

CREACIÓN DE VALOR ***DE LARGO PLAZO*** DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN CHILE





Hugo Aravena Nehme

Profesor Escuela Postgrado FEN,
ex presidente de la CFA Society Chile.

Un estudio del profesor de la Escuela de Postgrado FEN y ex presidente de CFA Society Chile, Hugo Aravena Nehme, **analizó el desempeño real de los multifondos de pensiones en Chile durante los últimos 20 años** y lo comparó con benchmarks pasivos contruidos a partir de índices globales. La investigación concluye que, si bien las AFP generaron una rentabilidad real acumulada de 112,3% en el sistema agregado, portafolios pasivos simulados habrían logrado un retorno superior incluso al ajustar por riesgo.

INTRODUCCIÓN

El sistema de pensiones ha sido objeto de un intenso debate público y académico en nuestro país durante las últimas décadas. Uno de los puntos centrales de esta discusión es la rentabilidad obtenida por los fondos administrados y su capacidad efectiva de generar valor para los afiliados en el largo plazo. Este artículo analiza el desempeño histórico de los fondos de pensiones durante los últimos veinte años, evaluando su rentabilidad real ajustada por riesgo, con el objetivo de examinar si la gestión de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) ha contribuido efectivamente a la creación de valor en comparación con otras alternativas indexadas. Este análisis resulta especialmente relevante en el contexto actual, marcado por un proceso de transformación del sistema previsional en el que se propone una transición desde multifondos definidos por límites de inversión preestablecidos hacia un esquema de fondos generacionales con límites de riesgo decrecientes en función del ciclo de vida. El período de análisis considerado es de 20 años; si bien este plazo no representa la totalidad del horizonte de ahorro deseado para la jubilación, sí constituye un horizonte temporal donde se observan ciclos económicos completos con períodos de crecimiento, recesiones, crisis financieras y correcciones de mercado.



Desempeños reales AFPs.¹

En un período de 20 años se aprecia una importante creación de valor en términos reales por parte de las AFP para cada multifondo, constatándose que se cumple la relación riesgo-retorno, en la cual los multifondos con mayor capacidad de asumir riesgo² evidencian un mayor retorno en el largo plazo. El multifondo Fondo A, por ejemplo, registró un retorno acumulado del 124% en términos reales, mientras que el Fondo E alcanzó un 88,1%. De la misma forma, el riesgo asumido por los multifondos con políticas de inversión de mayor riesgo resulta en volatilidades más altas.

Retornos reales	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Sistema
20 años	124,0%	122,3%	111,8%	93,5%	88,1%	112,3%
10 años	54,9%	50,5%	37,6%	26,01%	23,6%	39,4%
5 años	20,02%	16,4%	5,9%	-0,1%	0,3%	8,0%

Tabla 1: Desempeños Reales Acumulados

Retornos reales	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Sistema
20 años	4,1%	4,1%	3,8%	3,4%	3,2%	3,8%
10 años	4,5%	4,2%	3,2%	2,3%	2,1%	3,4%
5 años	3,7%	3,1%	1,1%	0,0%	0,1%	1,5%

Tabla 2: Retornos anualizados reales

1 Elaboración propia según datos de la Super Intendencia de Pensiones.

2 Los principales límites de inversión, en renta variable, máximo y mínimo respectivamente, Multifondo A (80%, 40%), Multifondo B, (60%/25%), Multifondo C (40%,15%), Multifondo D (20%, 5%) y Multifondo E (5%, 0%), también existen límites de inversión en activos alternativos y cobertura cambiaria que permiten un mayor riesgo adicional para los Multifondos que tienen mas capacidad de tomar riesgo.

Volatilidad	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Sistema
20 años	12,9%	9,7%	7,1%	6,2%	6,0%	7,7%
10 años	11,7%	9,2%	7,6%	7,8%	7,8%	7,5%
5 años	9,7%	7,7%	6,9%	8,6%	9,8%	7,2%

Tabla 3: Volatilidades

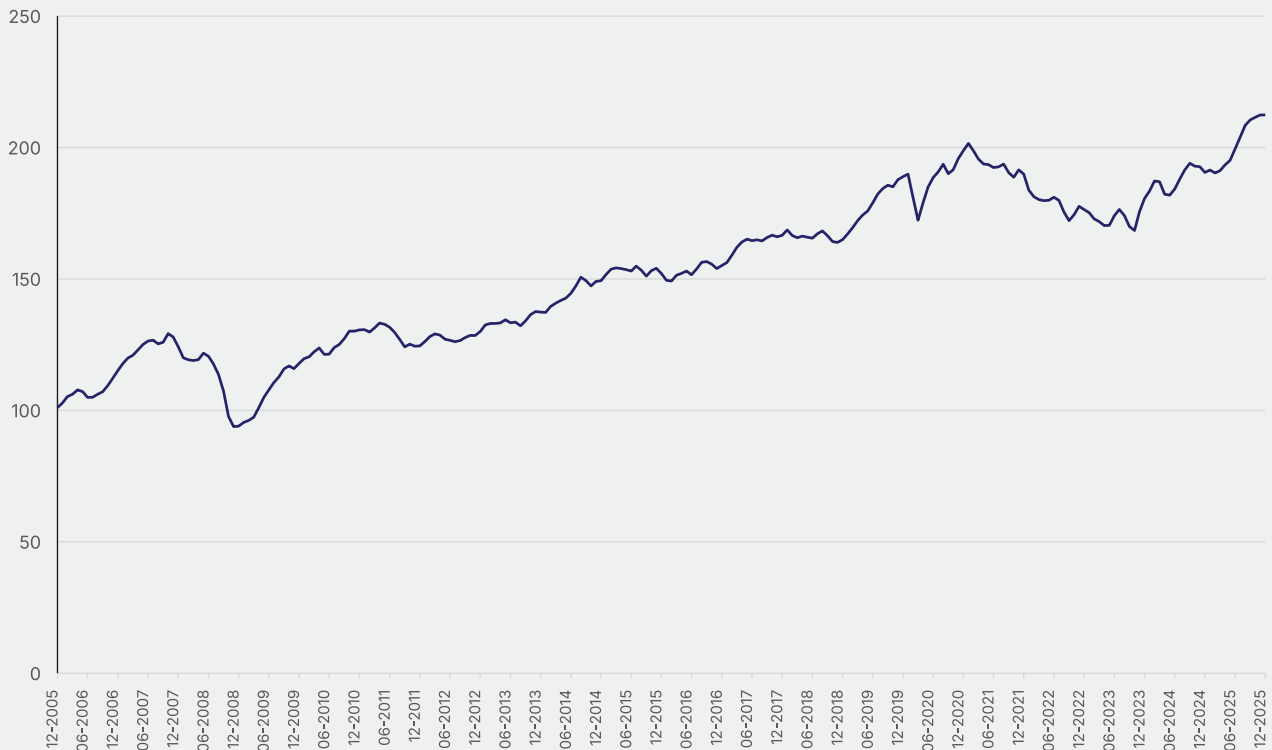
Volatilidad	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Sistema
20 años	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
10 años	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5
5 años	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2

Tabla 4 : Relación retorno/riesgo

A nivel agregado, el sistema de pensiones logró generar en los 20 años un retorno de 112,3% en términos reales para fines de jubilación de los cotizantes chilenos.



Gráfico 1: Creación de valor multifondos



A nivel agregado, el sistema de pensiones logró generar en los 20 años un retorno de 112,3% en términos reales para fines de jubilación de los cotizantes chilenos.

Desempeños benchmark pasivos

Los multifondos, diferenciados por el riesgo de inversión en renta variable y activos alternativos como principales contribuyentes de riesgo en sus carteras, no poseen benchmarks de mercado explícitos (como un índice compuesto de difusión pública). Para cada categoría de multifondos, las administradoras compiten entre sí, cumpliendo con los límites de inversión diferenciados por riesgo que establece la normativa, lo que ha generado un comportamiento denominado "manada" desde el punto de vista de las inversiones. La evidencia muestra que las AFP intentan no desviarse significativamente del promedio de las carteras de inversión, motivadas por la regulación de los fondos de pensiones que penaliza a la administradora que se aleje del desempeño promedio en alguna categoría de los multifondos.

A pesar de lo anterior, y con el fin de generar un benchmark pasivo simulado mediante la composición de índices de difusión pública, la aproximación natural es considerar índices globales. En el caso de la renta variable, se considera el universo accionario global representado por el índice MSCI All Country World, mientras que para la renta fija se opta, de manera conservadora, por el Bloomberg US Credit Index. Históricamente, Chile ha tenido un peso relativo mínimo en los índices globales, ya que es un mercado financiero pequeño en cuanto a capitalización bursátil o emisión de deuda. Cabe destacar que estos índices de referencia no intentan emular el desempeño exacto de los multifondos administrados por las AFP y constituyen una simplificación significativa frente a los límites normativos de inversión del período evaluado, esta simulación tampoco considera costos de administración, transacción, impuestos ni ningún otro costo asociado. No obstante lo anterior, representan un buen punto de partida al incorporar oportunidades globales de inversión para evaluar el deber fiduciario de generar retornos atractivos de largo plazo.

Por simplicidad, el desempeño de los índices internacionales se considera en pesos chilenos y se deflacta por la unidad de fomento para obtener retornos reales. Respecto a los límites de inversión, se asume el límite máximo de inversión en renta variable por multifondo y se omite cualquier índice que represente activos alternativos o cobertura cambiaria. Con los índices pasivos seleccionados se construyen simulaciones desde la categoría simulada A hasta la simulada E, obteniéndose posteriormente el promedio ponderado del sistema. Al evaluar los resultados en el largo plazo, se observa un mayor retorno real acumulado en el sistema simulado, se obtiene un 145% para el sistema simulado versus el 112,3% del sistema de pensiones real.

El principal factor detrás de este diferencial, que se refleja con mayor claridad en las simulaciones de mayor riesgo, es el sesgo de inversión de los índices internacionales en comparación con el sistema chileno. Por construcción, el índice de renta variable concentra un mayor peso en mercados desarrollados como Estados Unidos, en contraste con la exposición a renta variable chilena o emergente de los multifondos. Adicionalmente, el peso chileno evidenció una fuerte depreciación en el período de análisis, lo que contribuyó positivamente al desempeño de los índices globales que no consideran ninguna política de cobertura cambiaria y la renta fija del sistema real dista significativamente del índice considerado.



Retornos reales	Simulac. A	Simulac. B	Simulac C	Simulac. D	Simulac. E	Sim. Sistema
20 años	257,1%	196,2%	142,7%	96,5%	66,4%	145,0%
10 años	120,7%	85,4%	55,1%	29,0%	60,0%	132,0%
5 años	44,0%	28,6%	14,5%	1,9%	-6,8%	15,7%

Tabla 5: Retornos reales acumulados

Retornos reales	Simulac. A	Simulac. B	Simulac. C	Simulac. D	Simulac. E	Sim. Sistema
20 años	7,9%	7,1%	6,4%	5,6%	5,0%	6,4%
10 años	12,4%	11,1%	9,8%	8,6%	10,0%	12,7%
5 años	19,5%	18,0%	16,5%	15,1%	14,1%	3,9%

Tabla 6: Retornos anualizados reales

Volatilidad	Simulac. A	Simulac. B	Simulac C	Simulac. D	Simulac. E	Sim. Sistema
20 años	13,1%	11,8%	10,8%	10,4%	10,5%	11,0%
10 años	12,9%	11,9%	11,2%	10,9%	10,9%	11,2%
5 años	12,5%	11,6%	10,9%	10,5%	10,4%	11,0%

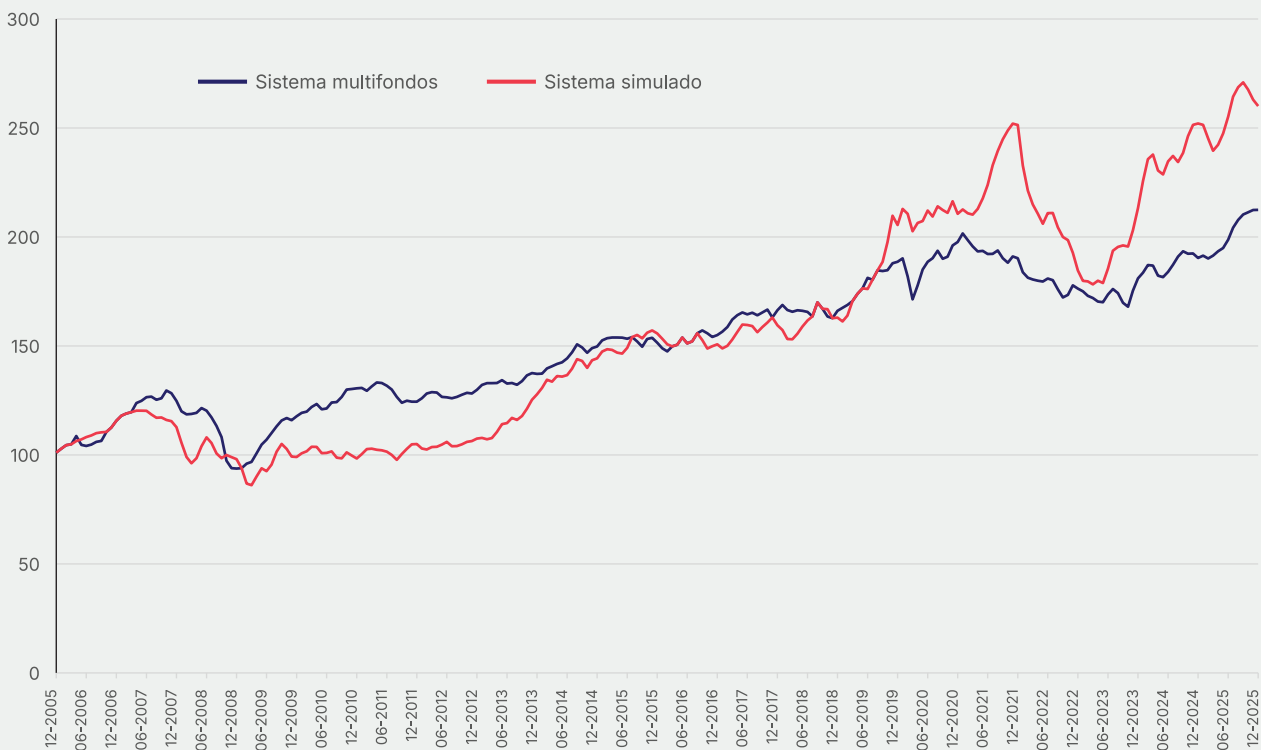
Tabla 7: Volatilidades

Retornos/riesgo	Simulac. A	Simulac. B	Simulac. C	Simulac. D	Simulac. E	Sim. Sistema
20 años	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%
10 años	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%	1,1%
5 años	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	0,4%

Tabla 8: Relación retorno/riesgo

En términos cuantitativos, el retorno anualizado real compuesto del sistema de multifondos en el período de análisis es de 3,84% con una volatilidad de 7,71%, mientras que el de los índices pasivos corregidos por riesgo alcanza un 4,21% con una volatilidad del 6,44%.

Gráfico 2: Creación de valor multifondos versus sistema simulado



El Gráfico 2 expone el desempeño acumulado del sistema de pensiones frente al sistema simulado con índices. Aunque se aprecia un mayor retorno por parte del sistema simulado, la comparación entre la Tabla 7 y la Tabla 3 revela que las simulaciones también conllevan una mayor volatilidad. A pesar de lo anterior, si se analiza la relación retorno-riesgo, los desempeños de los índices pasivos evidencian un mejor resultado por unidad de riesgo en el largo plazo.



Desempeños índices pasivos corregidos por riesgo

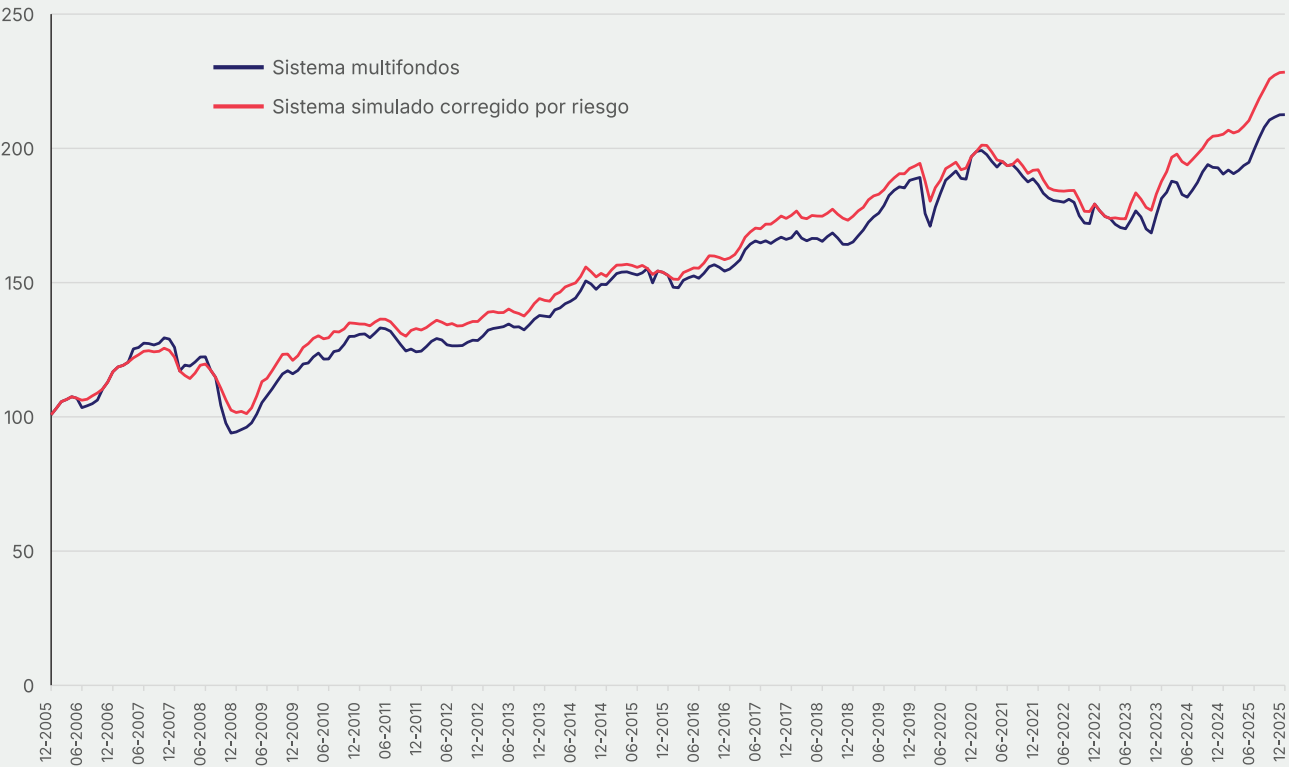
El análisis previo se fundamenta en sólo dos índices globales, lo que podría constituir una simulación que distancie excesivamente la volatilidad del benchmark respecto a la del sistema de multifondos y de la política de inversiones. Para corregir por oportunidades de inversión más cercanas a las carteras efectivas de inversión de los multifondos y lograr un ajuste más próximo a su volatilidad, se incorporan los siguientes índices públicos de mercado³: MSCI World Index, MSCI Emerging Markets, Bloomberg US Global Credit, Bloomberg Global High Yield, Bloomberg Emerging Markets, Risk America Renta Fija Chilena Global y S&P IPSA Index, abarcando así distintas subcategorías de renta fija y variable.

Para lograr que estos índices se ajusten en desempeño a los retornos de los multifondos, se minimiza la diferencia

de los retornos mensuales del sistema de multifondos y la simulación con índices pasivos, mediante una regresión de mínimos cuadrados, imponiendo la restricción de que se considere al menos un 5% en cada uno de ellos para respetar el principio de diversificación y evitar soluciones de esquina. El Gráfico 3 expone el desempeño de los multifondos durante los 20 años analizados (diciembre de 2005 a diciembre de 2025) en comparación con los retornos de los índices ajustados mediante esta minimización de diferencias. Como es de esperar, la relación entre ambos es positiva. En términos cuantitativos, el retorno anualizado real compuesto del sistema de multifondos en el período de análisis es de 3,84% con una volatilidad de 7,71%, mientras que el de los índices pasivos corregidos por riesgo alcanza un 4,21% con una volatilidad del 6,44%.

3 Índices representativos respectivamente de Renta variable desarrollada, Renta variable emergente, Renta fija investment grade EE.UU., Renta fija global high yield, Renta fija emergente, Renta fija local y Renta variable local.

Gráfico 3: Retornos índices pasivos corregidos por riesgo versus sistema de pensiones





CONCLUSIONES

Los multifondos han sido capaces de lograr una importante generación de valor en el período bajo análisis. Sin embargo, al considerar alternativas de índices globales con una política de inversión simplificada, estos últimos alcanzan un mejor retorno y una leve mejoría en el rendimiento ajustado por riesgo en el largo plazo. Al ampliar el enfoque hacia un espectro más extenso de índices públicos y aplicar una política que ajuste el riesgo ex-post, se aprecia un desempeño corregido por riesgo que resulta superior.

Si bien esta simulación ex-post es una simplificación de los límites normativos de inversión de las AFP, entrega luces sobre la relevancia de incorporar parámetros de comparación o benchmarks en el diseño de políticas de inversión ex-ante. Esta discusión técnico-normativa está cobrando una vigencia central en el marco de la reforma de pensiones aprobada recientemente para el sistema previsional actual.