

# El dilema del fondo E: ¿cómo las buenas intenciones y una mala regulación han afectado tu ahorro previsional?

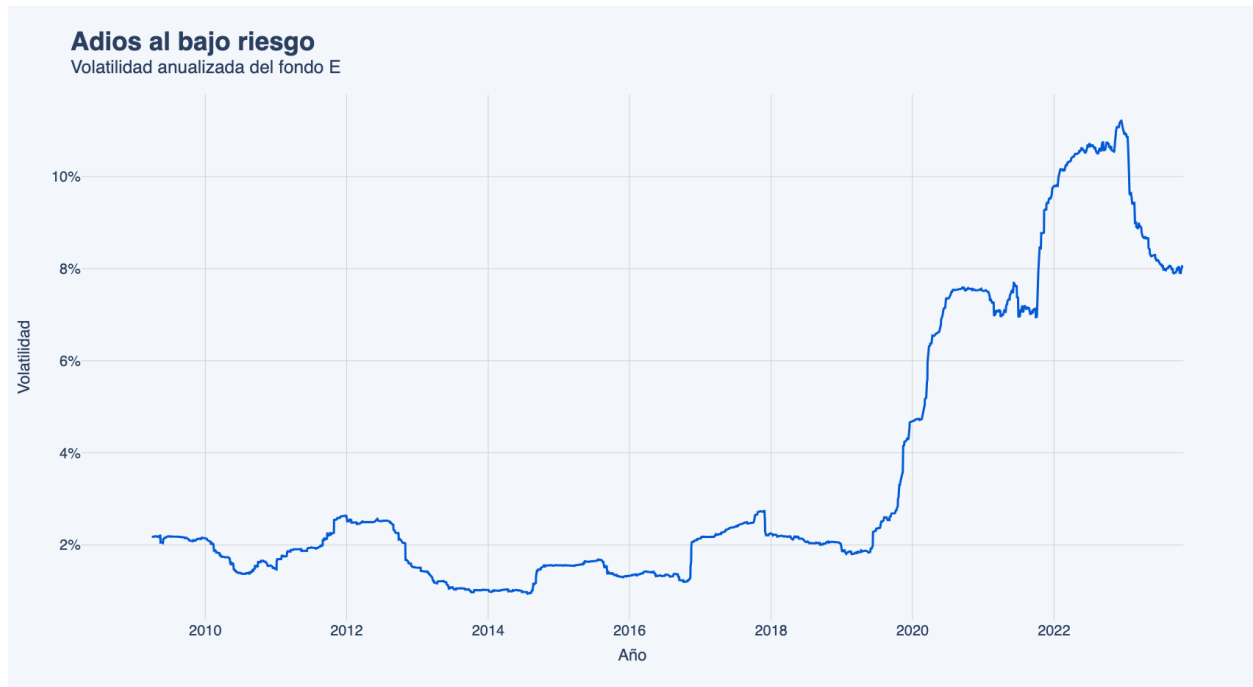
**Autor:** José Manuel Peña, *senior portfolio manager*, Fintual Administradora General de Fondos S.A.

**20 de noviembre de 2023**

El fondo E ha vuelto a estar en las noticias y no por las mejores razones: después de una ilustre trayectoria de altos retornos y bajo riesgo desde inicios del 2000, va camino a anotar el segundo año con mayores pérdidas en toda su historia, con un retorno acumulado promedio (entre varias AFP) este año de aprox. -8% (el primer lugar de este triste registro se lo lleva el año 2021).

Estas malas noticias reflejan un problema más profundo: el fondo E se ha vuelto mucho más riesgoso estos últimos años. Si vemos por ejemplo la volatilidad de su valor cuota, la medida de riesgo más común de "cómo se mueve el precio", tomando el promedio simple de las 4 AFPs más grandes con respecto a activos administrados\*, esta ha saltado desde un conservador 2% de volatilidad anual por más de una década, a niveles por sobre el 8% desde el 2020, es decir, 4 veces más.

## FINTUAL ALPHA

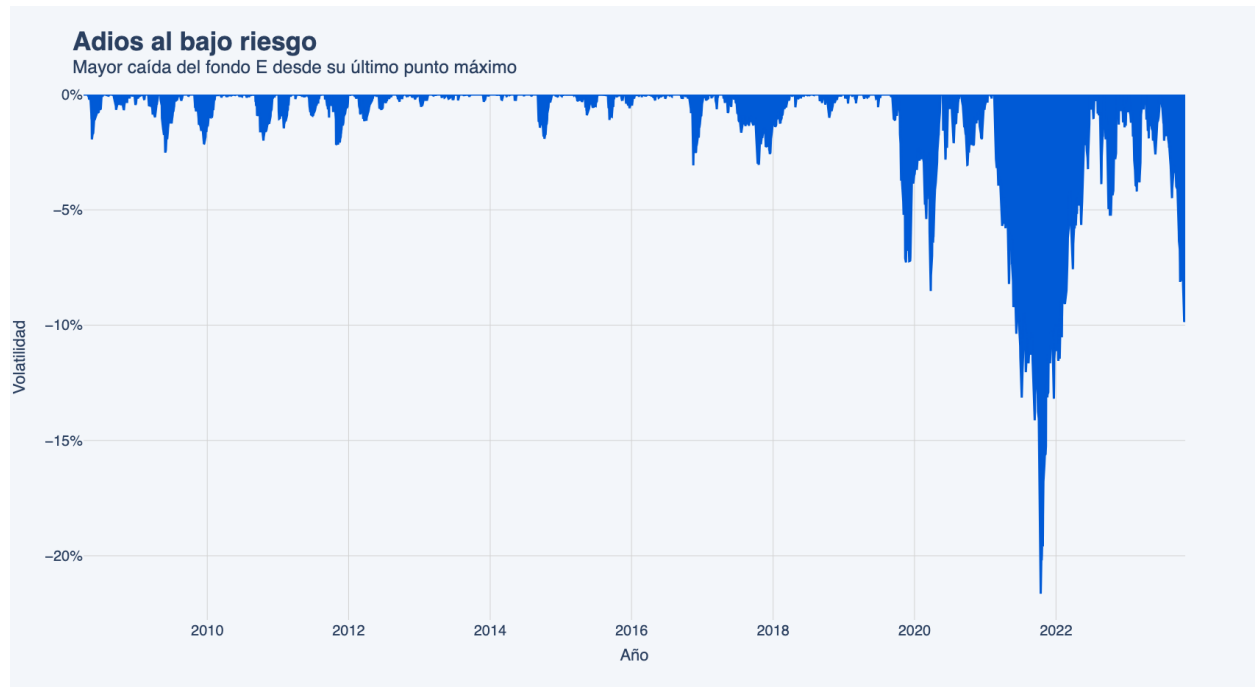


Fuente: cálculos propios con información de Bloomberg. Fondo E estimado como el retorno promedio del valor cuota del fondo E de las AFPs Habitat, Provida, Cuprum y Capital. Volatilidad estimada en ventanas móviles de 250 días.

Y este mayor riesgo no solo es volatilidad o “movimiento” (a veces mayor volatilidad no implica grandes pérdidas). Si vemos cuánto puede llegar a caer el valor cuota del fondo E desde su último máximo (métrica conocida como *drawdown*) este pasó de una caída inofensiva de -2.5% promedio desde su inicio, a caídas con magnitudes superiores al -20% durante el 2021.

Considerando que este es el fondo de menor riesgo de las AFPs y que está diseñado para las personas jubiladas o próximas a jubilarse, una caída de esta envergadura es un serio problema.

## FINTUAL ALPHA



Fuente: cálculos propios con información de Bloomberg. Fondo E estimado como el retorno promedio del valor cuota del fondo E de las AFPs Habitat, Provida, Cuprum y Capital.

### Las reglas del juego importan

Para entender cómo llegamos a esto, más aún considerando que fue un cambio generalizado en las AFPs y ejecutado por equipos que saben lo que hacen (personalmente trabajé más de 6 años en la mesa de inversiones de una AFP y puedo dar fe de su profesionalismo), tenemos que revisar cómo influyen las reglas del juego.

Los fondos de pensiones no se mandan solos, de hecho tienen toda una regulación, aprobada por el congreso, que dicta qué pueden o no pueden hacer hasta el más mínimo detalle. Este es el [Decreto de Ley 3500](#) y el [régimen de inversión](#) de la Superintendencia de AFPs.

## FINTUAL ALPHA

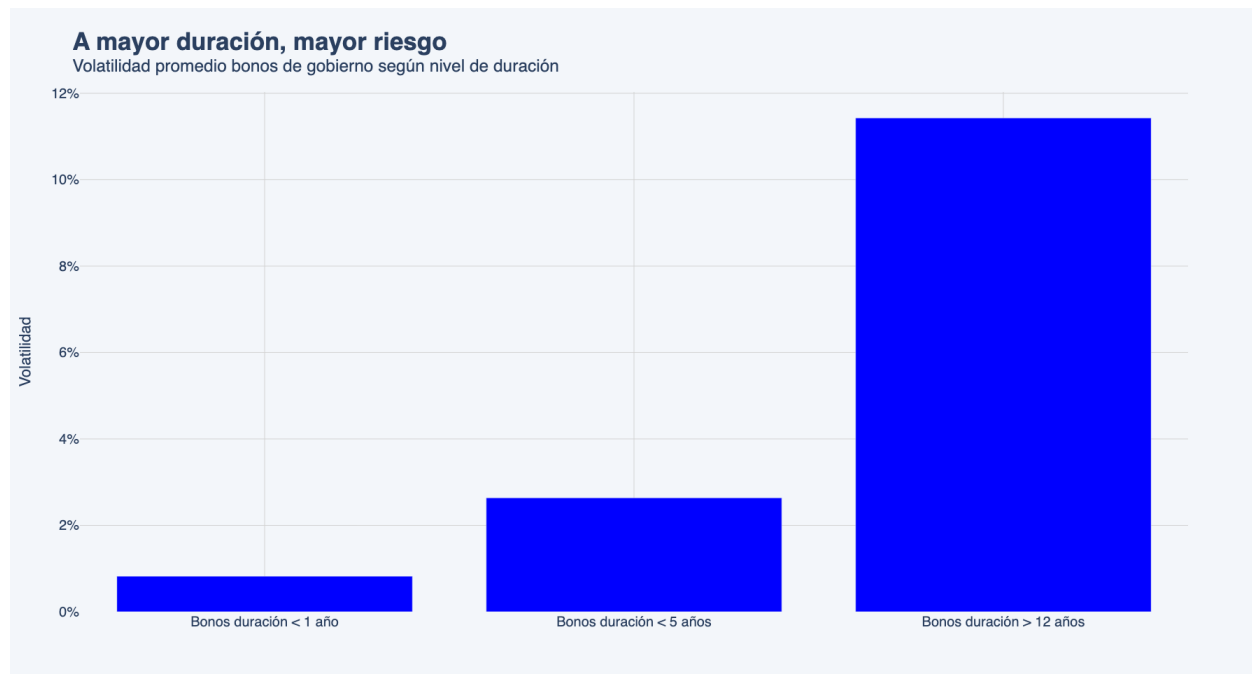
Sin meternos en las más de 300 páginas de normas y cientos de límites que posee la regulación, se permite a las AFPs a tener en el fondo E un porcentaje alto de bonos locales de gobierno (80%\*\*\*) ya que se entiende que estos bonos son activos de muy bajo riesgo.

Pero no todos los bonos de gobierno son iguales. Aquí entra en juego la **duración**.

Todos los bonos prometen a su comprador un flujo definido de pagos en el futuro. Algunos bonos poseen sólo algunos pagos por un par de meses, mientras que otros se extienden años o décadas. El plazo de estos diferentes bonos no solo afecta cuántos pagos recibiré, sino también el interés que me van a pagar y su sensibilidad a cambios en las tasas, lo que en inversiones se llama **duración**, que se define como una medida del riesgo y que está fuertemente relacionado con el plazo de los flujos de pago de un bono.

**De esta manera, un bono de largo plazo, si bien suele prometer un interés más alto, también es más sensible a las tasas de interés (mayor duración), haciéndolo más volátil y riesgoso. [Aquí lo explicamos en más detalle.](#)**

## FINTUAL ALPHA



Fuente: cálculos propios en base a Índices de LVA Índices. Volatilidad promedio período 2008-2023.

Volvamos a las AFPs.

Dado que la regulación incentiva a que el fondo E tenga muchos bonos de gobierno, pero sin limitar su duración o alguna otra métrica de riesgo, se creó el incentivo a que las diferentes administradoras tomaran cada vez más y más riesgo de duración en busca de comprar tasas de interés más altas y así buscar mayores ganancias de capital si estas bajan, o un mayor interés percibido.

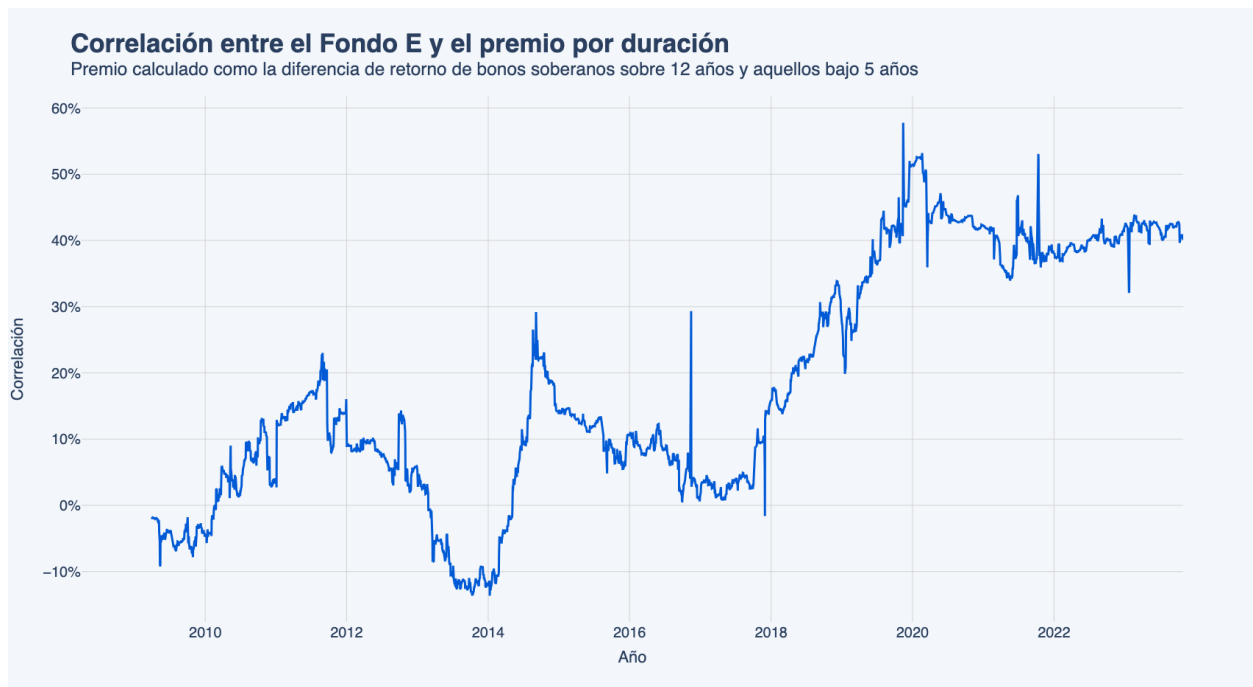
Esto fue muy común en la década previa a la pandemia del COVID, donde las tasas de interés de todo el mundo estaban estructuralmente más bajas, y por lo tanto, se solía tomar más riesgo en la compra de bonos de mayor duración, pero mejor tasa.

Pero, ¿Qué tanto riesgo estaba tomando el fondo E en estos bonos de mayor duración?

## FINTUAL ALPHA

Una forma de medir qué tan expuesto está el fondo E a los bonos de largo plazo, es calcular su correlación con el retorno del fondo E. Una correlación de cero indica que el retorno del fondo E no tiene relación clara con el retorno de los bonos de largo plazo, mientras que una correlación de 100% indica que se mueven igual.

Al hacer el cálculo, vemos que hasta el 2017 la correlación era muy baja, incluso a veces negativa, indicando una baja exposición a bonos de largo plazo. Pero después, en un plazo de 3-4 años la correlación saltó a más del 40%, indicando un cambio fuerte hacia bonos de mayor duración, lamentablemente justo a tiempo para su mayor caída en las últimas décadas.



Fuente: cálculos propios en base a Índices de LVA Índices y datos de Bloomberg. Fondo E estimado como el retorno promedio del valor cuota del fondo E de las AFPs Habitat, Provida, Cuprum y Capital. Premio por duración calculado como diferencia de retorno entre índice soberano dur. >12 años - índice soberano dur. < 5 años. Correlación móvil de 250 días.

El problema es que era algo bastante predecible, pero imparables al mismo tiempo, ya que las reglas del juego, esos cientos de restricciones que hablaba

## FINTUAL ALPHA

anteriormente, fomentan la toma de decisiones en términos relativos y cortoplacistas.

Voy a explicar cómo pasa eso con más detalle. Una de las dinámicas internas típicas que se pueden ver dentro de los equipos de gestión de las AFP es un proceso como el siguiente:

- Cada AFP quiere ganarle a las otras en plazos “clave” (1 año, 3 años, 5 años, desde el inicio). Esto está directamente relacionado con las restricciones del Artículo 37 del Decreto de Ley 3500, que dicta que las AFP deben asegurarse de que sus fondos cumplan con un mínimo de rendimiento relativo al resto de las AFP.
- Las AFPs cada mes publican sus posiciones. Con esto estiman su posición relativa al resto y ajustan sus inversiones para tener más de lo que creen que se puede rentar mejor o sencillamente para no desviarse tanto de las otras administradoras.

Este proceso se repite todos los meses.

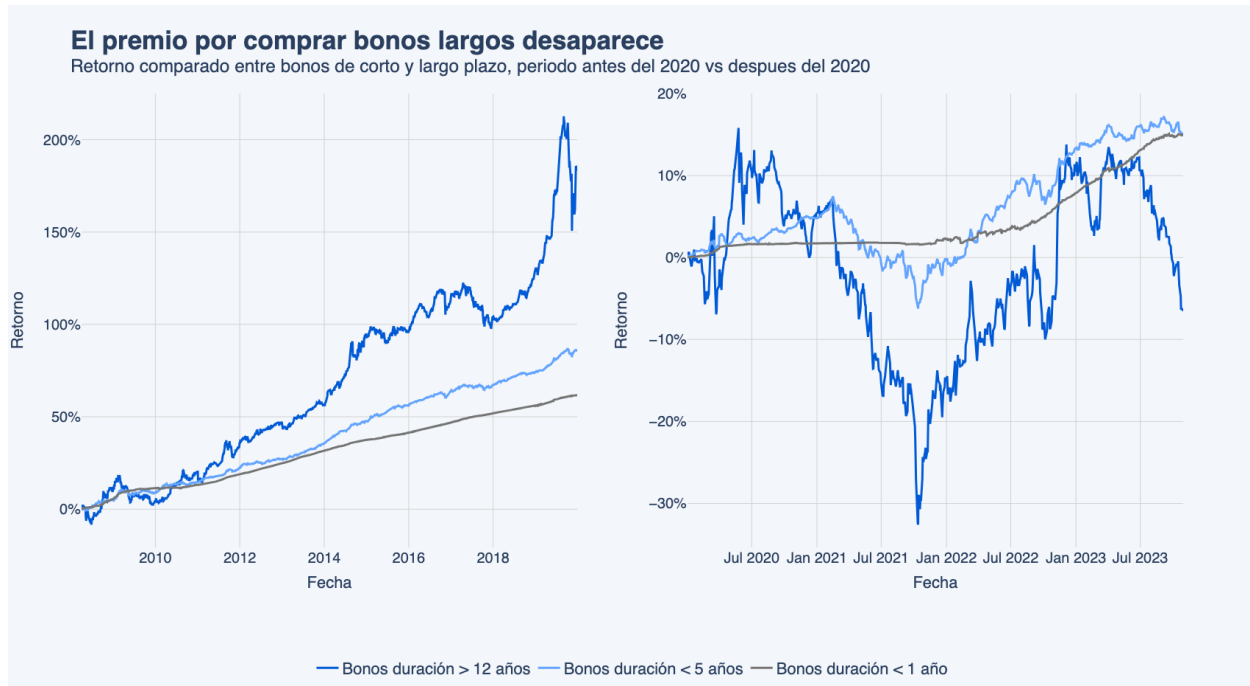
De esta manera es fácil entender que cuando todos ven alguna idea de inversión atractiva (como comprar bonos de larga duración) la exposición a ese activo suba mes a mes. Y mientras esta idea de inversión siga rindiendo bien, su exposición va a seguir subiendo, lo que se retroalimenta entre todas las AFPs a través de este mecanismo que acabamos de explicar.

Y eso fue lo que seguramente pasó esta vez con el fondo E y su duración.

Los bonos de larga duración tuvieron una gran corrida desde el 2010 hasta el 2019, les fue muy bien de hecho, así que había un incentivo claro para que las AFPs fueran acumulando progresivamente más y más bonos de larga duración... Hasta que todo dejó de funcionar a fines del 2019, donde primero el estallido social y luego las

## FINTUAL ALPHA

políticas globales expansivas a causa de la pandemia trajeron de vuelta el fantasma de la inflación, y con él las mayores alzas de tasas de interés en Chile desde los años 90s.



Fuente: cálculos propios en base a Índices de LVA Indices.

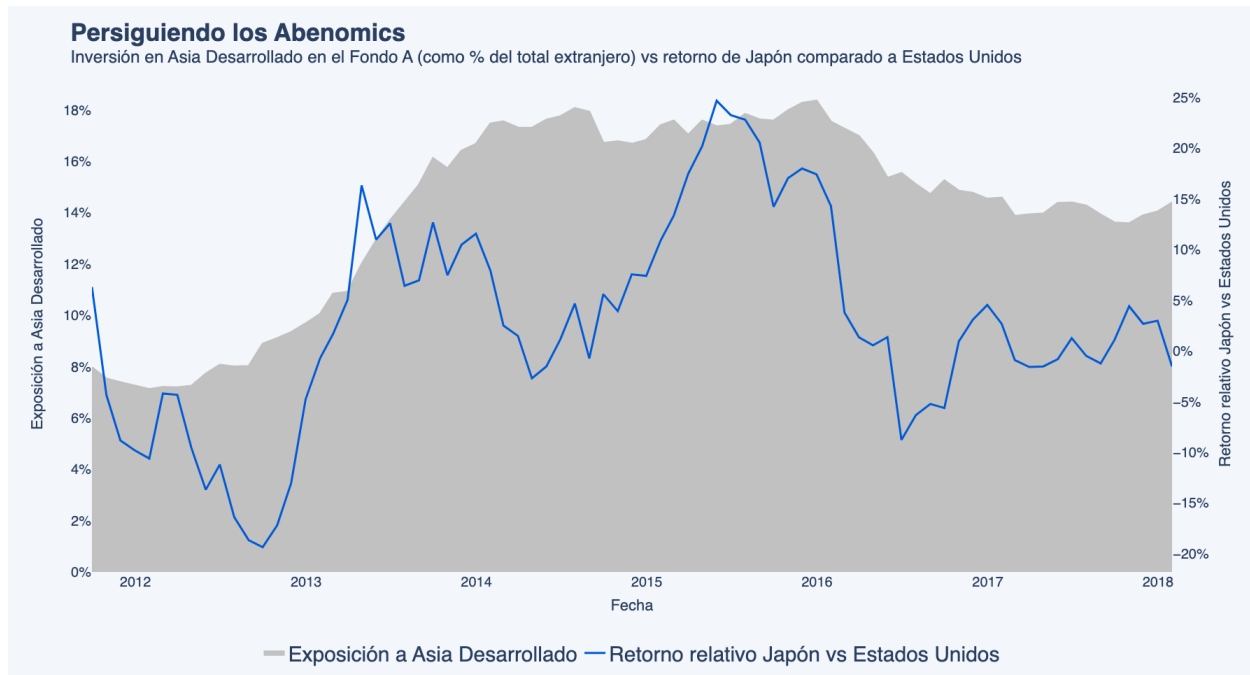
Lamentablemente, este tipo de comportamiento—cuando la competencia relativa entre administradoras se suma a la falta de criterios razonables en las medidas de riesgo dentro de la regulación—ha llevado a problemas similares en los otros multifondos del sistema de pensiones.

Por ejemplo, en el fondo A a fines del 2012, impulsado por el optimismo que existía sobre Japón por su recién electo presidente Shinzo Abe y sus medidas económicas (conocidas en ese entonces como “Abenomics”), empezó una carrera entre las AFPs por aumentar su exposición a este país, llevando la inversión en acciones de Asia Desarrollado (dónde Japón es el principal componente), acorde a datos de la Superintendencia de pensiones, desde un 7% del total del portafolio extranjero del



## FINTUAL ALPHA

multifondo A el 2011, hasta sobre el 17,5% el 2015, momento en el que la bolsa japonesa agota su rally y sufre caídas por sobre el 30% en pocos meses.



Fuente: cálculos propios en base a informes de la SAFF y datos de Bloomberg.

Retorno acciones japonesas en base al índice MSCI Japan.

Retorno acciones USA en base al índice S&P 500.

Estos comportamientos, de ir aumentando progresivamente una posición en la medida que le siga ganando al mercado, se conoce como *momentum*, y es muy común que presente este tipo de riesgo. Y cuando varias gestoras apuntan a comprar el mismo tipo de activo financiero al mismo tiempo se llama "movimientos en manada".

En jerga de inversiones se dice que con el *momentum* "se come como pollito, pero se @#ç∞ como elefante", y nuestra regulación previsional lo fomenta, sin querer, de manera estructural.

### ¿Cuál es la lección?

## FINTUAL ALPHA

En primer lugar, la regulación de nuestros fondos previsionales está obsoleta. Como dijo el investigador Senior de Clapes UC, Arturo Cifuentes, el régimen de inversiones no necesita solo un ajuste, sino ser refundado completamente poniendo el objetivo previsional y el riesgo al centro de ésta.

En su presentación a las AFPs y los reguladores (en un evento de Icare en octubre pasado), Arturo apunta a falta de foco en medir el riesgo de los portafolio como uno de las grandes debilidades de la regulación, proponiendo salir de la lógica actual de solamente imponer límites por clase de activos (que ya demostramos que dentro de la misma clase de activo el riesgo puede ser muy diferente). [Este webinar de marzo del 2023](#) puede ayudar a entender mejor este tipo de problemas.

En segundo lugar, y lo más importante y fácil de implementar de forma personal: es sano diversificar dónde tienes tu ahorro en estrategias o regímenes distintos a los de los multifondos de AFP, lo cual corre para tu ahorro previsional voluntario (APV) o ahorro normal (vía cuenta 2, que invierte en los mismos fondos bajo las mismas restricciones).

Y para terminar: lo importante es tener en cuenta que hay otras alternativas diferentes, libres de las regulaciones un tanto arcaicas de las AFP. Tomemos como ejemplo el APV cuando opera fuera de las AFP. En entidades distintas a las AFP, el enfoque puede ser más flexible y, bajo el supuesto de que posean filosofías de inversión robustas, se podrían evitar las típicas competencias enfocadas en el corto plazo y los movimientos de inversión "en manada" sin un fundamento sólido.

---

\* Las cuatro AFP más grandes del sistema en términos de activos administrados son Habitat, Provida, Cuprum y Capital.

\*\* Acorde al límite estructural línea a.1 en el régimen de Inversión de los fondos de pensiones.

## FINTUAL ALPHA

*La información de este reporte se presenta a título meramente informativo, y no pretende ser una asesoría financiera, ni tampoco una solicitud o una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros o valores que en esta se mencionan.*

*La información aquí contenida se basa en datos provenientes de información pública, de fuentes que estimamos confiables, aunque no podemos garantizar que la misma sea exacta o completa. Los instrumentos financieros o valores aludidos en este reporte pueden no ser adecuados para todos los inversionistas, de manera que éstos deben obtener asesoría financiera que tome en cuenta sus propios objetivos y circunstancias particulares. Con todo, el resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.*