

**E**l investigador de Clapes UC, Arturo Cifuentes, el único experto chileno en finanzas que declaró ante el Senado de EE.UU. para la crisis *subprime*, manifiesta

una serie de reparos respecto del proyecto que el pasado miércoles despachó el Congreso. Pero tiene una crítica central: que se ha ignorado ya por muchos años el régimen de inversiones de las AFP y las urgentes modificaciones que requiere. "Es extraordinariamente importante, y nadie se ha preocupado de eso. No lo han querido mirar. Eso es un desastre, una bomba de tiempo", sostiene el ingeniero civil de la Universidad de Chile, Ph.D. en Mecánica Aplicada del California Institute of Technology (Caltech) y MBA en Finanzas de la New York University.

"Si tú quisieras sintetizar esta reforma en una frase corta, yo diría que es como el Ricardo III de Shakespeare", reflexiona. A continuación se levanta del asiento en el que está, y camina a su estantería repleta de libros. Saca uno de William Shakespeare, lo abre en el primer acto de la obra Ricardo III, y lee en voz alta donde el mismo rey inglés se describe a sí mismo como un hombre "deforme, incompleto, lanzado a este mundo cuando solo a medias estaba terminado" o "tan tullido y desfigurado que hasta los perros ladran cuando paso ante ellos".

Luego Cifuentes reafirma: "Esta reforma se podría describir como el Ricardo III de Shakespeare. Deforme, contrahecha y lanzada al mercado antes de tiempo, a mitad de diseño. Esa es la caracterización más precisa. Porque todos estos elementos -el préstamo, la parte de reparto, la licitación, los fondos generacionales, todas estas cuestiones-, son un montón de ideas inconexas que en nada ayudan a mejorar las pensiones".

#### El aumento de cotización sí.

-El aumento de la cotización es lo único. El resto son puras cosas contraproducentes. Siempre es bueno partir desde el comienzo: ¿Cuál es el objetivo de un sistema de pensiones? Que la gente que trabaja un tiempo suficiente tenga una pensión decente. ¿Cuál es una pensión decente? Hay distintos matices, pero, más o menos, todo el mundo coincide en que una tasa de reemplazo del 70% es un número razonable. Algunos dirán el 75%, etcétera. ¿Qué necesitas para que una persona tenga una pensión decente? Bueno, lo primero es que tiene que trabajar haciendo un aporte durante 30, o 35 años.

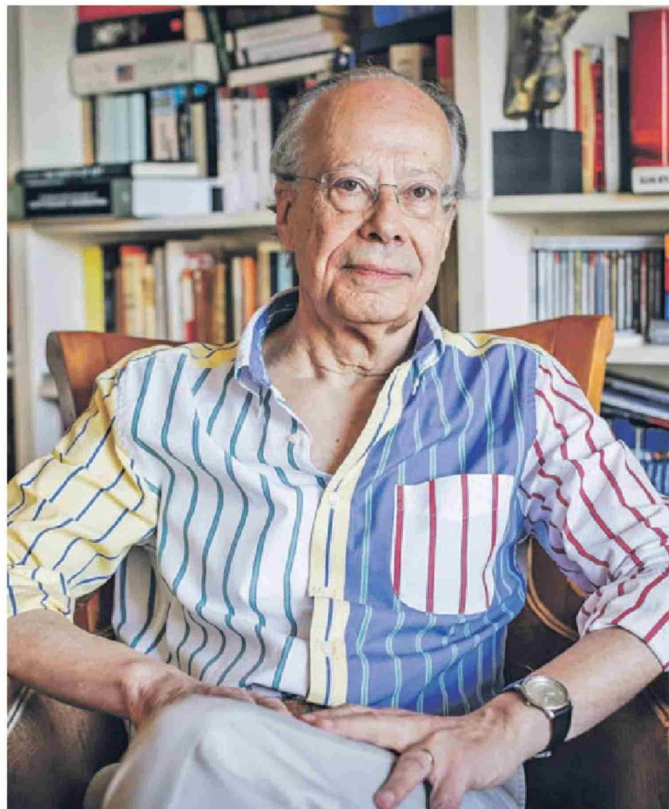
Y lo crítico es lo siguiente: tú tienes que poner el 15% de tu sueldo, menos no te da, eso es pura aritmética. Y, esta es la parte crítica: en promedio, los fondos tienen que retornar UF+4%, es decir, 4% real. Si eso no da, sonaste. Entonces, esta reforma lo único bueno que tiene es que aumenta la cotización. Va a ser gradual, pero la va a aumentar a 15% o 16% más o menos. Esa parte está bien. Ahora, lo que es extraordinariamente grave es que

# Arturo Cifuentes

## "Esta reforma es un golpe violento al sistema de capitalización individual"

El experto en finanzas estima que si bien se abordó en la reforma de pensiones un tema relevante -subir la tasa de cotización-, cuestiona que no se haya incorporado otro tema que es central: el régimen de inversión de las AFP. "Eso es un desastre, una bomba de tiempo", afirma. Cree que no hacer cambios en este asunto, sumado a la licitación de antiguos afiliados, que califica como "nefasta", en parte "va a mitigar el efecto positivo del alza de cotización".

Una entrevista de MARIANA MARUSIC



(con esa cotización) el retorno que tú necesitas para tener una pensión decente, que depende de las inversiones, es una cuestión que nadie se ha preocupado, nadie la ha mirado.

#### ¿Y al mirarla, qué arroja?

-Lo más grave es que el régimen de inversiones que hay ahora, esto es, en qué pueden y no pueden invertir las AFP, es un desastre, y le ha costado un montón a los futuros pensionados. De hecho, si tú miras los retornos de los fondos de los últimos 12 años son inferiores al 4%. Eso no es culpa de las AFP, no estoy criticando a las AFP, es culpa del régimen de inversiones que las tiene con una camisa de fuerza.

Entonces, ¿qué es lo que va a pasar con esta reforma de ahora? Es cierto, se aumenta al 15% la cotización, lo cual es razonable, pero en diez años más la gente se va a dar cuenta que los retornos van a ser inferiores al 4% y las pensiones no van a dar, y de nuevo va a haber un descontento bien grande.

#### ¿Cuánto están rentando actualmente los fondos de pensiones chilenos?

-En los últimos 12 años (enero de 2012 hasta enero de 2024) el fondo A, un 4,3%. El fondo B, un 3,68%. El fondo C, un 3,04%. El fondo D, un 2,25%. El fondo E, un 1,9%. Promedio: 3%. Supongamos que dos personas hicieron los mismos aportes, pero uno tuvo un retorno promedio del 4% y otro tuvo un retorno promedio del 3%. La diferencia en la pensión es un 30%, que es un montón. Y eso es mucho más sustancial que cualquiera de estas otras consideraciones de aumentar la competencia, de las comisiones.

#### ¿Y qué se puede hacer para mejorar los retornos de las AFP?

-No voy a decir ninguna cosa original, cualquier persona que entienda de finanzas te lo diría: cuando uno crea un fondo de inversiones, o de pensiones, o lo que sea, uno tiene que mirar dos cosas: el riesgo y el retorno objetivo. Esos son los dos parámetros que uno tiene que tener en cuenta. ¿Y cómo se mide el riesgo? El riesgo se mide a nivel del portafolio entero, con una métrica que se llama Conditional Value at Risk (CVaR). Desgraciadamente, lo que hay en Chile en este momento es un montón de límites máximos y mínimos por clase de activos. El régimen de inversiones que hay en Chile en este momento no tiene ninguna de esas consideraciones que menciono, nadie sabe cuál es el retorno objetivo. Eso yo lo encuentro que es bien peligroso. Por eso esta reforma yo la encuentro un desastre.

#### ¿No le gustó el acuerdo al que se llegó?

-Creo que aquí no hay ningún acuerdo. Yo entiendo un acuerdo como una negociación entre dos partes en conflicto, en que se llega a un entendimiento común y el asunto se zanja. Y se acabó, no se habla más. Eso es un acuerdo. Yo creo que aquí no hay acuerdo. Lo que hay aquí es una retirada táctica del gobierno y de la izquierda, porque en realidad esta es una batalla por destruir el sistema de ca-

pitalización individual. De hecho, si tú ves, por ejemplo, después de este acuerdo, una ministra que dijo: en marzo vamos a sacar una iniciativa para poner un administrador estatal. Después hubo una diputada que dijo: bueno, este préstamo a lo mejor deja de ser tal.

Entonces, evidentemente esto no es un acuerdo. Es una cosa temporal. Tal vez "tregua" se podría llamar con más precisión. Este es un esfuerzo continuo por desmantelar el sistema de capitalización individual. El que crea que hay un acuerdo es un ingenuo, creo yo.

**En 2023 dijo que la intención de esta reforma es liquidar a las AFP y el sistema de capitalización individual.**

**¿Se logró?**

—Eso que dije es correcto y lo mantengo. Yo creo que ese es el trasfondo de este gobierno, y en particular del Partido Comunista. Yo creo que se logró parcialmente. El sistema de capitalización individual, como estaba concebido, de repente sufrió un embate bastante grande con esta reforma. Ahora hay una cosa media rara, que es media mixta. En ese sentido, yo creo que esta reforma es un golpe violento al sistema de capitalización individual. Evidentemente, no lo destruye totalmente, pero es un golpe violento.

**¿No cree que se fortalece, al destinarse una cotización adicional del 4,5% de manera inmediata a cuentas individuales y en el largo plazo un 6%?**

—Conceptualmente es razonable que en cualquier sociedad uno tenga que tener solidaridad con aquellas personas que por cualquier motivo, independientes que sea culpa de ellas o no, llegaron al retiro y no tenían pensión. Está bien, eso yo lo entiendo, y creo que hay que ser solidarios. Pero esa es una responsabilidad del Estado, de toda la sociedad. Entonces, yo creo que es injusto cargarle la mano a la gente que está trabajando para financiar ese tipo de cosas. Eso es un sistema de reparto. Ahí hay un golpe grande al sistema de capitalización individual.

Ahora, este préstamo, que es un poco un préstamo con una pistola al pecho, que se le va a tener que hacer al Fisco, eso lo encuentro horroroso. Y, bueno, está la omisión grande de no decir nada con respecto al régimen de inversiones. Eso yo creo que es bastante grave. Y la única cuestión que está relacionada con las inversiones y que va a ser nefasta es la licitación de afiliados antiguos. Esa es una idea pésima. Esa es otra bomba de tiempo.

**¿Por qué?**

—Primero, la motivación que había detrás de eso, no digo que sea la correcta, pero como se pensó, era: las AFP están ganando un montón de plata, hay que hacer que las comisiones bajen. Eso no tiene ningún impacto en las pensiones. Pero lo que es nefasto es una cuestión técnica: los activos que tiene un fondo de pensiones son básicamente acciones, bonos, activos alternativos y derivados. Las acciones y los bonos son fáciles de trasladar, no cuesta nada, cambiar el custodio es una cuestión trivial. Pero

deshacer contratos de derivados y trasladar los fondos alternativos es extraordinariamente complicado, o imposible. Lo que pasa es que esta gente nunca ha manejado inversiones, entonces no tiene ni idea de cómo se hace esta cuestión. Eso es un desastre.

Esto va a ser un incentivo para que tengan menos activos alternativos, así como inversiones de más corto plazo. Porque si tú eres el gestor de un fondo, y sabes que cada dos años un montón de personas se van a tener que ir y te van a desarmar la cartera, evidentemente es un poco más riesgoso tener inversiones de largo plazo. Eso va a tener un impacto bien grande en los retornos.

**¿No cree que puedan incluirse normas que lo amortigüen? El gobierno está seguro de que eso no va a ocurrir.**

—Una cosa que llama la atención, realmente en ninguna de estas reformas, yo estoy pensando en la de ahora, piensa tú en la Comisión Bravo, por ejemplo, en ninguna de esas comisiones había alguien que entendiera de inversiones. Nadie. Entonces, esta gente no entiende este tipo de cuestiones. Es falta de conocimiento, nomás. Esta no es una cuestión que tú digas, bueno, ahí nos arreglamos. No. Es realmente una mala idea.

Esto de la licitación es complicado, porque no lo vas a ver mañana, ni el próximo año. Es algo que se va a demorar un tiempo en manifestarse, y cuando llegue el momento... Es como decir, mira, si tú metes el dedo en el enchufe, ¡ah! Es una mala idea, pero se manifiesta al tiro y tú te das cuenta. Pero si te pones a fumar, no te vas a dar cuenta, te vas a demorar diez años en que te dé cáncer. Es más o menos lo mismo. Yo creo que es una pésima idea.

**¿Hubiese preferido que no se apruebe nada?**

—La pregunta tuya es legítima. Yo creo que aprobar una cosa mala, es preferible no aprobarla. Para ser absolutamente franco, el 10% de cotización no es suficiente. En ese sentido, aumentarla del 10% al 15%, ya, eso está bien, era una cosa necesaria, pero todo el resto yo lo veo que es muy, muy malo.

**¿Y es tan malo como para que no se apruebe el alza de cotización?**

—Bueno, es que la pregunta tuya es legítima, pero yo encuentro que es un poco tramposa, porque lo que tú estás diciendo es: 'mira, si quieres aprobar esto, tienes que aprobar esto otro'.

**Es que eso era. Ese es el acuerdo al que se llegó.**

—Bueno, es un mal acuerdo. Como te digo yo, ¿qué necesitas tú para tener una pensión buena? 15% de cotización y retornos buenos. Entonces, ¿por qué no nos concentramos en eso? 15% y cambiar el régimen de inversiones para que los retornos puedan ser suficientes. El resto son puras tonteras. Y las licitaciones y el no cambiar el régimen de inversiones va a tener un efecto bien contraproducente. De alguna manera va a mitigar el efecto positivo del alza de cotización al 15% o al 16%. ●