La primera valla de la reforma de pensiones



ANÁLISIS

Eduardo Engel

La implementación de la reforma de pensiones plantea un desafío de considerable complejidad técnica. Las dudas sobre el destino de la reforma comenzaron con el nuevo gobierno, tras la remoción del superintendente de Pensiones, la principal autoridad a cargo de su implementación. Este proceso requería experiencia y conocimientos específicos, así como la capacidad de manejar presiones políticas y sectoriales, y nadie parecía mejor preparado para esta misión que quien había sido superintendente de Pensiones desde 2016, en gobiernos de distintas tendencias. El nuevo superintendente, Joaquín Cortez, en un seminario reciente en Espacio Público, reconoció estas dificultades: "Yo creo que ya no soporto un *lobby* más por un tiempo", afirmó entre risas.

Afortunadamente, la reforma posee un diseño institucional sofisticado, que involucra a varios actores y que, sumado a un buen trabajo técnico, ha permitido que su evolución, hasta ahora, sea favorable.

El objetivo de la reforma es mejorar las bajas pensiones de la mayoría de los chilenos y, para ello, contempla varias medidas, entre las cuales destacan: aumentar las tasas de cotización, crear un seguro de lagunas para subir la densidad previsional, licitar grupos de afiliados para bajar las comisiones y reemplazar los multifondos por fondos generacionales para mejorar la rentabilidad.

El primer hito de la implementación de la reforma será el 1 de abril de 2027, cuando los ahorros previsionales de más de 12 millones de chilenos pasen del multifondo que eligió cada afiliado (A, B, C, D o E) a los nuevos fondos generacionales. El nuevo fondo nos será asignado de acuerdo con nuestra edad: el Fondo 1 para los menores de 35 años, el Fondo 2 para quienes tienen entre 35 y 40 años, y así sucesivamente hasta el Fondo 10 para los mayores de 75 años. A medida que vayamos envejeciendo, iremos transitando de un fondo al siguiente. Lo que distingue a los fondos es el riesgo que pueden asumir en su cartera de inversiones. Los fondos de los trabajadores más jóvenes invertirán principalmente en activos riesgosos que, en el largo plazo, suelen rentar más y cuyas caídas alcanzan a revertirse antes de la jubilación. A medida que los trabajadores se acercan a la jubilación, los fondos se desplazan hacia activos de menor riesgo y menor rentabilidad, para evitar que una crisis financiera provoque una caída de los ahorros de la que ya no haya tiempo de recuperarse.

¿Por qué los fondos generacionales deberían mejorar la rentabilidad? Primero, porque evitan los errores de quienes se cambian de fondo persiguiendo supuestas rentabilidades de corto plazo, como ocurrió con los traspasos masivos de fondo promovidos por Felices y Forrados. Segundo, las carteras más estables permiten invertir más en activos alternativos, que no son otra cosa que activos ilíquidos que ofrecen mayores retornos. Tercero, la inversión en activos más riesgosos y con mayor retorno de los fondos generacionales de trabajadores jóvenes llevará a un aumento importante de las pensiones.

> **"El primer hito de la implementación de la reforma será el 1 de abril de 2027, cuando los ahorros previsionales de más de 12 millones de chilenos pasen a los nuevos fondos generacionales".**

A comienzos de septiembre, la Superintendencia de Pensiones publicó la normativa que regirá los fondos generacionales. Los desafíos que debía abordar esta normativa no eran menores. Primero, la transición no debía provocar compras o ventas netas masivas que movieran los precios de los activos —en especial de los menos líquidos— ni el tipo de cambio. Segundo, había que definir la trayectoria de riesgo (*glidepath*), es decir, cuánto puede invertirse como máximo en activos riesgosos a cada edad y cuánto en activos de bajo riesgo. Tercero, había que decidir cuánto espacio dar, dentro de los activos riesgosos, a los activos alternativos.

Para la elaboración de la normativa, la ley contrapesó el rol central de la Superintendencia de Pensiones (SP) y del Ministerio de Hacienda, con el derecho a veto del Consejo Técnico de Inversiones (CTI), organismo creado por la reforma previsional de 2008. En el seminario de Espacio Público, el exsuperintendente Osvaldo Macías propuso ir un paso más allá: dado que las decisiones de la superintendencia tienen un enorme impacto en el mercado de capitales, urge reemplazar su dirección unipersonal por un órgano colegiado que reduzca el riesgo de tomar decisiones equivocadas.

¿Cómo quedó la normativa? La trayectoria de riesgo la fijó el regulador, a partir de una modelación encargada a la consultora Mercer y contrastada con un modelo propio de la superintendencia. Cada AFP, en cambio, definirá su cartera de referencia (*benchmark*) para cada fondo, dentro de rangos relativamente amplios, y será evaluada contra ella, no contra sus competidores. Esto podría llevar a una diferenciación relevante entre las estrategias de inversión de las AFP. En materia de premios y castigos, la normativa contempla rentabilidades muy inferiores a las del *benchmark* para recibir un castigo y muy superiores para recibir un premio, de modo que es poco probable que las AFP reciban castigos o premios en un futuro cercano. Es una aproximación prudente, que permitirá aprender de la experiencia y transitar hacia *benchmarks* más exigentes en el futuro

La reforma de pensiones fue un hito que demostró que sigue siendo posible llegar a acuerdos en temas relevantes para la ciudadanía. La regulación de los fondos generacionales logró sortear con éxito la primera valla de la maratónica puesta en marcha que tendrá la reforma. El próximo año se llevarán a cabo las nuevas licitaciones de afiliados. La presión de algunas AFP por debilitar (o eliminar) estas licitaciones es la mejor evidencia de que contribuirán a reducir las comisiones que pagamos los afiliados. Frente a este nuevo desafío, la institucionalidad diseñada para implementar la reforma será puesta a prueba nuevamente.