

CAÍDA DEL FONDO E: ANTECEDENTES PARA EL DEBATE

- La caída del fondo E registrada en el mes de septiembre ha suscitado reacciones políticas, acusaciones y propuestas sobre cambios fundamentales al sistema de pensiones.
- Para dar perspectiva al debate previsional, conviene tener presente cinco aspectos centrales: (1) la estabilidad de las pensiones como objetivo primordial, (2) una evaluación basada en el riesgo de portafolios, (3) un adecuado sistema de premios y castigos, (4) el rol de los organismos técnicos autónomos y (5) el inevitable riesgo asociado a todas las inversiones.
- La discusión actual debe conducir a una evaluación sobre eventuales responsabilidades, pero también sobre perfeccionamientos al nuevo sistema de fondos generacionales sin poner en riesgo una herramienta que ha favorecido el desarrollo económico de Chile en los últimos 40 años.

En las últimas semanas se ha generado una amplia discusión sobre la caída del valor del fondo E de las AFP. Siendo un tema de alta complejidad técnica, los eventos han suscitado reacciones políticas, acusaciones de culpabilidades e ideas sobre cambios al sistema de pensiones.

Este documento busca dar una mayor perspectiva al debate, evaluando posibles perfeccionamientos al nuevo sistema de fondos generacionales y reconociendo los aportes que el sistema de capitalización individual ha tenido en el desarrollo económico de Chile en las últimas décadas.

EL OBJETIVO FINAL ES LA PENSIÓN

El objetivo fundamental de cualquier sistema de pensiones es doble. Por un lado, se debe maximizar el monto de la pensión a recibir, para lo cual se invierten los ahorros previsionales a lo largo de la vida del afiliado. Por otro lado, se debe asegurar que existan los fondos suficientes para cumplir ese compromiso de pago durante la jubilación. En ambos objetivos el enfoque está en resguardar la pensión a recibir. Para entender esto, conviene explicar las dos modalidades de pensión en el sistema chileno¹.

¹ Existen dos opciones adicionales que combinan las modalidades, las cuales son: (1) la renta temporal con renta vitalicia diferida y (2) la renta vitalicia inmediata con retiro programado.

Bajo un retiro programado, opción tomada por el 58% de los usuarios², el afiliado conserva la propiedad de sus fondos y estos siguen siendo invertidos por la AFP, la cual le paga una pensión con un monto variable que se recalcula anualmente en base a parámetros que establece la ley. El riesgo, en este caso, es asumido por el afiliado: si los ahorros se terminan, deja de percibir una pensión autofinanciada con sus ahorros, y, si es elegible, recibe también la Pensión Garantizada Universal (PGU). Como contraparte de este riesgo, el afiliado puede decidir en cualquier momento cambiar su modalidad de pensión y, si fallece, el saldo remanente se hereda.

Bajo una renta vitalicia, alternativa elegida por el 42% de los usuarios³, el afiliado cede la propiedad de sus fondos a una compañía de seguros, la cual los sigue invirtiendo y le paga una pensión fija en UF, independiente de los vaivenes del mercado. El riesgo, en este caso, es asumido por la aseguradora: incluso si los ahorros se terminan, esta debe seguir pagando al afiliado. Como contraparte de ese riesgo, el afiliado no puede cambiarse de modalidad y una vez que fallece se extingue el compromiso.

En ambas modalidades, la pensión depende del cociente entre saldo y el costo de financiar la pensión. Cuando las tasas de interés suben, como ha sucedido en el mundo tras la guerra en Irán, el saldo cae, pero también cae el costo de financiar las pensiones. Una caída del saldo no implica, por lo tanto, una caída equivalente de la pensión.

En conclusión, para quien está próximo a pensionarse el riesgo relevante no es la volatilidad del saldo, sino la pensión que permite financiar. Entender lo anterior requiere de un trabajo de educación previsional, tanto del Estado como de las propias Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Por ejemplo, sería deseable que la información que se entrega a los afiliados mostrase permanentemente en sus cartolas cuatrimestrales la pensión esperada, no solo el saldo⁴.

EVALUAR PORTAFOLIOS BASADOS EN RIESGO

En el punto anterior se describió cómo movimientos de las tasas de interés de largo plazo inducen efectos contrarios entre el saldo del afiliado y la pensión a recibir. Esto produce una compensación, pero cuya magnitud dependerá de los instrumentos.

² Al 30 de septiembre de 2026. Datos extraídos de la Ficha Estadística Previsional N°167.

³ Ver nota 2.

⁴ Actualmente solo la cartola del cuatrimestre septiembre-diciembre contiene una proyección de pensión personalizada del afiliado (ver N°2, Capítulo III, Título IV, Libro I del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones).

Por ejemplo, si un hombre de 64 años se jubilará el próximo año y recibirá su pensión hasta los 78 años con una renta vitalicia, se necesitan instrumentos financieros que cubran 14 años. Si los instrumentos financieros del fondo están “descalzados”, cambios de la tasa de interés afectarán el monto de la pensión sin alcanzar a compensarse.

Esta característica le exige dos atributos a una adecuada evaluación de riesgo. Primero, esta debe regular la duración de los instrumentos de renta fija⁵ y no solo la proporción de inversiones en dichos instrumentos. Como se discutirá después, en abril del 2026 se dictó una regulación previsional que avanzaba en esta dirección. Segundo, el riesgo debe ser analizado con particular cuidado en escenarios extremos. En finanzas esto suele hacerse con las metodologías de *Value at Risk* (VaR) o *Conditional Value at Risk* (CVaR), las cuales se enfocan en estimar las fluctuaciones de los fondos en casos de extrema volatilidad. Con el tiempo, nuestro sistema previsional debería avanzar hacia utilizar dichas métricas para una correcta evaluación de riesgo.

Lo anterior permite entender la caída del fondo E. Entre 2020 y 2021, se autorizaron tres retiros de fondos previsionales que ascendieron a US\$50.000 millones (un 20% de los fondos totales de las AFP). Para pagar dichos retiros a sus afiliados, las AFP debieron vender sus activos más líquidos. En consecuencia, un efecto de los retiros fue reducir la liquidez de los instrumentos de renta fija del fondo E.

Esto generó un descalce entre los instrumentos financieros de las AFP y los compromisos que debían pagar a sus afiliados. La forma más directa de resolver este problema habría sido comprando más bonos al plazo requerido. Sin embargo, estos escaseaban en el mercado de bonos nacionales, el que constituye el 85% de inversiones del fondo E⁶. Como alternativa, las AFP recurrieron a usar derivados financieros, en particular *swaps* de tasas de interés⁷. Estos contratos implicaron que los emisores de los bonos pagasen una tasa fija (anclada en la tasa original suscrita en la venta del bono) a las AFP, a la vez que ellas pagaban a los emisores una tasa variable (anclada en la evolución de las tasas de interés globales). Esto permite aumentar la duración del bono, pero amplifica el efecto de los cambios en las tasas de interés sobre los saldos.

⁵ Los bonos son el principal instrumento de renta fija. Un bono es un título de deuda mediante el cual el emisor (quien busca financiamiento) se obliga a pagar al inversor (quien compra el bono) los flujos establecidos en la emisión: intereses y amortización del capital.

⁶ Asociación de AFP de Chile (2025). Boletín Multifondos N°72.

⁷ Un derivado financiero es un instrumento cuyo comportamiento depende de otro activo subyacente. Los *swaps* de tasas de interés dependían del comportamiento de los bonos referenciales, los que, a su vez, dependían del comportamiento de las tasas de interés de largo plazo.

Por un tiempo, dicha estrategia funcionó como se esperaba: las tasas de interés cayeron⁸, esta menor tasa variable favoreció los contratos *swap*, y la rentabilidad acumulada promedio el 2025 llegó a 8% en el fondo E y a 10% en el fondo D. Sin embargo, la exposición de las inversiones a los *swaps* y su incidencia sobre la duración de los instrumentos de renta fija aumentó de forma considerable. Se estima que, por concepto exclusivamente de bonos, la duración de los instrumentos el 2025 era de 10,2 años⁹. La duración adicional generada por los *swaps* sobre estos instrumentos aumentó de 1 año el 2023 a 9 años el 2026¹⁰.

Es importante mencionar que nada de esto se hizo incumpliendo los límites de inversiones en activos establecidos por la Superintendencia de Pensiones (SP), pero aumentó el riesgo asumido. Un eventual exceso de riesgo tomado por las administradoras es justamente lo que la SP está investigando para determinar si hubo una adecuada gestión.

UN ADECUADO SISTEMA DE INCENTIVOS PARA LAS AFP

¿Por qué todas las AFP aumentaron el riesgo asumido en el fondo E? Si alguna AFP hubiera sido más cauta habría podido prevenir la abrupta caída del saldo en sus afiliados. Sin embargo, la regulación inhibe la toma de decisiones individuales por parte de las AFP. Esto es lo que se ha llamado “efecto manada”.

El artículo 37 del Decreto de Ley N°3.500 establece que cada AFP debe mantener una reserva, denominada “encaje”, equivalente al 1% de sus fondos administrados¹¹. En la eventualidad de que las inversiones de una AFP en el fondo E¹², promediadas en los últimos 36 meses, tenga una rentabilidad que sea 50% menor, o 2 puntos porcentuales, a la rentabilidad promedio alcanzada por toda la industria en ese fondo, deberá compensar la diferencia: primero con el encaje, y si este resulta insuficiente,

⁸ Entre enero y diciembre del 2025 las tasas efectivas de la Reserva Federal cayeron de 4,33 a 3,72% y las tasas de interés de los bonos del Tesoro también cayeron: de 4,63 a 4,14% (a 10 años), de 4,9 a 4,76% (a 20 años) y de 4,85 a 4,8% (a 30 años). Datos oficiales de frecuencia mensual de la Reserva Federal de Saint Louis.

⁹ Cabrera, A., & Cifuentes, A. (2026). Consecuencias de una regulación mal pensada el fondo que triplicó su riesgo en dos décadas. CLAPES UC.

¹⁰ Datos extraídos de la presentación del Superintendente de Pensiones en la Comisión de Trabajo de la Cámara de Diputados el 26 de octubre del 2026.

¹¹ Dicho encaje está regulado en los artículos 36, 37, 38, 39 y 40 de la Ley N° 18.481. Nótese que la reforma previsional (Ley N° 21.735, artículo 18 transitorio) cambió el cálculo del encaje, el cual ahora corresponde al 30% de las comisiones percibidas por las AFP en el último año.

¹² Acá se describe la regla para el fondo E. La regla exacta cambia según el fondo (ver incisos 1 y 2 del artículo 37 del DL 3.500).

con su patrimonio. Esta regla se basa en un cálculo de la rentabilidad que es *endógeno*, puesto que depende del comportamiento de las mismas AFP¹³.

A diciembre del 2025, el fondo E registraba una rentabilidad real acumulada de cerca de 7% en los últimos 36 meses. Bajo la regla de rentabilidad mínima, si cualquier AFP hubiera reducido sus posiciones en *swap* con alta probabilidad su rentabilidad habría caído debajo de 5%, 2 puntos porcentuales menor al promedio, teniendo que responder con su encaje y eventualmente su patrimonio para compensar la diferencia. El hecho que desde que existen los multi fondos (2002) nunca una administradora ha incumplido la regla da cuenta de la fuerza de la regulación que incentiva que todas las AFP inviertan de manera similar, con las repercusiones que tuvo en este caso.

Este aspecto fue central en la discusión de la reforma previsional aprobada el 2025. En efecto, el nuevo régimen de inversión para los fondos generacionales estableció una nueva regla que contiene un sistema de premios y castigos donde las AFP serán evaluadas en base a la rentabilidad de un *benchmark exógeno*¹⁴, una banda de tolerancia y calculada con un promedio móvil de 36 meses. Si las AFP quedan por debajo, son castigadas; y si quedan por sobre con una rentabilidad positiva, son premiadas¹⁵.

EL ROL DE LOS ORGANISMOS REGULADORES

El organismo encargado de regular el sistema previsional chileno es la Superintendencia de Pensiones (SP). Además, el Consejo Técnico de Inversiones (CTI) asesora a la SP en su toma de decisiones.

Uno de los puntos del debate han sido las advertencias de los organismos reguladores a la acumulación de riesgo en el fondo E. Al respecto, es posible identificar dos

¹³ Además, dicha rentabilidad es el promedio ponderado por número de afiliados, por lo que las AFP más grandes tienen una mayor influencia, dejando con un margen de acción relativamente menor a las AFP más pequeñas.

¹⁴ Dichos *benchmarks* fueron definidos según clase de activo y su mercado geográfico. Por ejemplo, para renta variable nacional será el índice INFOCES de la Bolsa de Santiago; para renta variable extranjera en mercados emergentes será el MSCI Emerging Markets ex Latam; etc (ver Resolución Exenta N°1244).

¹⁵ La banda varía según el fondo generacional. Por ejemplo, el primer fondo para menores de 35 años tiene una banda de 2,9%. Suponga que el *benchmark* asociado obtiene una rentabilidad de 5%. Luego, la AFP no percibe premio ni castigo siempre que su rentabilidad esté entre 2,1% y 7,9%. Si cae debajo de 2,1%, es castigada; si sube sobre 7,9%, es premiada.

documentos oficiales que abordan el uso de derivados. Conviene ser preciso sobre el contenido de estos.

El primero es el Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central del segundo semestre, publicado en noviembre 2025. Este informe aborda un gran número de temas y en sus 65 páginas solo se encuentran dos referencias a las inversiones de las AFP en derivados. Primero, se constata el aumento de derivados de tasas de interés en dólares de largo plazo, lo que favorecería la rentabilidad, pero aumentaba el riesgo a fluctuaciones de la tasa¹⁶. En ese aspecto, la advertencia del BC fue prevenir liquidaciones abruptas de renta fija local si la tasa subía. Segundo, se advierte que, aunque los derivados faciliten la gestión de riesgo financiero, pueden ser una fuente adicional de riesgo para el sistema financiero que se amplifica cuando todos los actores afectados tienen inversiones similares¹⁷.

El segundo documento corresponde a las normas dictadas por la SP el 9 de abril del 2026. Específicamente, la Resolución Exenta N°549¹⁸, la cual fijó el límite máximo de inversión en derivados bajo escenarios de extrema volatilidad (“estrés”) en el 2% del valor total del fondo¹⁹. Asimismo, estableció un plazo de 210 días para que las AFP redujeran sus posiciones en derivados para cumplir la nueva normativa²⁰.

De lo anterior se desprenden tres conclusiones. Primero, no es efectivo, como se ha sugerido en el debate, que el informe del Banco Central haya sido una alerta específica a las AFP, aunque igualmente constituye un insumo valioso para la discusión.

Segundo, el regulador no puede esperar la autorregulación de las AFP cuando el resto de las reglas del sistema hacen dicha autorregulación improbable. La descripción de la regla de rentabilidad mínima es prueba de aquello, y sugiere que falencias regulatorias permitieron, o al menos no contuvieron, la mayor exposición a derivados en el fondo E.

¹⁶ Ver página 14 y gráfico I.19 del IEF.

¹⁷ Ver recuadro V.1 del IEF.

¹⁸ Cabe destacar que dicha Resolución se dictó considerando presentaciones previas de la SP al CTI (el 19/10/2025, el 17/12/2025 y el 04/02/2026) que también buscaban limitar la exposición a instrumentos derivados, entre otros objetivos.

¹⁹ Dicho límite máximo de derivados varía por fondo: 3% para los fondos A y B; 2,5% para el fondo C y 2% para los fondos D y E.

²⁰ Inicialmente se especificó que corridos 120 días se redujeran los márgenes máximos en al menos 60%. Posteriormente, la Resolución Exenta N°1359 del 6 de octubre aceleró la reducción con fechas intermedias el 13 (márgenes máximos de 20%) y el 19 de octubre (márgenes máximos de 10%).

Tercero, es una labor permanente de toda la institucionalidad que gobierna al sistema previsional revisar la pertinencia de las normas. Las reglas de los nuevos fondos generacionales atenuarán el “efecto manada” y la normativa de abril reguló el uso de derivados. Ambos cambios son bienvenidos, pero invitan a revisar otros aspectos. Un buen ejemplo es la duración de la renta fija en los nuevos fondos generacionales, la cual quedó entre 14,8 y 18,4 años para afiliados de entre 55 y 60 años. Los hechos acontecidos sugieren que esos parámetros podrían no disipar suficientemente el riesgo al cual ha estado expuesto el fondo E.

REFLEXIONES FINALES

El sistema de pensiones chileno ha sido un pilar fundamental del desarrollo económico de las últimas décadas. La consolidación de un mercado financiero robusto, la disponibilidad de ahorro para la inversión o la expansión del crédito a empresas y familias son solo algunos ejemplos de sus beneficios.

En ese sentido, es importante reconocer que la decisión de invertir es por naturaleza inter temporal: se toma hoy una posición en base a una estimación de qué pasará en el futuro, y eso inevitablemente implica un riesgo. Naturalmente, el nivel de riesgo varía según el tipo de inversión. Por ende, no es trivial pensar en un fondo absolutamente seguro donde se pudieran depositar los fondos de los afiliados próximos a jubilar sin que ello acarree ciertos costos. Incluso, si se pensara en un fondo que invirtiera en los instrumentos más seguros y líquidos, bien podría generar una pérdida del valor real para la pensión del afiliado.

Es por ello que la discusión sobre la caída registrada del Fondo E debe ser técnica y llevada adelante por las autoridades competentes, de manera seria e independiente de presiones políticas.

Este caso debe estimular a los reguladores y al Congreso a perfeccionamientos del sistema (como ya se ha hecho en reformas de años previos) y no eliminar sus pilares. Después de todo, el sistema de capitalización individual sigue siendo la alternativa superior para construir nuestras pensiones, tanto en Chile, como en el mundo.