

AFP: Fondo E y derivados especulativos

Por

Juan Luis Guzmán García-Huidobro

23 OCTUBRE 2026



Fondo E lidera las ganancias en septiembre y lo que va de 2024 Andres Perez

Compartir

[Twitter](#)[Facebook](#)[Whatsapp](#)[LinkedIn](#)[Email](#)

[Comentarios](#)

Se han dado a conocer fuertes pérdidas en el Fondo E de pensiones: una rentabilidad real de -4,9% en septiembre y de -10,4% entre enero y septiembre. Llama la atención, pues se trata de un fondo de renta fija y, supuestamente, el más conservador del sistema. Para los afiliados, mucho de ellos cerca de pensionarse, el desempeño es ciertamente desalentador.

En la práctica, lo único fijo de un bono es su tabla de desarrollo, es decir, el calendario de pagos que promete. Su precio de mercado depende de la tasa de descuento con la que se valoran esos pagos: cuando las tasas suben, el valor presente del bono cae y, cuanto más largo es su plazo, mayor es la caída.

Los derivados financieros, que son instrumentos generados para cobertura, arbitraje o especulación, siguen una lógica muy similar. En un swap de tasas, una parte paga una tasa fija y la otra, una variable; si se paga una tasa fija durante muchos años, el valor del contrato cambia con cada movimiento de la curva de tasas. Las AFP pueden usarlos para cubrir riesgos o administrar sus carteras, pero ninguna cobertura protege frente a todos los movimientos del mercado.

Pensemos en una estrategia que combine un swap a corto plazo con otro a largo plazo, ambos calibrados para compensarse entre sí. Si todas las tasas suben por igual, lo que se pierde en una posición se gana en la otra, y la cartera parece “neutral”. Pero si las tasas largas suben mucho más que las cortas (lo que los especialistas llaman un empinamiento de la curva), la compensación se rompe. En un ejemplo simple, si la tasa a dos años sube 0,01% y la de diez años 0,5%, la pérdida del tramo largo puede ser cincuenta veces mayor que la ganancia del tramo corto. Ser neutral ante un riesgo no equivale a serlo a todos.

Una dinámica como la anterior es justamente la que explica las pérdidas del Fondo E, y con un valor punto base (agregado) de las AFP alcanzando US\$ 130 millones. Esto, pese a considerarse un fondo de renta fija y, supuestamente, el más conservador.

En consecuencia, los resultados muestran que perder por el empinamiento de la curva *swap* implica que la estrategia no se puede calificar como riesgo-neutral. Finalmente, es una estrategia especulativa, aun haciendo cambios dinámicos en el portafolio de

swaps.

A lo anterior se agrega un problema de liquidez. Cuando un derivado se mueve en contra, la contraparte puede exigir garantías en efectivo, llamadas “margin calls”. No siempre son pérdidas definitivas, pero obligan a disponer de dólares en caja y, en ciertos escenarios, eso puede ser tan crítico como la rentabilidad. La propia normativa previsional contempla expresamente los derivados sujetos a llamados de garantía.

Las inversiones en dólares suelen cubrirse con derivados para rentar en UF a los afiliados. Con el dólar cerca de \$1.000, esas coberturas también se revalorizan a diario y pueden generar nuevas exigencias de garantías, aunque el activo cubierto gane valor. Por eso, un derivado no puede evaluarse de forma aislada de aquello que protege.

La discusión, por cierto, no es si los derivados son “buenos” o “malos”: son herramientas. La pregunta es si los riesgos que crean o transforman están bien medidos, si hay suficientes colchones de liquidez y si los escenarios adversos considerados son realmente exigentes.

La caída del Fondo E nos muestra que “conservador” significa menor riesgo relativo, no ausencia de riesgo. Lo ocurrido es el caso de derivados usados para especulación donde no se observa una contraparte cubierta. A gran escala, aprendimos en 2008 con la crisis subprime cuán riesgosa puede llegar a ser la especulación con derivados, pero cuando se usan para cobertura resultan útiles para enfrentar los movimientos adversos del mercado.

Por Juan Luis Guzmán García-Huidobro, Director del Diplomado en Finanzas Avanzadas para el Mundo del Trabajo de Universidad de Las Américas

Más sobre: [Fondo de pensiones](#) [Derivados financieros](#)

NEWSLETTER