

MAYO 2025



Fondos Generacionales:

Experiencias internacionales

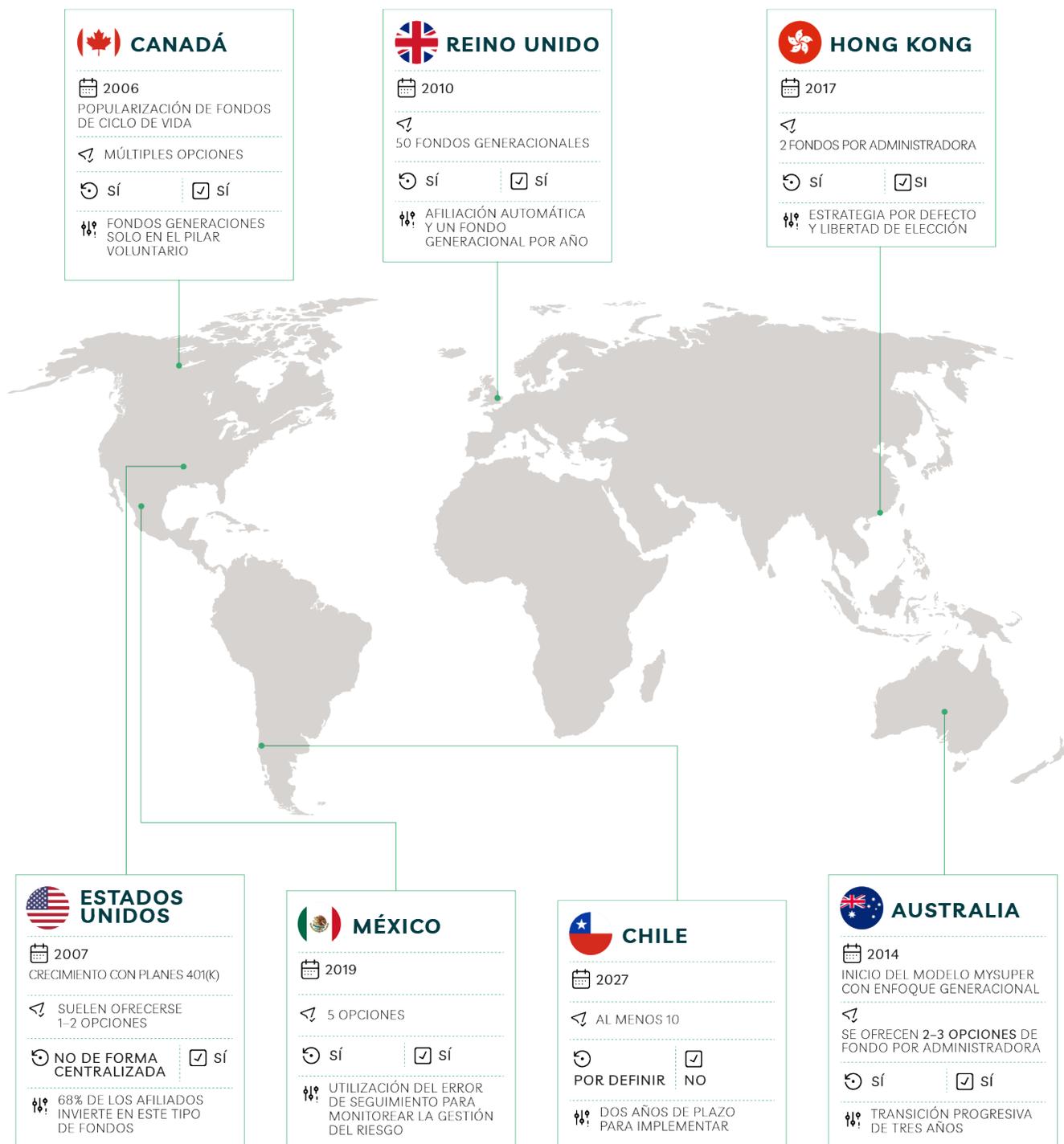
Resumen Ejecutivo

- La reforma de pensiones en Chile reemplaza los multifondos por fondos generacionales, asignando automáticamente a los afiliados según el horizonte de vida de su generación. Estos suelen tener una cartera de inversión dinámica, partiendo con mayor riesgo y reduciéndolo gradualmente hacia la jubilación.
- Se debe equilibrar la alineación del riesgo en el ciclo de vida con la necesidad de mantener opciones para los afiliados, espacios para la innovación y marcos regulatorios que garanticen eficiencia sin sofocar la competencia
- La experiencia internacional sugiere que las estrategias de inversión con enfoque de ciclo de vida deben estar bien diseñadas y ser cuidadosamente implementadas para poder contribuir a los objetivos de los afiliados. También señala que es beneficiosa cierta flexibilidad para quienes prefieren gestionar activamente sus ahorros, aspecto que no fue recogido en la reforma chilena.
- En Estados Unidos, se empezaron a usar como opción por defecto en el sistema de pensiones desde 2006. Clave en su éxito ha sido una regulación que permite invertir mucho en instrumentos con elevado retorno ajustado por riesgo al comienzo de la vida laboral.
- México implementó los fondos generacionales en 2019 y adoptó medidas de supervisión basadas en riesgo, como el Tracking Error, para monitorear su desempeño.
- La experiencia de Canadá muestra que los fondos generacionales deben estar pensados para horizontes de vida más allá de la jubilación, ya que las personas viven décadas después de retirarse y muchos optan por productos como rentas vitalicias, lo que plantea un desafío adicional de diseño.
- Australia permitió que algunos fondos MySuper adoptaran estrategias de ciclo de vida, sin que ello implique una generalización del modelo de fondos generacionales.
- En Reino Unido, existe una amplia oferta de fondos generacionales, junto con la posibilidad de que los afiliados elijan fondos distintos al correspondiente a su cohorte etaria, lo que permite una mejor adaptación a sus preferencias individuales.
- Hong Kong implementó un esquema que buscaba simplificar las decisiones de inversión y su principal avance fue la creación de estrategias por defecto, sin restringir la libertad de elección.

SELECCIÓN DE PAÍSES CON FONDOS GENERACIONALES

AUSTRALIA, CANADÁ, ESTADOS UNIDOS, HONG KONG, MÉXICO, REINO UNIDO Y CHILE

📅 AÑO INICIO ↙ NÚMERO DE FG ⌚ SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO CAPACIDAD DE ELEGIR FONDO 🚩 CARACTERÍSTICA IMPORTANTE



Contexto

Promulgada la ley que reforma el sistema de pensiones, uno de los grandes cambios acordados es la creación de los fondos generacionales en reemplazo de los multifondos. Esta nueva estrategia para estructurar las carteras de inversión de los afiliados debe ser implementada mediante una transición muy ordenada y cuidadosa.

En este contexto, la ley establece que los fondos generacionales entrarán en vigencia el 1 de abril de 2027, previa superación de dos hitos fundamentales: el Banco Central deberá emitir, a más tardar el 1 de marzo de 2026, su pronunciamiento sobre los límites máximos de exposición, imprescindibles para orientar la operatividad de las inversiones y mantener la estabilidad del sistema financiero; y el régimen de inversiones -que definirá los criterios técnicos y normativos para la administración de los futuros fondos generacionales- deberá ser dictado el 1 de septiembre de 2026.

Los fondos generacionales se basan en una estrategia de inversión con un enfoque de ciclo de vida. Es decir, el ahorro de los afiliados se invierte de distinta forma a medida que pasa el tiempo. En este caso, la cartera de inversión óptima se define en función del horizonte de vida, asumiendo que todos los individuos van disminuyendo su apetito por riesgo en la medida que se acercan a la edad de retiro. De esta manera, los portafolios se exponen a elevados porcentajes de activos con mayor rentabilidad ajustada por riesgo (acciones, activos alternativos, etc.) en las primeras etapas de la vida para ir transitando hacia una mayor inversión en activos menos volátiles (bonos, depósitos, etc.) en las edades posteriores.

Sin embargo, es clave no perder de vista que el objetivo final es maximizar la pensión y reducir el llamado "riesgo de pensión", es decir, el riesgo de que los ingresos previsionales caigan por debajo de un umbral aceptable. Desde una perspectiva de gestión de activos y pasivos (ALM), esto implica mirar más allá de la edad de jubilación como un punto de corte. Una persona que se pensiona a los 65 años probablemente vivirá 20 o 25 años más, por lo que su horizonte de vida continúa, incluso si su etapa laboral activa ha finalizado. Por eso, en algunos casos puede ser óptimo que incluso al momento de jubilarse se mantenga una proporción relevante de activos riesgosos, como renta variable o renta fija de largo plazo, que pueden seguir generando retornos adecuados para sostener una pensión suficiente durante toda la etapa de retiro.

En esta línea, Mitchell y Utkus (2021) destacan que el gestor debe ir ajustando el nivel de riesgo de manera gradual y diversificada, siguiendo una estrategia de recomposición de la cartera, conocida como "glide path"¹. Asimismo, subrayan la importancia de un diseño e implementación adecuados para poder contribuir a la seguridad y suficiencia de las pensiones. En este sentido, la creación de carteras de referencia únicas por generación podría limitar la

¹ MITCHELL, O. & UTKUS, S. (2021), Target-date funds and portfolio choice in 401(k) plans, Journal of Pension Economics and Finance, Vol. 21, Issue 4, [cambridge.org](https://doi.org/10.1017/S1522668821000001).

capacidad de las administradoras para diferenciarse, lo que debiera evaluarse con especial atención. Es fundamental que las posibilidades de competir con estrategias diferenciadas sean lo suficientemente amplias, ya que, si fueran demasiado estrechas, podría verse reducido el margen de innovación, eficiencia y rentabilidad. En un sistema financiero como el chileno, más pequeño y menos profundo, estos riesgos se intensifican, lo que hace aún más importante permitir flexibilidad y competencia.

También debe cuidarse que la transición hacia los fondos generacionales se aborde de forma progresiva para evitar movimientos bruscos en los mercados que perjudiquen el ahorro de los afiliados. Una liquidación simultánea de los multifondos por parte de todos los administradores podría presionar los precios a la baja y generar volatilidad innecesaria.

Si bien los fondos generacionales ofrecen algunas ventajas en la alineación del riesgo con el ciclo de vida, también presentan desafíos relevantes. Para los afiliados, una asignación automática sin opciones de salida podría no considerar preferencias individuales. Para las administradoras, una excesiva estandarización podría limitar su capacidad de gestión activa e innovación. Finalmente, para los reguladores, el diseño de carteras de referencia y mecanismos de supervisión efectivos será clave para resguardar la eficiencia del sistema sin limitar la competencia.

Para colaborar con el diseño e implementación de los fondos generacionales en Chile, a continuación, recopilamos experiencias de algunos de los sistemas de pensiones en otras partes del mundo que cuentan con este tipo de esquemas.

Experiencia internacional

El establecimiento de los fondos generacionales en reemplazo de los multifondos supone un cambio de paradigma desde la posibilidad de seleccionar libremente en qué fondo invertir los ahorros previsionales a otro que asigna una opción por defecto, reduciendo las opciones de elección de los afiliados, un atributo que las encuestas destacan como valorado por los afiliados². Esta pérdida de autonomía podría afectar negativamente la sensación de control y confianza que las personas tienen sobre sus ahorros, especialmente en períodos de rendimientos negativos.

Sin embargo, esta restricción podría justificarse en la medida en que reduce el riesgo de que personas sin conocimientos financieros adecuados intenten ajustar sus inversiones según potenciales proyecciones del mercado. En un país donde solo un 39% de los adultos alcanza

² CRITERIA (2025), Opiniones y Preferencias Respecto de la Propuesta de Reforma Previsional, es.scribd.com.

el puntaje mínimo en conductas financieras³, la posibilidad de tomar decisiones apresuradas o basadas en información limitada es un desafío real.

En un país con un bajo nivel de educación financiera puede ser prudente establecer opciones de inversión por defecto. Sin embargo, es importante que este cambio de paradigma no pierda de vista que el objetivo final es maximizar la pensión, evitando restringir excesivamente la autonomía de los afiliados.

En este contexto, puede resultar útil contar con herramientas que procuren ayudar a cada persona a encontrar estrategias acordes a su perfil de riesgo y horizonte de vida. Más allá del diseño específico, lo importante es avanzar hacia esquemas que aumenten la probabilidad de obtener buenas rentabilidades ajustadas por riesgo a lo largo del ciclo de vida del afiliado.

Solo el 39% de los chilenos logran el puntaje mínimo de la OCDE en conducta financiera.

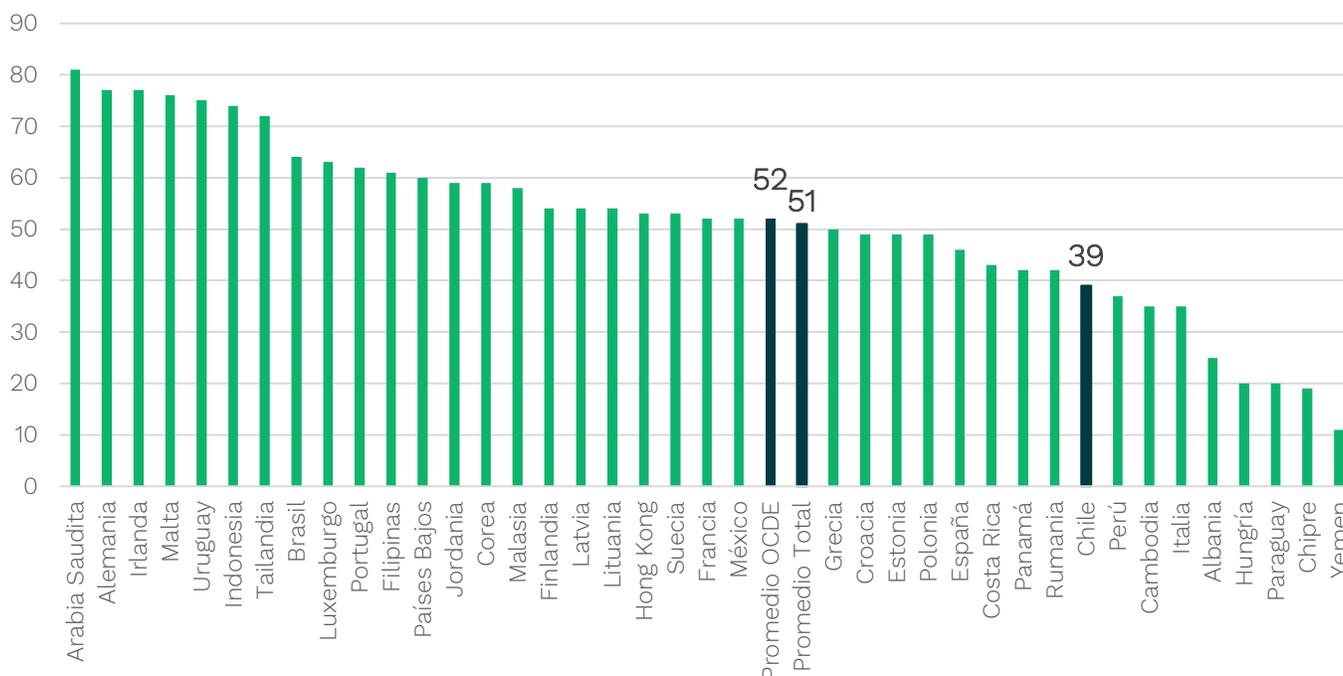


Figura 1: Adultos que obtuvieron el puntaje mínimo en conducta financiera (al menos 6 de un total de 9 conductas financieras adecuadas, %). Fuente: Observatorio Perspectivas con datos OECD/INFE 2023.

³ OCDE (2023), International Survey of Adult Financial Literacy, [oecd.org](https://www.oecd.org).

La hoja de ruta de la OCDE (2021) para el diseño de sistemas de pensiones de contribución definida destaca la importancia de garantizar que todos los individuos tengan acceso a estrategias de inversión adecuadas y bien estructuradas, incluidas opciones por defecto. Por ejemplo, allí se señala que las estrategias de inversión basadas en el ciclo de vida pueden ser útiles para permitir que los afiliados asuman un mayor nivel de riesgo al inicio de su vida activa y uno menor a medida que se acercan al retiro⁴. En otro estudio, Antolín, Payet y Yermo (2010) analizan diversas estrategias por defecto y concluyen que aquellas que mantienen una exposición elevada en activos con mayor rentabilidad ajustada por riesgo la mayor parte de la etapa de acumulación, y que gradualmente transitan a instrumentos de menor volatilidad en la última década antes del retiro, ofrecen un mejor desempeño⁵.

Si bien tanto los multifondos como los fondos generacionales son estrategias del tipo de ciclo de vida, la manera de abordar las inversiones es distinta; en el caso de los multifondos, la regulación determina que son los ahorros de las personas los que van cambiando de fondo en distintos momentos. En contraposición, en los fondos generacionales, es el fondo el que ajusta progresivamente su estrategia de inversión a lo largo del tiempo.

A continuación, ofrecemos una mirada particular a algunos de los sistemas de fondos generacionales existentes en otros países.

Estados Unidos

Los fondos generacionales en Estados Unidos han estado presentes en la industria financiera desde 1994, pero fueron admitidos como estrategia por defecto en el sistema de pensiones recién con la “Pension Protection Act” de 2006, una ley que reformó el sistema previsional luego de que el presidente George W. Bush solicitara al Congreso revisar las pensiones de los trabajadores norteamericanos. Uno de los resultados de esta reforma fue reducir las barreras que tenían los empleadores para poder afiliar automáticamente a sus trabajadores a un plan de capitalización individual⁶.

Para que la afiliación automática fuera posible, la ley estableció que todas las personas que no ejercieran una gestión activa en las decisiones de inversión de sus ahorros serían asignadas a inversiones por defecto. En octubre de 2007, el Ministerio del Trabajo (Department of Labor) emitió la regulación que definía cuáles serían los tipos de inversiones admitidos como estrategia por defecto (Qualified Default Investment Alternatives), entre las cuales se encontraban los fondos generacionales, los fondos balanceados y las cuentas administradas

⁴ OCDE (2021), The OECD Roadmap for the good design of defined contribution retirement savings plans. Public Consultation, [oecd.org](https://www.oecd.org).

⁵ ANTOLÍN, P., PAYET, S., YERMO, J. (2010), Assessing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans, [researchgate.net](https://www.researchgate.net).

⁶ THE WHITE HOUSE PRESS ROOM (2006), The Pension Protection Act of 2006, [whitehouse.archives.gov](https://www.whitehouse.archives.gov).

profesionalmente⁷. A finales de 2022, el 68% de los afiliados al sistema 401(k) invertía sus ahorros a través de fondos generacionales⁸.

En línea con la estrategia óptima recomendada por Antolín, Payet y Yermo (2010), el porcentaje de inversión en activos con mayor rentabilidad ajustada por riesgo es elevada en los fondos generacionales durante las primeras etapas del ciclo de vida. En algunos casos, esta exposición puede bordear el 90%, aunque varía según el gestor y la política de inversión. Con el paso del tiempo y a medida que se aproxima la jubilación, estos activos se reemplazan progresivamente por instrumentos de menor volatilidad

La experiencia de Estados Unidos muestra que los fondos generacionales pueden mejorar la suficiencia de las pensiones al permitir una mayor exposición a activos con mejor retorno ajustado por riesgo durante las primeras etapas de la vida activa. En el caso de Chile, establecer límites de inversión elevados en este tipo de instrumentos podría ser clave para fortalecer las pensiones.

Los fondos generacionales en Estados Unidos tienen una alta exposición a renta variable

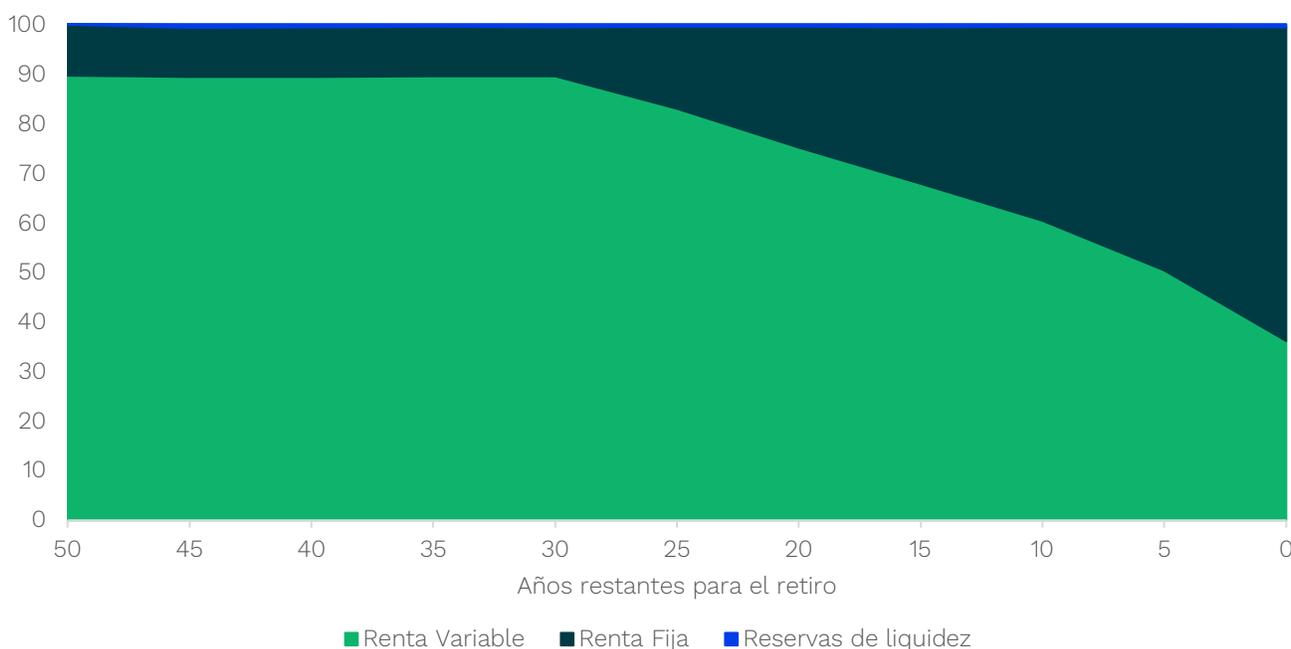


Figura 2: Composición de los fondos generacionales de la administradora Vanguard en Estados Unidos (%).
Fuente: Observatorio Perspectivas con datos Vanguard.

⁷ U.S. DEPARTMENT OF LABOR (2007), Default Investment Alternatives Under Participant Directed Individual Account Plans, govinfo.gov.

⁸ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (2024), Quick Facts on Target Date Fund Use in Retirement Plans, ici.org.

Por otro lado, Brown (2023)⁹ advierte sobre ciertas limitaciones de los fondos generacionales. En algunos casos, estos han sido diseñados inadecuadamente, dado que asignaciones iniciales del 100% en activos de alto retorno ajustado por riesgo son preferibles para horizontes de inversión superiores a cinco años. Más aún, encuentra que, para períodos superiores a 15 años, estos vehículos pueden entregar un rendimiento inferior para el bienestar de los afiliados, al incluir activos como bonos y metales preciosos que presentan retornos limitados. Cuando se realizan aportes o retiros frecuentes, la diversificación temporal hace innecesario su uso, volviéndolos redundantes y poco efectivos. Esto es consistente con lo planteado por la OCDE (2024), que recomienda una fuerte inclinación hacia las inversiones en instrumentos con mejor retorno ajustado por riesgo¹⁰.

Finalmente, es importante reconocer que, aunque los fondos generacionales han ganado protagonismo en varios sistemas de pensiones, no constituyen una solución infalible para todos los escenarios. En este sentido, no fueron inmunes al impacto de la Gran Crisis Financiera de 2008¹¹, demostrando que no es posible garantizar rentabilidades en el corto plazo.

México

En 1997, México reformó su sistema de pensiones al reemplazar el modelo de reparto por un esquema de cuentas individuales, gestionadas por las AFORE (Administradoras de Fondos para el Retiro). Estas invierten los ahorros previsionales a través de las SIEFORE (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro).

A lo largo de los años, el modelo ha evolucionado mediante diversas reformas. En 2008, las AFORE ampliaron su operación de dos a cinco SIEFORE.

Con todo, la regulación presentaba algunos desafíos que la reforma de mayo de 2019 buscó enfrentar, entre ellos¹²:

- Los traspasos automáticos entre fondos según la edad de los trabajadores generaban una volatilidad innecesaria.
- No facilitaba el diseño de estrategias de inversión enfocadas en el largo plazo.
- Implicaba un proceso operativo complejo para la administración de los fondos.

⁹ BROWN, R. (2023), Target Date Funds, Mis-Sold and Misused, ocio.julexcapital.com.

¹⁰ OCDE (2024), Pensions Outlook 2024, [oecd.org](https://www.oecd.org)

¹¹ MERCADO, D. (2018), These 401(k) funds took a beating in 2008 – and it could happen again, [cnbc.com](https://www.cnbc.com).

¹² BALLINAS, O. (2024), El caso México-Siefiores Generacionales: diseño, implementación y regulación, spensiones.cl.

Con esta reforma, México anunció la transición de los multifondos a un esquema de fondos generacionales, convirtiéndose en el primer país de Latinoamérica en adoptar este modelo¹³.

La implementación fue rápida: en menos de siete meses, el 13 de diciembre de 2019, los recursos administrados por cada SIEFORE fueron reasignados a los nuevos fondos generacionales, según la fecha de nacimiento de los afiliados¹⁴. Los traspasos se hicieron bajo la modalidad de transferencia de títulos libre de pago¹⁵.

Otro de los cambios significativos fue la adopción del Tracking Error (Error de Seguimiento) como métrica clave para evaluar la gestión de los fondos. A diferencia del Value at Risk (VaR), que puede ser pro-cíclico en momentos de volatilidad, el Tracking Error permite medir con mayor precisión cómo se comporta el fondo en relación con su cartera de referencia¹⁶.

La experiencia de México destaca que la transición a fondos generacionales debe ir acompañada de una modernización en la gestión de riesgos. En Chile, debemos procurar un diseño técnicamente robusto, pero lo suficientemente flexible para poder alcanzar el mejor desempeño.

Cabe destacar que las AFORES deben ofrecer ocho fondos generacionales durante la vida activa y uno adicional para la etapa de retiro, y cuentan con la facultad de diseñar sus propias carteras de referencia. Asimismo, tienen la posibilidad de excluir ciertas clases de activos - como los alternativos- de estas carteras de referencia. Pese a ello, las AFORE siguen sujetas a restricciones importantes como límites por tipo de activo y concentración en activos locales, lo que representa una restricción adicional que puede limitar la optimización de sus estrategias de inversión.

La experiencia mexicana ofrece aprendizajes valiosos para Chile. La adopción de fondos generacionales no debe limitarse a un cambio en la estructura de los fondos, sino que requiere también una modernización en la gestión de riesgos. En México, la incorporación del Tracking Error como métrica central permitió evaluar con mayor precisión el desempeño de los gestores en relación con sus propios objetivos, promoviendo un enfoque más estratégico y menos reactivo ante la volatilidad. Asimismo, permitir que cada AFORE defina su propia cartera de referencia ha contribuido a una mayor personalización y sofisticación en la gestión.

¹³ CONSAR (2019), Se modifica el Régimen de Inversión para transitar de un esquema de multifondos a un esquema de fondos generacionales, gob.mx/Consar.

¹⁴ CONSAR (2019), Las AFORE migraron al esquema de SIEFOREs generacionales, gob.mx/consar.

¹⁵ DOF (2019), Disposiciones de carácter general que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro, dof.gob.mx.

¹⁶ CONSAR (2020), Compilación de las disposiciones de carácter general en materia financiera de los sistemas de ahorro para el retiro, gob.mx.

Sin embargo, las obligaciones de inversión mínima en instrumentos locales han introducido un componente de rigidez, que pueden limitar la eficiencia de las carteras.

Canadá

Los fondos generacionales surgieron en Canadá a principios de los 2000 en respuesta al declive de los planes de beneficio definido y al auge de los planes de contribución definida, volviéndose una opción por defecto común en muchos CAPs, aunque no existe una obligación legal uniforme que los imponga.

Inicialmente, un fondo generacional puede tener hasta un 90% en instrumentos de elevados retornos ajustados por riesgo cuando el afiliado es joven, para luego disminuir la exposición a un 40% en la fecha objetivo. Con la diversificación tanto geográfica como sectorial, estos fondos han evolucionado para incluir no solo acciones canadienses, sino también inversiones en Estados Unidos y otros mercados globales¹⁷.

Los CAPs funcionan bajo las directrices de la Canadian Association of Pension Supervisory Authorities (CAPSA), que exige a los empleadores patrocinadores supervisar de manera constante el desempeño y los costos de los fondos¹⁸. Además, si están estructurados como fondos mutuos, deben cumplir con las normativas de los reguladores provinciales, como la Ontario Securities Commission, lo que garantiza transparencia en la información relacionada con estrategias de inversión, comisiones y riesgos¹⁹.

Diseñar rutas de reducción del riesgo que se extiendan más allá de la jubilación permite abordar mejor el riesgo de longevidad. Un enfoque único que se detiene en la jubilación puede no reflejar la realidad de la vida más allá del retiro.

Hoy, se estima que alrededor del 70% de los activos de los CAP se destinan a fondos generacionales, lo que ha permitido reducir errores de inversión, como mantener carteras demasiado conservadoras para la etapa de vida correspondiente²⁰. Sin embargo, uno de los desafíos sigue siendo el diseño óptimo del “glide path”, pues existe debate entre adoptar un enfoque “to” (que se vuelve conservador en la fecha objetivo) o “through” (que continúa ajustándose después de la jubilación para enfrentar el riesgo de longevidad)²¹.

¹⁷ INVESTMENT EXECUTIVE (2025), Still Off-Target, [investmentexecutive.com](https://www.investmentexecutive.com).

¹⁸ CAPSA (2024), Guideline for Capital Accumulation Plans, [capsa-acor.org](https://www.capsa-acor.org).

¹⁹ OSC (2025), Ongoing Disclosure Requirements for Investment Funds In Ontario, [osc.ca](https://www.osc.ca).

²⁰ MERCER. (2024). The evolution of Target Date Funds: A call to action for plan sponsors, [mercer.com](https://www.mercer.com).

²¹ PLANSPONSOR (2021), Evaluating ‘To’ vs. ‘Through’ Glide Paths, [plansponsor.com](https://www.plansponsor.com).

En términos de tendencias, la industria ha avanzado hacia una mayor personalización. Desde 2024, han surgido fondos que ajustan sus asignaciones incluso hasta 30 años tras la jubilación²². La tecnología también juega un rol fundamental, ya que algoritmos sofisticados permiten ajustar las carteras en tiempo real considerando variables macroeconómicas, como la inflación y las tasas de interés, garantizando una gestión más precisa del riesgo²³.

En Chile será fundamental incentivar la competencia entre gestores y acompañar la implementación de estos fondos con una estrategia robusta de educación financiera que permita a los afiliados comprender los riesgos y beneficios a lo largo del ciclo de vida.

Australia

Uno de los pilares del sistema australiano de pensiones se conoce como Superannuation. Es un esquema en donde se aporta un porcentaje del salario de los trabajadores a un fondo individual destinado a la jubilación. Estos fondos son gestionados por entidades especializadas y están regulados para resguardar su crecimiento y sostenibilidad.

Con el objetivo de mejorar las pensiones para aquellos afiliados que no toman decisiones activas en la administración de sus fondos, en mayo de 2009, el gobierno encargó una revisión de la Superannuation a un grupo de expertos. Esta iniciativa, conocida como Stronger Super Review, tuvo como misión formular recomendaciones para mejorar la eficiencia del sistema.

Un año después, el 30 de junio de 2010, la comisión entregó su informe final, el cual abordó diez áreas clave. Entre sus propuestas más destacadas estuvo la creación de la opción MySuper, una nueva estructura de fondos por defecto para los afiliados inactivos en la toma de decisiones. La comisión identificó que un problema central del sistema era que suponía que todos los afiliados querían elegir activamente sus inversiones y acceder a diversos servicios adicionales, cuando en realidad muchos de ellos carecían de interés o conocimiento en estos temas. Para remediar esta situación, el grupo técnico propuso lo siguiente²⁴:

- La creación de MySuper, un producto simple y de bajo costo destinado a quienes prefieren no gestionar activamente sus ahorros.
- Que solo MySuper fuera elegible como fondo por defecto.

Inmediatamente, el gobierno encargó evaluar si los fondos generacionales o estrategias de ciclo de vida podían utilizarse como inversión por defecto en MySuper²⁵. Tras este proceso, se decidió adoptar esta estructura, procurando ofrecer alternativas de inversión por defecto

²² FIDELITY'S (2023), Target Date Glide Path: A Research-Driven Approach, [institutional.fidelity.ca](https://www.institutional.fidelity.ca).

²³ VANGUARD (2025), Approach to Target-Date Fund Rebalancing, [institutional.vanguard.com](https://www.institutional.vanguard.com).

²⁴ SUPER SYSTEM REVIEW (2010), Final Report. Chapter 1: MySuper and choice architecture, [treasury.gov.au](https://www.treasury.gov.au).

²⁵ AUSTRALIAN GOVERNMENT (2010), Stronger Super – Government Response, [treasury.gov.au](https://www.treasury.gov.au).

simples y accesibles para los afiliados²⁶. La implementación de esta estrategia de inversión se materializó con la reforma de 2011 (The Stronger Super Reform), la cual determinó la entrada en vigencia de los fondos generacionales a partir de 2014. En otras palabras, Australia se dio tres años desde la aprobación de la reforma para implementar esta nueva alternativa. Desde entonces, la participación de estos fondos en el sistema alcanzó un 32,3% en 2020²⁷.

Las autoridades deberán garantizar que los fondos por defecto equilibren simplicidad, rentabilidad y protección al afiliado. La experiencia australiana destaca cómo el diseño de las carteras de referencia es un punto central para mejorar la eficiencia del sistema.

No obstante, pese a una implementación gradual y bien planificada, diversos estudios han sugerido mejoras en el manejo de riesgo para todos los afiliados, en especial los de mayor edad. Esto ha llevado a los reguladores a poner mayor atención en el diseño y la gestión de los fondos generacionales para resguardar que se alineen mejor con el ciclo de vida de los afiliados.

En Chile, las autoridades competentes enfrentarán un desafío similar: definir carteras de referencia adecuadas y establecer límites que permitan construir estrategias de inversión equilibradas. Además, deberá generar un espacio que fomente la diferenciación entre las AFP, promoviendo así un sistema innovador y eficiente para los afiliados²⁸.

Reino Unido

En noviembre de 2005, el Consejo de Pensiones del Reino Unido presentó dos recomendaciones para mejorar el sistema previsional británico. La primera buscaba hacer más universal la pensión estatal. La segunda proponía un esquema de ahorro en el que los trabajadores fueran afiliados automáticamente, pero con la opción de salirse²⁹.

La introducción de un esquema de capitalización individual requirió definir un marco regulatorio que asegurara estrategias de inversión adecuadas y una gestión eficiente del riesgo. Desde ese informe, se recomendó la existencia de un fondo por defecto que ajustara automáticamente su composición: con una elevada exposición a instrumentos de alto retorno ajustado por riesgo en una primera etapa y con una transición progresiva hacia activos más

²⁶ AUSTRALIAN GOVERNMENT (2011), Stronger Super – Information Pack, [treasury.gov.au](https://www.treasury.gov.au).

²⁷ APRA (2021), Do Australian Lifecycle Funds De-Risk Over Time? Disponible en [apra.gov.au](https://www.apra.gov.au).

²⁸ BROEDERS, D. W. G. A. et al. (2021), Pension Funds' Herding. International, Journal of Central Banking, 17(1), 285-330, [ijcb.org](https://www.ijcb.org).

²⁹ THURLEY, D. (2010), National Employment Savings Trust (NEST) – background, [parliament.uk](https://www.parliament.uk).

defensivos conforme se acercaba la edad de jubilación³⁰. Aunque esta estrategia se planteó inicialmente a nivel individual, en 2009 una consulta del Organismo de Implementación de Cuentas Personales (PADA, por sus siglas en inglés) destacó que los fondos generacionales podían ser una opción más eficiente en costos para gestionar estas transiciones de inversión³¹.

En 2010, se creó el National Employment Savings Trust (NEST), un organismo público diseñado para facilitar el enrolamiento automático establecido por la Ley de Pensiones de 2008³². Desde su inicio, NEST adoptó los fondos generacionales como estrategia de inversión por defecto, brindando a los afiliados la opción de mantenerse en ellos o elegir otra combinación de activos financieros. La confianza en este modelo quedó demostrada en 2018, cuando más del 90% de los afiliados continuaba en el fondo por defecto³³.

El caso británico muestra que un sistema previsional puede combinar opciones por defecto con libertad de elección. Chile puede aprender de esto para ofrecer más flexibilidad sin sacrificar seguridad.

Los fondos generacionales en el Reino Unido siguen una estructura basada en tres fases, cada una con objetivos específicos³⁴:

- Fundación (5 años): Superar la inflación, generar confianza en el ahorro y minimizar el impacto de crisis financieras.
- Crecimiento (30 años): Diversificar inversiones, aprovechar el crecimiento global y reducir el impacto de shocks financieros.
- Consolidación (10 años): Disminuir el nivel de riesgo en la cartera y minimizar la volatilidad a medida que se acerca la jubilación.

Un aspecto distintivo del modelo británico es su amplia oferta de fondos, ya que NEST proporciona alternativas diseñadas para cada año de retiro. Si bien existe esta flexibilidad que permitiría elegir fondos distintos, dado que dichos cambios están regulados y limitados por plazos y condiciones, la mayoría de los afiliados permanecen en sus fondos por defecto³⁵.

Sin embargo, estos cambios están regulados. Aunque es posible optar por otro fondo generacional, se exige un período mínimo entre cambios para evitar decisiones impulsivas que

³⁰ *Ibid.* p.26.

³¹ PADA (2009), Building personal accounts: designing an investment approach, A discussion paper to support consultation, Chapter five: Approaching retirement, gov.uk.

³² NEST (2024), Sitio institucional, nestpensions.org.uk.

³³ NEST (2018), Investment Approach, nestpensions.org.uk.

³⁴ FAWCETT, M. (2024), NEST's Investment Approach using Target Date Funds, spensiones.cl.

³⁵ La cantidad, el tipo de fondos y su rendimiento puede verse en nestpensions.org.uk.

perjudiquen la estrategia a largo plazo. Así, no se permite, por ejemplo, volver al fondo de la propia generación en el mismo año, preservando la esencia y el objetivo de cada fondo.

Hong Kong

En 1995, Hong Kong dio un paso clave en la protección previsional de sus trabajadores al promulgar la "Mandatory Provident Fund Schemes Ordinance" (MPFSO), estableciendo un sistema privado de ahorro para la vejez. Tres años después, en 1998, se creó la entidad encargada de regular y supervisar el nuevo sistema, el Mandatory Provident Fund (MPF), que entró en operación el 1 de diciembre de 2000. Hasta ese momento, solo un tercio de la población activa contaba con algún tipo de cobertura previsional³⁶.

En 2015, el gobierno impulsó una reforma para que todos los afiliados al sistema tuvieran la opción de destinar sus cotizaciones a un fondo por defecto, conocido como Default Investment Strategy (DIS). Aunque ya existían estrategias de inversión por defecto, la novedad fue que, desde entonces, todas las administradoras debían ofrecer al menos esta opción.

La nueva ley estableció que los fondos DIS debían seguir principios de diversificación internacional, reducción progresiva del apetito por riesgo y eficiencia en costos. Se estableció una estrategia de inversión por defecto con transición basada en edad, cuya estructura se divide en dos fondos principales:

- Core Accumulation Fund: Invierte aproximadamente un 60% de la cartera en activos riesgosos, con un rango flexible entre 55% y 65%.
- Age 65 Plus Fund: Reduce la exposición al riesgo, destinando solo un 20% del portafolio a activos riesgosos y el 80% restante a inversiones más seguras.

El traspaso de los ahorros entre estos fondos se inicia a los 50 años y finaliza a los 65, asegurando una transición progresiva hacia una cartera más conservadora en la etapa previa a la jubilación³⁷.

Las estrategias DIS comenzaron a operar en abril de 2017³⁸ en las 32 administradoras existentes. El mérito de la reforma fue determinar una forma clara y homogénea de invertir el dinero de quienes no eligen activamente cómo manejar su ahorro, pero sin quitarles la opción a quienes sí quieren hacerlo.

³⁶ HONG KONG GOVERNMENT (2015), Hong Kong: The Facts. Mandatory Provident Fund, gov.hk.

³⁷ H.K. LEGISLATIVE COUNCIL (2015), Mandatory Provident Fund Schemes (Amendment) Bill 2015, legco.gov.hk.

³⁸ MPFA (2017), Default Investment Strategy (DIS), mpfa.org.hk.

En 2024, había 3,5 millones de cuentas en fondos DIS, lo que representa solo el 31 % del total del sistema MPF. Estos fondos administran activos por USD 17.350 millones, equivalentes al 10 % del total del sistema³⁹.

La experiencia de Hong Kong enseña que los fondos por defecto pueden simplificar las decisiones para los afiliados que no hacen una gestión activa, sin limitar las opciones del resto. En Chile, debemos reconocer que los objetivos y tolerancia al riesgo de cada persona dependen de factores que van más allá del horizonte de vida.

La experiencia de Hong Kong muestra que un buen diseño regulatorio puede facilitar la asignación de perfiles de riesgo entre quienes no toman decisiones activas sobre sus ahorros, sin restringir la libertad de elección de los demás afiliados.

Chile podría enriquecer su sistema de pensiones si reconociera que los objetivos y tolerancia al riesgo de cada persona dependen de factores que van más allá del horizonte de vida. Al igual que en Hong Kong, el sistema podría combinar soluciones simples y bien reguladas para quienes no gestionan activamente sus ahorros, con espacios de libertad para quienes sí desean tomar decisiones por cuenta propia.

Conclusiones

La implementación de los fondos generacionales en reemplazo de los multifondos actuales supone un cambio de paradigma en el sistema de pensiones chileno. Este cambio no debe olvidar que lo importante es avanzar hacia esquemas que maximicen la pensión ajustada por riesgo a lo largo del ciclo de vida, evitando una reducción innecesaria en la libertad de elección de los afiliados, sobre todo cuando se considera que incluso dentro de una misma cohorte, los niveles de aversión al riesgo pueden ser distintos.

Es importante señalar que, en otros países, la asignación por defecto a un fondo generacional se acompaña de la posibilidad de optar por fondos diseñados para otras generaciones. Esto otorga a los afiliados un grado de flexibilidad para ajustar sus inversiones según su apetito por riesgo, lo que podría ser un modelo para considerar en Chile, especialmente si se busca equilibrar la eficiencia con la autonomía de los trabajadores.

En paralelo, un desafío clave será definir los benchmarks con las que se evaluará la gestión de inversiones. Para que las administradoras realmente compitan por rentabilidad, estos

³⁹ MPFA (2025), Statistical Digest, Quarterly Report - December 2024, p. 16, mpfa.org.hk.

benchmarks deben ofrecer márgenes de acción suficientes, evitando esquemas excesivamente restrictivos que limiten la diferenciación entre estrategias. De lo contrario, todas las gestoras tenderán a replicar el mismo portafolio, con escaso valor agregado para los afiliados. En este aspecto, una referencia útil es el modelo mexicano, que incorpora el Tracking Error para supervisar el riesgo, sin ahogar la capacidad de gestión de los administradores.

La transición hacia los fondos generacionales también debe tener en cuenta los riesgos asociados a una implementación demasiado acelerada. La experiencia de Australia muestra que, a pesar de una transición gradual de tres años, han surgido aprensiones respecto a un inadecuado apetito por riesgo inducido por la regulación. Por lo tanto, es fundamental que Chile aborde con cautela este proceso, asegurando que las estrategias de inversión sean realmente apropiadas para cada etapa de la vida.

A su vez, es importante definir cláusulas de escape frente a escenarios de riesgo, en caso de que, durante los primeros años de la nueva estrategia, se presente una grave crisis económica. Por ello, el esquema chileno también debe contar con la flexibilidad necesaria para modificar temporalmente las estrategias de inversión ante eventos exógenos, garantizando de esta manera la estabilidad del sistema a lo largo del tiempo.

Finalmente, es crucial que, independientemente de los cambios estructurales, se invierta en la educación previsional y financiera de la población. La información y el conocimiento adecuado son la clave para que las personas comprendan el funcionamiento del sistema y puedan tomar decisiones informadas cuando tengan la opción de elegir entre distintas estrategias.

