CFA Society Chile

GLOBAL FINANCE

COBERTURA CAMBIARIA EN LOS FONDOS DE PENSIONES: ¿APORTE O DESPERDICIO?

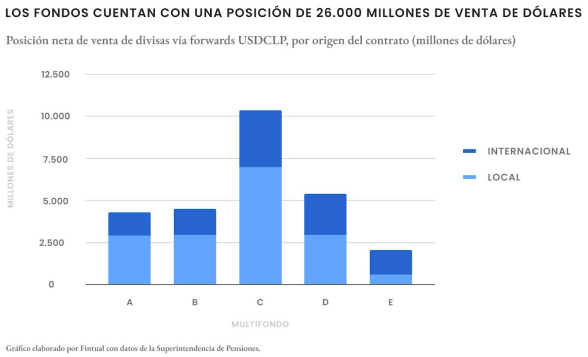
La reforma previsional chilena de 2025 introduce ajustes clave al régimen de inversiones, permitiendo revisar normas como la cobertura cambiaria. En este análisis revisamos los costos menos debatidos de esta exigencia y cuestionamos su efectividad real en controlar riesgos.

Por Fernando Suarez, PM de Fintual.

Introducción

La reciente reforma previsional en Chile ha captado gran atención, principalmente por cambios destacados como la implementación de fondos generacionales y la licitación de carteras. Sin embargo, hay aspectos menos discutidos que podrían perpetuar ineficiencias y altos costos si no son revisados, particularmente el uso intensivo de derivados cambiarios por las AFP.

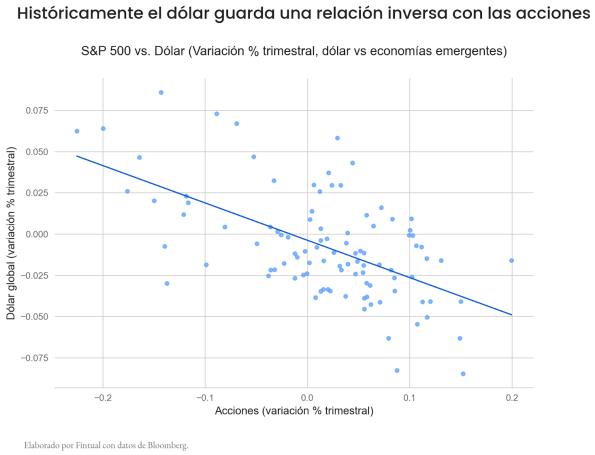
Teóricamente, la cobertura cambiaria protege las inversiones extranjeras de fluctuaciones del tipo de cambio. La regulación actual establece coberturas mínimas obligatorias, llegando al 50% en deuda con grado de inversión. Este requisito, junto con la dinámica competitiva entre AFPs, ha generado carteras muy grandes de derivados. Por ejemplo, las AFP mantienen posiciones vendedoras netas superiores a USD 26.000 millones en cobertura dólar-peso.



Ante esta situación, y considerando el nuevo régimen de inversión, surge la necesidad urgente de evaluar objetivamente los beneficios reales y los costos asociados de esta práctica.

¿Ha sido útil?

Al revisar la mayor posición de cobertura en las carteras (cubrir USD/CLP), esta estrategia, inicialmente pensada como protección, puede resultar contraproducente, especialmente en economías emergentes como la chilena.



Dado que el capital humano está altamente correlacionado con el ciclo económico local, mantener inversiones protegidas contra fluctuaciones cambiarias elimina una defensa natural frente a depreciaciones de

© 2025 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son las del autor y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

la moneda en crisis económicas internas (por ejemplo durante el estallido social).

EL DÓLAR ACTÚA COMO BUFFER EN EVENTOS DE ESTRÉS DE LA ECONOMÍA LOCAL

Variación mensual del tipo de cambio real de Chile (%)

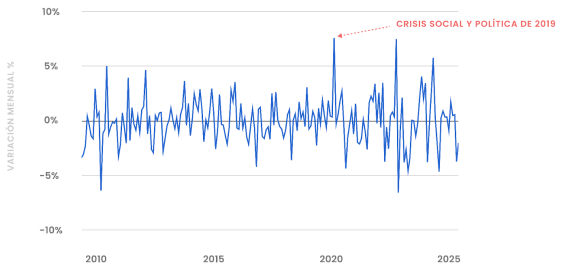


Gráfico elaborado por Fintual con datos Bloomberg.

En consecuencia, una alta cobertura cambiaria no solo ha fallado en reducir el riesgo total del portafolio, sino que ha incrementado su exposición a riesgos sistémicos o shocks locales, transformando el supuesto hedge en una fuente adicional de vulnerabilidad.

8.000 contratos: un abultado costo de gestión.

Ahora veamos los costos de esta cobertura. Esta masiva exposición vía derivados se traduce aproximadamente en mas de 8.000 contratos forward activos, cuya renovación continua exige un esfuerzo operativo significativo (aproximadamente un promedio de 23 contratos diarios en cada equipo).

COSTOS DE TRANSACCIÓN POR RENOVACIÓN DE USDCLP ASCIENDEN A ≈30 MM USD

Estimación de costos de transacción derivados de operaciones forward USDCLP (mm USD)

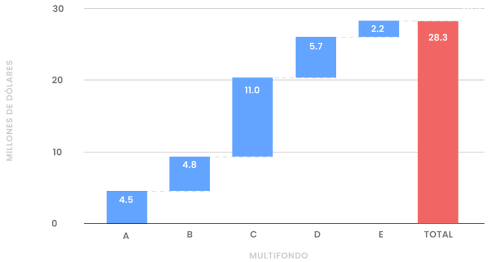


Gráfico elaborado por Fintual con datos de la Superintendencia de Pensiones y Bloomberg.

Es posible estimar que los costos implícitos de transacción asociados a esta renovación constante ascienden aproximadamente a 30 millones de dólares anuales solo en mantener la posición actual, sin considerar el alto costo operativo de su gestión.

Liquidez y costo de oportunidad.

Adicionalmente, este nivel de cobertura cambiaria obliga a mantener mayores niveles de liquidez precautoria para responder rápidamente a posibles llamados de margen por parte de las contrapartes, limitando así la posibilidad de invertir en activos más rentables pero menos líquidos, representa un costo de oportunidad considerable.

Conclusiones: hacia un régimen de inversión más eficiente y robusto

En el contexto de un necesario cambio hacia un régimen de inversión más moderno y basado en riesgos, la regulación sobre cobertura cambiaria requiere una actualización. Debería enfocarse en el riesgo total del portafolio y el papel específico de la exposición cambiaria, en lugar de establecer límites rígidos por clase de activos. Esta flexibilidad permitiría una gestión más eficiente, reduciría significativamente costos operativos, incrementaría la rentabilidad potencial al facilitar inversiones más diversificadas y proporcionaría una protección natural frente a riesgos económicos locales.