco Errandonea, socio de Soy Focus, quien ha expresado interés en competir bajo el nuevo sistema de pensiones. “En general una visión moderna de control de las inversiones debiera ser basada en métrica de riesgos y que los administradores establezcan sus límites dentro de esas métricas”, sostiene. A su juicio, no tiene mucho sentido la cobertura cambiaria que se les exige a los actuales fondos, “especialmente en el caso de los más arriesgados”, plantea. Y cree que, con el giro hacia fondos generacionales, esto debería modificarse. “Nos parece que lo más relevante es que el nuevo régimen de inversiones apunte a ser más simple y con menos restricciones que el actual, eliminando el exceso de límites de inversión innecesarios con que deben lidiar hoy los equipos de inversiones de las AFP”, dice Suárez, de Fintual. Ahí, cree que el foco debería ser definir un benchmark “bien construido” en términos de diversificación y riesgo, “pero que sea fácil de replicar en la práctica y con márgenes de desviación amplios para los competidores de este nuevo sistema”. Y recuerda que el fondo A, en los últimos 20 años, tuvo una rentabilidad anual de UF+4,7%, distanciándose de su referencial de mercado, el que alcanzó UF+5,7%. Esto, además, sin considerar comisiones de las AFP que bajarían los retornos por debajo del 4%.