

IMPLEMENTACIÓN DE FONDOS GENERACIONALES: COMENZÓ EL PARTIDO

El 20 de febrero pasado, la Superintendencia de Pensiones (SP) dio a conocer al público la propuesta preliminar de la estructura inicial de 15 Fondos Generacionales en el Sistema de Ahorro Previsional. Este es un hito relevante, pues por primera vez comenzamos a vislumbrar la estructura que podrían tener los fondos generacionales o target date, los cuales reemplazarán a la actual familia de multifondos (target risk) en abril de 2027. Por lo mismo, resulta fundamental analizar esta propuesta preliminar y, especialmente, las condiciones necesarias para que no limite la capacidad de los fondos generacionales de generar mejores pensiones que la estructura vigente.

Por Felipe Lira, Gerente de Inversiones Principal AGF.

El 20 de febrero pasado, la Superintendencia de Pensiones (SP) dio a conocer al público la propuesta preliminar de la estructura inicial de 15 Fondos Generacionales. Esta contempla un fondo inicial para personas menores de 35 años, seguido por fondos agrupados en rangos etarios de tres años, incluyendo cuatro fondos para la etapa de retiro, con un último fondo destinado a los mayores de 74 años.

Beneficios de los fondos generacionales

Antes de analizar la propuesta, vale la pena repasar la estructura de los fondos generacionales y cómo estos pueden contribuir a mejorar las pensiones.

A diferencia de los fondos target risk, que buscan maximizar el retorno sujeto a un objetivo o restricción de riesgo, los fondos target date se diseñan explícitamente con el objetivo de mejorar la pensión futura de los afiliados. Para ello, definen una trayectoria de inversión para todo el ciclo de vida laboral y de retiro, conocida como Glide-path, que establece cómo disminuye la exposición a activos riesgosos a medida que se acerca la edad objetivo de jubilación y cómo se asignan dichos activos en la fase de retiro.

Nuestra experiencia de más de dos décadas en el manejo de fondos generacionales —a nivel global y en Chile— demuestra que un buen diseño del Glide-path puede mejorar significativamente las pensiones en comparación con los fondos target risk, gracias a factores como:

- i) **Mayores retornos potenciales**, producto de un proceso de inversión más disciplinado y enfocado en el largo plazo, con menor dependencia de apuestas tácticas. Esto resalta la relevancia del equipo de inversiones para revisar y ajustar el Glide-path al menos una vez al año.
- ii) **Reducción del riesgo de desalineamiento entre edad y perfil de riesgo**, algo que no puede evitarse completamente en los multifondos. Esto traslada la responsabilidad de la asignación de activos y la gestión del riesgo a especialistas, y no a los afiliados.
- iii) **Asignación de activos coherente con las características demográficas y financieras de los afiliados**, reforzando la lógica de ciclo de vida.

Estructura actual del Glide-path y distribución de patrimonios por edad

Aunque hoy existen multifondos y no fondos generacionales, con la información disponible en la SP es posible aproximar cómo están asignadas las inversiones según el rango etario y la proporción del patrimonio total que representa cada grupo.

El análisis utiliza el número de cotizantes en cada multifondo según rangos de patrimonio individual y edad. También se incorpora la información de los afiliados no cotizantes, para quienes se asume que

mantienen la asignación por defecto recomendada por la SP, debido a la falta de datos más específicos.

Con datos a diciembre de 2025 y bajo estos supuestos se observan tres características relevantes:

- i) **La exposición a renta variable prácticamente no cambia hasta los 35 años.** Luego disminuye gradualmente, llegando a alrededor de 35% a los 65 años para los cotizantes activos, y sobre 29% si se considera la asignación por defecto de los no cotizantes.
- ii) **En la etapa de retiro, la exposición a renta variable parte en un nivel significativo,** debido al peso relevante que mantiene el Fondo C en los primeros años de jubilación, para luego continuar disminuyendo con la edad.
- iii) **El patrimonio de los afiliados jóvenes es muy bajo.** El total del patrimonio de menores de 35 años representa menos del 9% del total administrado. Un patrón similar se observa entre las personas ya en edad de retiro.

Análisis de la Propuesta

Para que los fondos generacionales cumplan su objetivo, es clave que la propuesta preliminar de la SP no limite el diseño óptimo del Glide-path. Este puede dividirse en tres etapas: (i) Etapa de crecimiento; (ii) Etapa de transición y (iii) Etapa de retiro.

Etapa de crecimiento

En esta fase, los afiliados se encuentran iniciando su vida laboral y requieren maximizar el crecimiento de sus ahorros. Por ello, el Glide-path debería permitir una alta exposición a activos riesgosos, considerando las características demográficas, de ingresos y de aversión al riesgo de los afiliados.

La propuesta de agrupar a los menores de 35 años en un solo fondo no limita esta flexibilidad. Además, evita una reducción prematura del riesgo y contribuye a alcanzar un tamaño administrable y operativamente eficiente.

Sin embargo, la exposición actual a renta variable para este segmento (aprox. 60%) parece baja en

comparación con países donde el diferencial histórico de retornos entre acciones y renta fija es similar al de Chile.

Etapa de transición

La propuesta contempla 10 fondos separados cada 3 años. Llama la atención este nivel de granularidad, ya que en mercados comparables suelen utilizarse tramos de 5 años.

El principal riesgo es que esta segmentación genere fondos demasiado pequeños, que ante flujos de salida relevantes terminen sobreponderando activos de baja liquidez. Para evitar distorsiones en el Glide-path, es fundamental que el régimen de inversión permita transferencias de activos entre fondos administrados por una misma AFP, utilizando mecanismos de mercado ya existentes.

Etapa de retiro

La propuesta incluye 3 fondos para personas entre 65 y 74 años, y un fondo único para mayores de 74.

En esta etapa, el objetivo es preservar el capital acumulado y ofrecer pensiones estables. Sin embargo, dada la mayor expectativa de vida y el diferencial de retorno entre renta variable y renta fija en Chile, es necesario mantener una exposición relevante a activos riesgosos en los primeros años del retiro. Aumentar la duración de la renta fija no compensa adecuadamente esta diferencia de retornos. Contar con más de un fondo permite una reducción gradual y adecuada del riesgo.

No es del todo evidente, porque se propone agrupar a todos los mayores de 74 años en un único fondo, en lugar de segmentar hasta la edad promedio de expectativa de vida. No obstante, el impacto sería marginal, dado que a esa edad la exposición a renta variable debería ser baja, y además se evita contar con fondos extremadamente pequeños y poco eficientes desde el punto de vista operativo.

Conclusión

La propuesta inicial de estructura para 15 Fondos Generacionales presentada por la SP no limita, en términos generales, la posibilidad de definir un

Glide-path adecuado que permita mejorar las pensiones respecto de la actual estructura de multifondos.

Sin embargo, deberá ir acompañada de un régimen de inversión que asegure:

- I) Una operatividad eficiente entre fondos.
- II) Flexibilidad para que cada administradora diseñe su propio Glide-path en función de las características de sus afiliados.
- III) Una regulación basada en riesgo, y no en límites rígidos por tipo de activo.
- IV) La posibilidad de revisar y ajustar anualmente el Glide-path.