KONA CAPITAL

ESTUDIO · MERCADO DE CAPITALES

Fondos generacionales: presión sobre las tasas, sobre los retornos, y la necesidad de usar derivados.

El nuevo régimen eleva la demanda de renta fija local de largo plazo en un mercado de profundidad y liquidez limitadas. Los derivados de tasa son la vía para transitarlo sin distorsionar los precios.



Álvaro Taladriz · Kona Capital

www.konacapital.cl · Noviembre 2026

EL HECHO QUE ESTE ESTUDIO BUSCA INFORMAR

El régimen pide duración y, a la vez, limita el instrumento natural para construirla.

El nuevo régimen fija a cada fondo metas de duración —cercanía a su benchmark— y, al mismo tiempo, limita el uso de derivados de tasa por su exposición bruta bajo un escenario de estrés. Este trabajo muestra que esas dos reglas pueden entrar en tensión, y propone cómo medir el riesgo de los derivados para que no ocurra.

LO QUE EL RÉGIMEN EXIGE

Una cartera con **duración creciente** al envejecer el afiliado —cercanía al **benchmark** generacional, que concentra la sensibilidad en el **tramo de 10 años y más**.

LO QUE EL RÉGIMEN LIMITA

El uso de **derivados de tasa**, medido por su exposición **bruta** ante un shock —**sin distinguir** si la posición agrega o reduce el riesgo de tasa neto de la cartera.

Es, antes que un ejercicio de pensiones, un argumento de **mercado de capitales y de diseño regulatorio**.

EL DIAGNÓSTICO · EN TRES FRASES

Si no leyera nada más, estas tres resumen el estudio.

1

La demanda de renta fija larga sube fuerte, y es permanente.

Al envejecer, la cartera de cada afiliado pasa de **~5% a ~65%** de RF local. La presión se concentra en el **tramo largo** y en las etapas cercanas a la jubilación, y persiste por el envejecimiento, el crecimiento del AUM y la reposición de duración.

2

El mercado físico no alcanza a proveerla a participación prudente.

En el tramo largo, la AFP necesitaría absorber del orden de **55–60%** del volumen accesible —**2 a 3 veces** el rango prudente de **15–25%**—, lo que la vuelve un **jugador dominante** en un *free-float* estrecho.

3

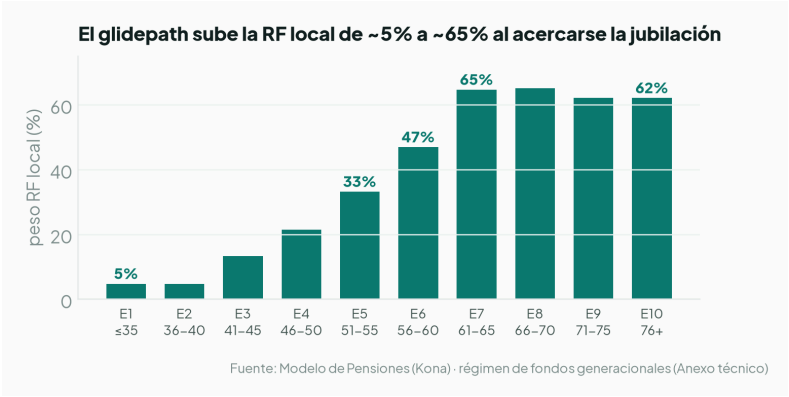
Hay una posible inconsistencia dentro del propio régimen.

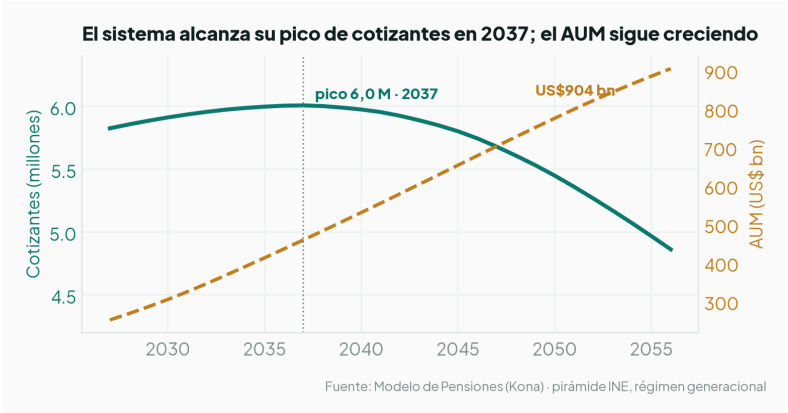
El instrumento que evita volcar esa presión sobre el papel escaso —el **derivado de tasa**— es el mismo que el límite de estrés, medido en **bruto**, puede volver inviable justo cuando se usa para *acercarse* al *benchmark*.

Dos riesgos que no escondemos: los derivados **trasladan** parte de la presión a otro mercado —también limitado—, y el costo en pensiones es una **simulación condicionada**, no un pronóstico.

PARTE I · LA DEMANDA DE DURACIÓN

El glidepath y la demografía arman un comprador grande, creciente y de horizonte largo.





El peso de la RF local sube de **~5% a ~65%** con la edad, y el **saldo** es mayor cerca de la jubilación: la demanda de duración se concentra en las cohortes mayores. Los cotizantes hacen **pico hacia 2037**, pero el **AUM sigue creciendo** —el comprador pesa más sobre el mercado con el tiempo.

CÓMO LEER ESTE DECK · LA MÉTRICA

Todo el análisis vive en una sola unidad: la sensibilidad de tasa, medida en DV01.

La sensibilidad de tasa es cuánto cambia el valor de una cartera cuando la tasa de interés se mueve. Expresada en años se llama duración; para sumar y comparar posiciones de distinto tamaño, conviene expresarla en dinero.

DV01 · DOLLAR VALUE OF A BASIS POINT

Cuánto cambia el valor de una posición cuando la tasa se mueve **1 punto base** (0,01%). Es la duración expresada en dinero —**US$ por pb**— en vez de en años:

DV01 ≈ nocional × duración modificada × 0,0001

UN EJEMPLO

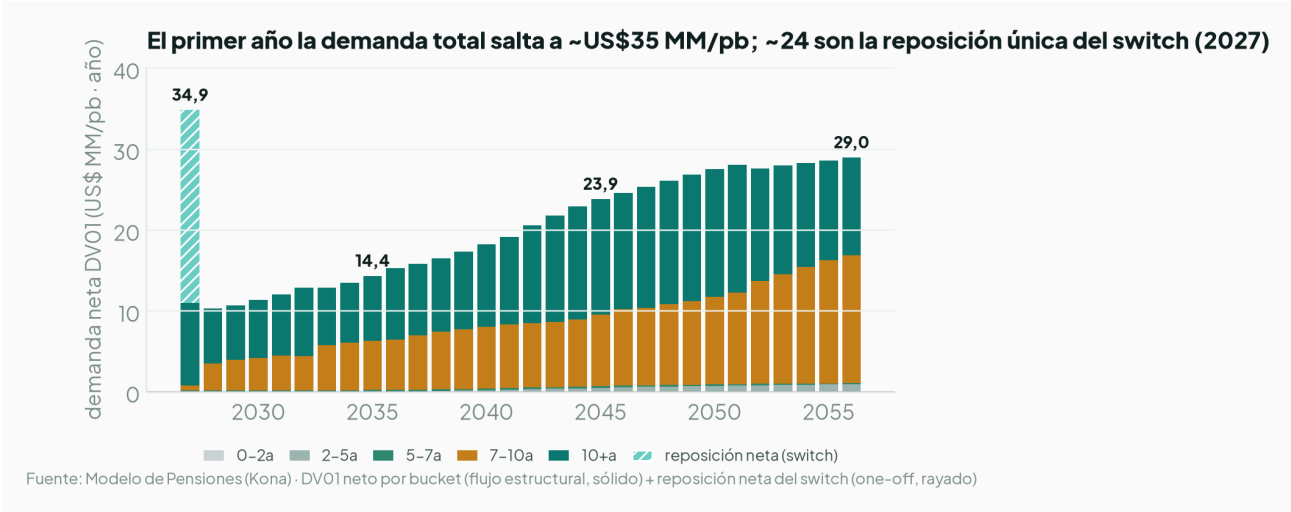
Una posición de **US$100 millones** con **duración 10** tiene un DV01 de **~US$100 mil por pb**.

El mismo DV01 puede obtenerse comprando el bono o tomando un swap: un número los hace comparables.

Todos los gráficos de **demanda, capacidad y déficit** de este deck están en DV01 (US$ MM/pb). Ponerlo todo en la misma unidad —y **por tramo de la curva**— es lo que permite cruzar la demanda de la AFP con lo que el mercado puede proveer.

PARTE I · LA TRAYECTORIA DE LA DEMANDA

Grande, creciente y concentrada en el tramo largo —con un primer año que se dispara.

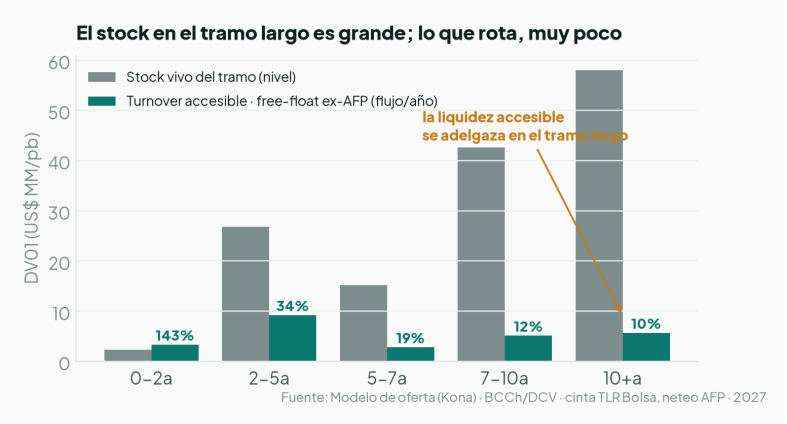


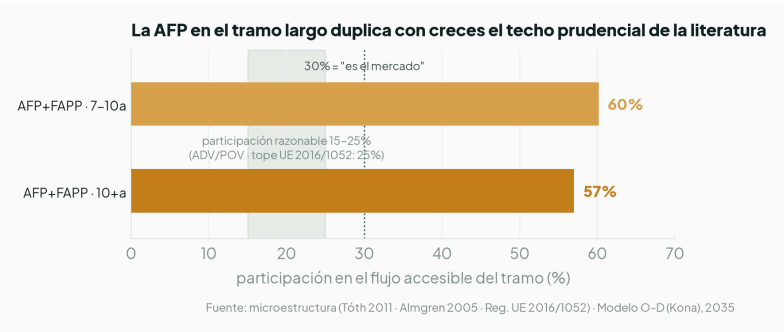
Fuente: Modelo de Pensiones (Kona) · DV01 neto por bucket (flujo estructural, sólido) + reposición neta del switch (one-off, rayado)

El primer año (2027) la demanda total salta a **~US$35 MM/pb**: unos **~24** son la **recomposición one-off** hacia el benchmark largo y **~11** el flujo estructural. Toda la demanda se mide en **DV01** —duración en dinero—, para comparar la sensibilidad por el bono y por el swap.

PARTE II · LA CAPACIDAD DEL MERCADO

El free-float se adelgaza justo en el tramo largo, donde la AFP ya sería jugador dominante.

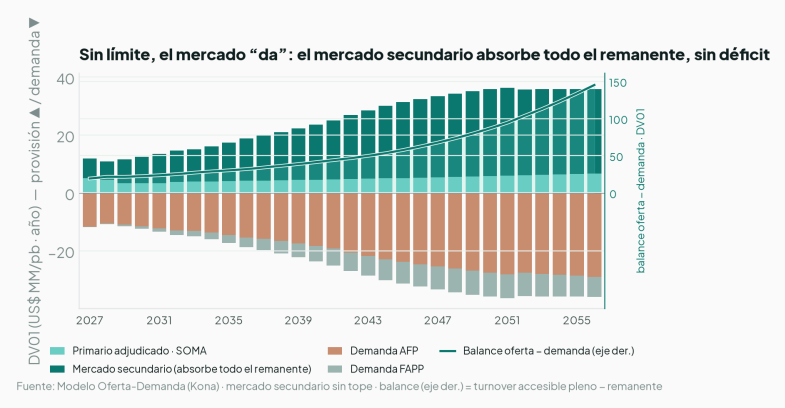




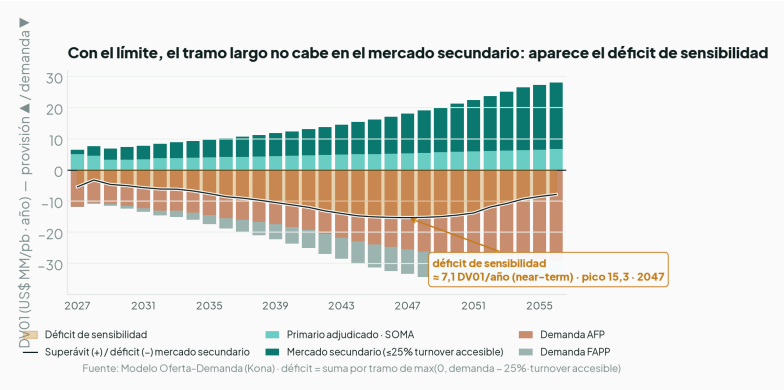
Lo que importa no es el stock sino el **turnover accesible** —el flujo que rota y no está en manos buy-and-hold—, y en el tramo largo es **delgado**. Ahí la participación estimada de la AFP (**55–60%** del flujo) queda muy por sobre el rango prudente de **15–25%** que la literatura y la práctica usan como referencia.

EL BALANCE · OFERTA Y DEMANDA DE DURACIÓN

Sin límite el mercado “da”; con el límite prudente aparece el déficit de sensibilidad.



Fuente: Modelo Oferta-Demanda (Kona) · mercado secundario sin tope · balance (eje der.) = turnover accesible pleno − remanente

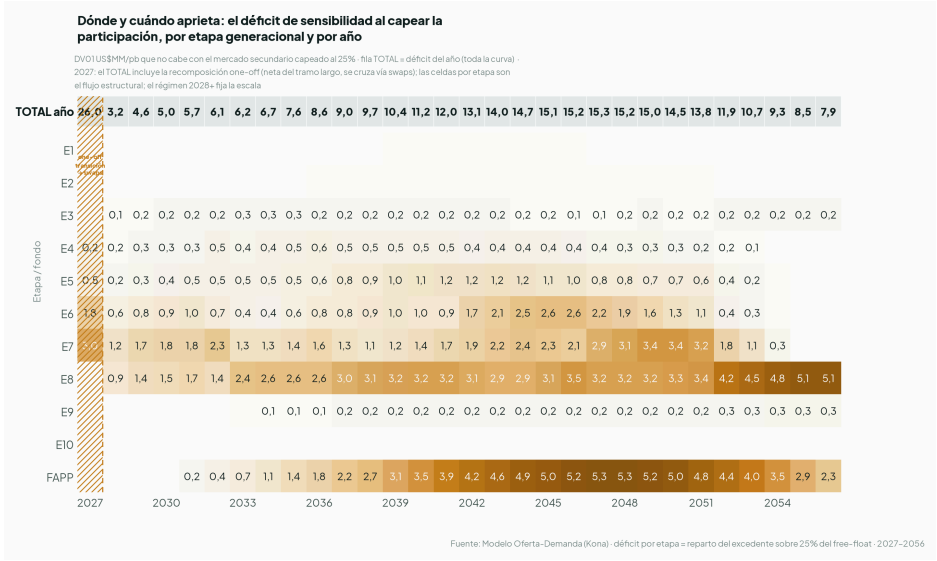


Fuente: Modelo Oferta-Demanda (Kona) · déficit = suma por tramo de max(0, demanda − 25%·turnover accesible)

Si se deja que el mercado secundario entregue todo lo que se le pide, el balance **cierra**. Pero al imponer la participación prudente como tope, lo que no cabe **sin pasar a ser el mercado** queda como un **déficit de sensibilidad** de orden **~US$7 MM/pb al año**, con picos hacia **~US$15**. Es la sensibilidad que la AFP debe adquirir por otra vía.

PARTE III · LOS DERIVADOS DE TASA

El swap entrega la duración sin consumir el papel escaso —pero ese mercado también tiene límite.



TRAMO	LIBRO CÁMARA PESO AFP DV01 US$ MM/pb · hoy
Hasta 5a · parte media	**+3,5**
10 años y más · tramo largo	**+0,9**
Total	**+4,3**

El déficit (heatmap) es la sensibilidad de tasa que ni la emisión primaria ni el mercado secundario a participación prudente alcanzan a proveer, y que la AFP debe capturar en el **mercado de derivados de tasa** —por etapa y por año. El libro de cámara en pesos que ya existe cubre una **fracción menor** y vive en la **parte media** de la curva: la demanda larga es **incremental**, no está pre-tomada.

La base de contrapartes del swap es **más ancha** que la del cash y por eso descomprime; pero alguien debe pagar tasa al plazo largo —el swap **amplía los rieles**, no cierra el problema. El BCCh (IEF 2S-2026) documenta este canal sin distorsiones en el mercado local.

PARTE IV · LA INCONSISTENCIA REGULATORIA

Medir el derivado en bruto penaliza la cobertura que el propio régimen exige.

El límite mide la exposición bruta del derivado sin distinguir su signo. Pero armar la cartera de mínimo tracking error contra el benchmark ya obliga a usar swaps —y esa cobertura, que reduce el riesgo, de todos modos consume el límite de estrés.

EL RIESGO HACIA ADELANTE

Bajo una participación prudente y **sin siquiera sobreponderar la duración**, el ejercicio sugiere que **algunas etapas generacionales tocarían su límite de escenario de estrés en un horizonte no muy lejano** —por el solo hecho de seguir el benchmark.

POR QUÉ IMPORTA

La regulación podría **exigir una cartera** y, a la vez, **limitar los instrumentos** para construirla eficientemente. La inconsistencia es **independiente** del tamaño exacto del déficit o del efecto en pensiones.

La tensión deja de ser abstracta en la **ventana de la transición**, cuando el consumo del límite llega concentrado en un solo año —el caso más nítido de por qué conviene medir el derivado en **neto y por riesgo**.

PARTE IV · LA INCONSISTENCIA REGULATORIA

El límite fija cuánto pueden perder los derivados bajo un shock de tasa —y lo mide en bruto.

El régimen fija un límite al escenario de estrés de los derivados de tasa: ante una apertura de tasa, la pérdida de la cartera agregada de derivados no puede superar un porcentaje del valor del fondo. Se mide sobre la exposición bruta —sin netear contra el libro físico y excluyendo la cobertura de moneda.

TOPE POR ETAPA % del valor del fondo	LÍMITE DE ESTRÉS
Etapas **E1–E5** · lejos de la jubilación	**3,0%**
Etapas **E6–E10** · cercanas y en jubilación	**2,5%**

LA PROPUESTA

Medir ese riesgo en **neto** —la contribución del derivado al riesgo de tasa **neto de la cartera frente al benchmark** (el cambio en el *tracking error* / DV01 neto ante el shock)—, no la pérdida bruta de la pata de derivados aislada. Así, la cobertura que **reduce** el riesgo deja de penalizarse como si lo **agregara**.

El escenario exacto lo fija una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones (en trámite). Como referencia, este trabajo usa una apertura paralela de **+100 pb** (pérdida ≈ DV01 × 100 pb) —no es la norma, es el **proxy del ejercicio**.

LA RECOMENDACIÓN

Medir el riesgo de los derivados en neto y por riesgo —con resguardos de liquidez.

QUÉ MEDIR

Neto y por riesgo

Pasar de medir **exposición bruta** a medir el **riesgo neto** de la cartera: distinguir la cobertura que **reduce** el riesgo de tasa frente al benchmark de la posición direccional que lo **agrega**.

CON QUÉ RESGUARDOS

Liquidez

Respaldo de las **garantías en activos líquidos** (Razón de Cobertura de Liquidez) y supervisión de la **capacidad del mercado de swaps** al tramo largo —días para montar o deshacer la sensibilidad.

A QUÉ RITMO

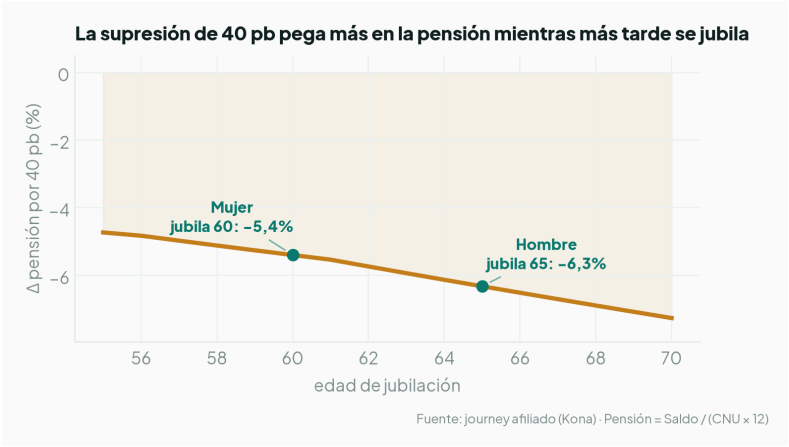
Transición gradual

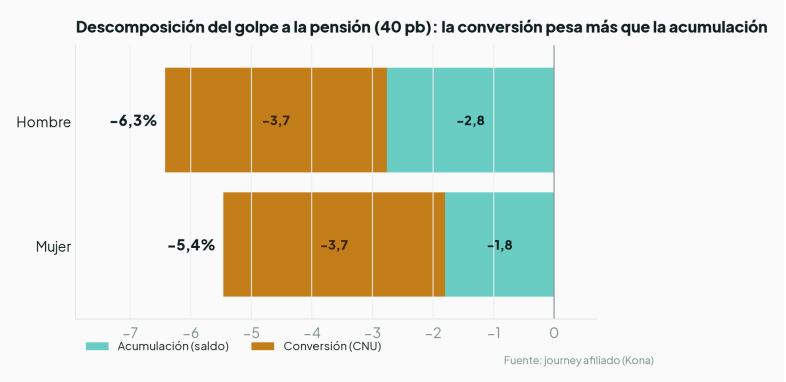
Admitir un **ajuste más gradual** para que el consumo *one-off* del límite no llegue de golpe en un solo año —aplana la presión sin eliminar el déficit, pero lo hace manejable.

La flexibilidad para gestionar la sensibilidad de tasa —derivados incluidos, medidos por su riesgo neto— **no es un riesgo a contener, sino una condición** para que la demanda que viene no se traduzca en una distorsión de tasas que pague el propio afiliado.

EL COSTO EN PENSIONES · SIMULACIÓN CONDICIONADA

Si la sobredemanda suprimiera la tasa larga, el costo se dimensiona en ~6% de pensión.





No es un pronóstico: dimensiona lo que estaría en juego. Una supresión central de **−40 pb** implica del orden de **−6% de pensión** (hasta ~8% en estrés), por **acumulación** (el portafolio rinde menos) y **conversión** (una curva más baja encarece la anualidad). Escenarios H/M: **−25 pb** −4,0/−3,4 · **−40 pb** −6,3/−5,4 · **−50 pb** −7,9/−6,7 · **−75 pb** −11,5/−9,8.

SÍNTESIS

La demanda estructural de duración larga supera la capacidad del mercado físico —y los derivados son la vía para transitarlo.

- El régimen generacional y el FAPP introducen una **demanda de duración** nueva, creciente y **concentrada en el tramo largo** de la curva local.
- La **capacidad de absorción** del mercado en ese tramo es limitada —incluso bajo supuestos conservadores—, lo que ubica la participación de la AFP muy por sobre el rango prudente.
- Los **derivados de tasa** son la vía para obtener esa sensibilidad sin volcar la presión sobre el mercado físico; **restringirlos concentraría** la distorsión que se quería evitar.

La recomendación —medir el riesgo de los derivados en **neto y por riesgo**, con resguardos de liquidez y una transición gradual— es el hallazgo más robusto, y no depende del tamaño exacto del efecto en pensiones.

KONA CAPITAL

Sistematicidad · Filosofía · Implementación

KONA CAPITAL

Sistematicidad · Filosofía · Implementación

