

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



Las carteras de referencia para los futuros fondos generacionales que deberá aprobar la Superintendencia de Pensiones tienen nerviosos a una serie de agentes de la industria. Los activos que ahí se definan representarán el nuevo "norte" de las Administradoras de Fondos Previsionales.

“Una guerra de conflictos de interés brutal”. Así describe, fuera del micrófono, un alto ejecutivo de la industria financiera local la presión que se está instalando sobre Superintendencia de Pensiones, en la búsqueda de establecer los benchmarks que deberán seguir las AFP para los fondos generacionales con la reforma. Es que, al aprobar las carteras de inversiones de referencia que deberán seguir las administradoras y que definirán sus “premios y castigos”, varios pueden salir ganando, o perdiendo. “Los fondos de activos alternativos, los de Scalex de venture capital, los de small cap, todos van a hacer lobby en la Superintendencia y proponer sus propios benchmarks”, agrega el citado gerente. Esto, ante un aspecto de la reforma que está haciendo temblar a algunos actores del mercado local: el peso que tendrá cada una de las clases de activo en los índices referenciales de los denominados “fondos generacionales” de las AFP. Actualmente, los US\$ 208.576 millones administrados por las siete AFP de la industria están distribuidos en un 38% en bonos, 29% en fondos y 15% en ETF. Los cambios que delinee los benchmark podrían remover al mercado. {INFOGRAM tv-portafolio-afp-por-tipo-1hnp27eprpxn4g}Y no solo los gestores de fondos querrán influir. Dado que los índices de referencia marcarán el garrote y la zanahoria para las AFP (premios y castigos en caso de desvío en uno u otro sentido), varios creen que las administradoras de fondos de pensiones también buscarán influir en la superintendencia. “Es bastante esperable que los actores quieran incidir”, reconoce Soledad Hormazábal, investigadora de Horizontal. “El tema es que el regulador se los permita”. Algunos advierten un riesgo elevado. “Sería una aberración que el propio delegado defina sus metas y por ende decida sus propios premios”, dice Salvador Valdés, académico de la UAI. “En pensiones, los dueños son los afiliados, las AFP son las administradoras delegadas y las rentabilidades de las carteras benchmark serían sus metas”, aclara. La reforma de pensiones establecerá benchmarks para los fondos generacionales que gestionarán las AFP y que determinarán el foco de los recursos previsionales, lo que a su vez pone la atención en la Superintendencia de Pensiones, la cual eventualmente aprobará las recomendaciones que haga una consultora internacional al respecto. El lobby que constatan algunos se enfrenta a una doble obligación por parte del regulador: impulsar las debilitadas rentabilidades del sistema sin poner en riesgo las jubilaciones de los chilenos. Con la reforma previsional, el nuevo sistema de AFP deberá diseñar índices de referencia para cada uno de los fondos generacionales. “Cada una de estas carteras debe estar diseñada para financiar pensiones suficientes,

acotando los riesgos involucrados a niveles prudentes”, dice Castañeda, de la UAI. La clave: mayor inversión en activos de riesgo al iniciar el ciclo de ahorro, para después buscar refugios con la edad. “El rol de los benchmarks es poder evaluar la gestión activa de los administradores de fondos de pensiones en términos de rentabilidad y riesgo”, dice José Luis Ruiz, académico de la Fen de la U. de Chile. “Si la gestión agrega valor, se encontrarán por sobre un benchmark de referencia ante un mismo nivel de riesgo asumido”, aclara. Y recuerda que actualmente las AFP no tienen ninguna cartera de referencia. Construir esos benchmark, sin embargo, contempla un delicado equilibrio. Natalia Aránguiz, socia y gerente de estudios de Aurea Group, asegura que no se debe evaluar solo la rentabilidad. “El riesgo y la diversificación son igualmente cruciales”, sostiene. Es que, “en los fondos de pensiones, la seguridad de los dineros es prioritaria”. LA DEUDA DE LA RENTABILIDADEstablecer estos lineamientos será clave “porque superar ese benchmark se convertiría en el principal incentivo para las administradoras al construir sus carteras”, dice Fernando Suárez, senior portfolio manager de Fintual. “Actualmente, aunque no existe un benchmark explícito, el mandato de rentabilidad mínima ha llevado a que las AFP adopten estrategias muy similares, lo que se traduce en menores rentabilidades absolutas y poca diferenciación en el desempeño”, agrega. De hecho, las rentabilidades de las AFP no han alcanzado los rendimientos que se esperaría, según algunos estudios. El paper “Rendimiento de las inversiones, regulación e incentivos: el caso de los fondos de pensiones chilenos”, de Fernando López y Eduardo Walker, publicado en 2019, es uno de ellos. Su investigación evidenció que, al comparar el rendimiento de los fondos de pensiones con benchmarks vinculados a cada multifondo, las AFP no superan consistentemente el rendimiento de índices pasivos de referencia ajustados por riesgo. En simple, si un inversor hubiera replicado la mezcla de activos de las AFP con ETFs o índices baratos, cumpliendo las mismas reglas de inversión y cobertura, habría obtenido resultados prácticamente iguales, pero pagando comisiones mucho menores. Y hay otro factor que destacan: la elevada exposición de las AFP a renta variable de países emergentes fue uno de los elementos que explicó las grandes pérdidas que sufrieron los fondos de pensiones en 2008. El fondo A se hundió casi 40%. Suárez, de Fintual, plantea que el fondo A de las AFP rentó UF+9,1% en 2024, muy por debajo del UF+27% que alcanzó el MSCI ACWI. “Esta brecha de rentabilidad no es nueva”, advierte. Y entrega otro ejemplo: “el mismo fondo A, en los últimos 20 años tuvo una rentabilidad anual de UF+4,7%, mientras que el mercado alcanzó UF+5,7%”, dice. Además, estos datos no consideran las comisiones que mes a mes reducen aún más el rendimiento neto, potencialmente bajándolo a menos de 4% dependiendo de la AFP, agrega. {INFOGRAM tv-retorno-afp-vs-benchmarks-1h984wv8rng7d2p} Los nuevos benchmarks, en este escenario, son los llamados a terminar con estos insuficientes retornos. “Se puede esperar que los fondos de pensiones obtengan mejor rentabilidad relativa al retorno de los benchmarks que la que obtendrían si no se les impusieran metas”, dice Valdés, de la UAI. “Y aún mejores que las rentabilidades relativas que habría si se permitiera a los delegados (a las AFP) elegir ellos mismos sus propias metas”, aclara. En esa búsqueda, de mayores rentabilidades, algunos actores del mercado local pueden salir mal parados. Dado que una empresa externa, es decir, Mercer Consulting, fue la que ganó la licitación para el diseño de los nuevos Fondos Generacionales, Carteras de Referencia y medidas de desempeño de las inversiones, “los fondos locales están temerosos de que, dado el peso que tiene renta variable Chile en los índices MSCI, es probable que se recomiende una posición menor para las acciones locales”, dice por ejemplo Felipe Alarcón, economista asesor de EuroAmerica. Y Hormazábal añade una receta que la Superintendencia de Pensiones ya reconoció que adoptará: “se debe dejar atrás el obsoleto esquema de límites de inversión por tipo de activos y pasar a un régimen de supervisión basada en riesgo”, dice. Apunta, además, a la necesidad de evaluar periodos más amplios de tiempo para las inversiones, ¿supervisar la correlación de riesgo entre los activos de cada fondo generacional y ¿eliminar la obligación a la cobertura cambiaria. Lo que el mercado no puede negar es una cosa: se avecinan relevantes cambios en el sistema de pensiones local.