¿Cómo pasó lo del Fondo E?



La caída de 10,4% del Fondo E durante 2026 es uno de los episodios más inquietantes de la historia reciente del sistema previsional, en parte porque afectó al fondo que los afiliados identifican como el más seguro.

Como la indignación no es buena consejera y la información disponible es insuficiente aún para establecer responsabilidades, intentemos entender la dinámica de lo que pasó.

El problema de fondo es que las rentas vitalicias, medidas en UF, prácticamente no han aumentado desde 2012. Así, la presión por mejorar la rentabilidad ha sido considerable. En los fondos más agresivos esto ha podido lograrse con renta variable, pero no los fondos D y E.

Para subir su rentabilidad han aumentado la exposición al riesgo de tasas y la duración de la cartera. Cifuentes y Cabrera (2026) muestran cómo el Fondo E se empezó a parecer cada vez más al Fondo A.

Esto se hizo con derivados llamados swaps de tasas de interés que permiten modificar el riesgo sin necesidad de comprar o vender bonos. Se pueden usar tanto para cubrir riesgos como para aumentarlos.

La estrategia combinaba dos tipos de swap. Las AFP recibían tasas fijas de largo plazo y pagaban tasas variables, con otros de signo contrario, pero a plazos cortos. Los montos nocionales de ambas posiciones eran similares, pero sus riesgos no se compensaban. Una exposición neta cercana a cero puede esconder un gran riesgo de tasas.

La estrategia generaba ganancias cuando disminuían las tasas largas, pero pérdidas cuando aumentaban. Según el BCCh, estos derivados crecieron desde 2023 y con mucha volatilidad fueron rentables, pero el aumento de tasas desde febrero llevó a estos resultados.

La similitud de las posiciones entre AFP muestra el “efecto manada” que siempre hay en el mundo financiero, pero que la rentabilidad mínima agudiza en las AFP. Este implica que, si imitar al resto puede tener sentido individualmente, puede llevar a una indebida concentración sistémica de riesgos.

Una regulación centrada en categorías de activos y límites de inversión pierde de vista el riesgo efectivo. La Superintendencia de Pensiones introdujo recién en abril límites de exposición a derivados bajo escenarios de estrés. Esto resalta lo crucial que es el gobierno corporativo de las AFP. Los directorios no deciden cada inversión, pero deben comprender los riesgos relevantes y velar que sean compatibles con el mandato de cada fondo. Si seguir la manada puede venir de la lógica competitiva de los

gerentes, abandonarla es estratégico y materia del directorio. ¿Qué preguntaron los directores? ¿Qué información recibieron? No conocemos todavía las respuestas.

El problema institucional es que un sistema de contribución definida -donde uno sabe cuánto pone, pero no cuánto saca- reposa en el supuesto básico que los administradores actúan en el mejor interés de los afiliados. Esa duda perniciosa, debe ser resuelta de manera rápida y nítida.

Guillermo Larraín

FEN U. de Chile