

Fondo E: cuando un problema técnico se convierte en una responsabilidad política

La caída del fondo más conservador ya no es sólo una discusión sobre tasas y derivados. El regulador abrió un proceso sancionatorio y el debate se trasladó a la diligencia de las AFP, la eventual restitución y las reglas del sistema que comienza en 2027.

Arturo Storaker Molina

Presidente Regional UDI Magallanes | 22 de octubre de 2026

Hay discusiones que nacen en una planilla financiera y terminan inevitablemente en la política. La caída del Fondo E es una de ellas. Entre enero y septiembre acumuló una rentabilidad real negativa de 10,39% y sólo en septiembre perdió 4,92%. El dato llama la atención por una razón evidente: estamos hablando del fondo que durante años fue presentado como la alternativa más conservadora del sistema.

La explicación técnica existe. El Fondo E invierte principalmente en instrumentos de renta fija y, cuando las tasas de interés suben, el precio de esos bonos cae. A ello se sumó una exposición relevante a derivados ligados a tasas de interés, particularmente en Estados Unidos, que amplificó el impacto. Pero comprender el mecanismo no agota la discusión. La pregunta verdaderamente importante es si el nivel de riesgo asumido fue compatible con el deber de administrar con prudencia un fondo cuyo atributo principal era precisamente la seguridad relativa.

Durante los primeros días del debate esa pregunta parecía pertenecer casi exclusivamente a economistas, abogados y parlamentarios. Ya no. El 20 de octubre, la Superintendencia de Pensiones informó que, después de concluir sus acciones de fiscalización, inició un procedimiento sancionatorio contra las siete AFP del sistema. El objetivo es determinar si incumplieron o no su deber de lealtad y diligencia en las decisiones de inversión adoptadas.

Ese paso cambia la naturaleza del caso. No significa que las administradoras sean culpables. Significa que el regulador encontró antecedentes suficientes para abrir formalmente un proceso y establecer responsabilidades. En un sistema que administra ahorro obligatorio de millones de personas, esa diferencia es fundamental.

La pérdida de mercado y la eventual responsabilidad no son lo mismo

Conviene evitar dos simplificaciones. La primera es sostener que toda rentabilidad negativa debe ser devuelta. Los mercados financieros tienen riesgo y ningún fondo de pensiones puede garantizar que nunca perderá valor. La segunda es suponer que, porque una inversión estaba permitida normativamente, cualquier resultado queda automáticamente justificado. Cumplir un límite formal no elimina el deber fiduciario de administrar recursos ajenos con cuidado y prudencia.

La investigación que comienza debe determinar justamente dónde está esa frontera. La Superintendencia revisará decisiones de directorios, comités de inversión, modelos de riesgo y exposición a derivados. El proceso podría extenderse varios meses y las AFP tendrán derecho a formular sus descargos y presentar antecedentes. Recién al final corresponderá determinar si existió una infracción y, en ese caso, qué consecuencias proceden.

La novedad de esta semana es que la eventual reparación dejó de ser una hipótesis puramente parlamentaria. El ministro del Trabajo, Tomás Rau, señaló que, si el proceso acredita responsabilidad, una de las consecuencias contempladas en la normativa puede ser la restitución patrimonial a los fondos afectados. Es una precisión importante: no existe hoy una devolución decretada ni corresponde prometerla. Primero debe establecerse el incumplimiento; sólo después puede definirse la consecuencia.

Esa secuencia importa porque la protección del afiliado y el debido proceso no son objetivos contradictorios. Un sistema serio debe ser capaz de investigar con rigor sin convertir la presión política en una sentencia anticipada.

Para quien se jubila ahora, el tiempo también es riesgo

Las AFP han recordado que las pérdidas de valorización pueden recuperarse si el afiliado mantiene su inversión y el mercado revierte parte del movimiento. De hecho, durante octubre el Fondo E ha mostrado una recuperación parcial. Esa información también debe estar en la discusión, porque demuestra que no toda pérdida intermedia se transforma necesariamente en una pérdida final.

Pero el horizonte de tiempo no es igual para todos. Una persona de 35 años puede esperar ciclos completos de mercado. Quien está a semanas o meses de pensionarse enfrenta otra realidad. Si debe transformar su saldo en una pensión en una fecha determinada, la volatilidad deja de ser una abstracción financiera.

Es importante precisar, además, que la mayoría de quienes están en el Fondo E no está próxima a jubilar. Menos de uno de cada diez afiliados tiene más de 60 años y una proporción importante se concentra entre los 30 y 45. El dato obliga a evitar una caricatura: el Fondo E no es exclusivamente el fondo de los pensionables. Pero justamente por eso es necesario identificar a quienes sí sufrieron un perjuicio inmediato y distinguir su situación de la del afiliado que dispone de tiempo para esperar una recuperación.

El propio ministro del Trabajo recomendó esta semana prudencia a quienes puedan postergar una decisión previsional por algunos meses mientras se esclarece la investigación. Para quienes no pueden hacerlo, la obligación pública es entregar información clara sobre las distintas modalidades de pensión y sus efectos.

La paradoja del fondo conservador

El episodio deja una pregunta de diseño que seguirá vigente aun cuando los mercados recuperen parte de lo perdido. ¿Qué entiende un ciudadano cuando se le dice que un fondo es “conservador”? Probablemente espera menor rentabilidad en los años buenos a cambio de menor exposición en los años malos. Pero un portafolio muy concentrado en renta fija de determinada duración puede ser estable en ciertos escenarios y muy sensible cuando las tasas se mueven en dirección contraria.

El afiliado promedio no administra swaps ni calcula duración, sensibilidad o escenarios de tasas. Elige entre letras: A, B, C, D o E. Si el fondo identificado como el menos riesgoso puede acumular una caída real de dos dígitos en nueve meses, entonces la etiqueta por sí sola ya no es información suficiente.

También merece análisis la similitud de las decisiones adoptadas por las siete AFP. Se ha hablado de un posible “efecto manada”: incentivos que empujan a las administradoras a no separarse demasiado del promedio de la industria. La existencia de estrategias parecidas no prueba negligencia, pero sí plantea una pregunta sistémica. La competencia pierde parte de su capacidad de diversificar riesgos cuando todos terminan mirando hacia el mismo lado.

El nuevo sistema comienza en 2027 y debe aprender ahora

La controversia llega en un momento especialmente sensible. En abril de 2027 los actuales multifondos serán reemplazados por fondos generacionales, cuyo riesgo se ajustará de manera más directa al horizonte de edad del afiliado. El nuevo esquema incorpora carteras de referencia y modifica incentivos que hoy pueden favorecer comportamientos demasiado similares entre administradoras.

El Gobierno también ha recordado que desde abril existe una normativa que impone límites a este tipo de exposiciones. Es un avance, pero no basta con afirmar que el problema ya fue corregido. Antes de iniciar el nuevo sistema corresponde saber qué falló en el anterior: si fueron los modelos de riesgo, los límites, los incentivos competitivos, la supervisión o las decisiones internas de las administradoras.

La investigación del Fondo E no debería verse, entonces, como el último episodio de un sistema que está por desaparecer. Debiera convertirse en una auditoría útil para el sistema que viene.

Cinco preguntas que deben quedar respondidas

Primero, cuánto de la pérdida se explica por el movimiento normal de los bonos y cuánto por las posiciones en derivados. Segundo, por qué las siete AFP terminaron con exposiciones suficientemente parecidas como para sufrir un deterioro simultáneo. Tercero, qué advertencias recibieron desde el regulador, el Banco Central u otras instancias y qué hicieron frente a ellas. Cuarto, si el riesgo asumido fue coherente con la naturaleza del Fondo E. Y quinto, qué mecanismo permitiría reparar un daño si el procedimiento acredita efectivamente un incumplimiento.

Responder esas preguntas vale más que cualquier consigna. Si no hubo negligencia, las administradoras deben poder demostrarlo con antecedentes. Si la hubo, corresponde aplicar las sanciones y restituciones que permita la ley. Y si el problema fue también regulatorio, el Estado debe asumir esa parte de responsabilidad y corregirla.

La recuperación parcial de octubre puede reducir la pérdida acumulada. No puede cerrar por sí sola la discusión. El problema dejó de ser exclusivamente cuánto vale hoy la cuota del Fondo E. Ahora también importa saber cómo se llegó hasta aquí y si quienes administraban ahorro obligatorio cumplieron el estándar que la ley les exige.

La política debe evitar dos tentaciones. Una es prometer devoluciones antes de conocer las responsabilidades. La otra es esconderse detrás de la complejidad financiera para impedir que esas responsabilidades se investiguen.

El Fondo E comenzó como una discusión técnica sobre tasas, duración y derivados. Hoy es un procedimiento sancionatorio, una discusión sobre deber fiduciario y una prueba para las instituciones que administran y fiscalizan el ahorro previsional. Cuando se trata de pensiones, la letra chica termina siempre siendo una cuestión pública.