



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Simulación sobre el impacto del aumento en la tasa de cotización sobre el mercado de renta fija local

FICHA TÉCNICA

Marcelo Marambio Llanco

marcelo.marambio@humphreys.cl

Savka Vielma Huaiquiniir

savka.vielma@humphreys.cl

Diciembre 2025

La reforma previsional aprobada en Chile en 2025 establece un nuevo sistema mixto de pensiones que mantiene la capitalización individual como eje central e incorpora un componente contributivo solidario de carácter acotado, financiado por los empleadores. En agosto de 2025, comenzó la implementación gradual de un aumento de 8,5 puntos porcentuales en la cotización previsional de cargo del empleador, de los cuales 1,5 puntos corresponden a aportes ya vigentes que se integran al nuevo esquema. Esta cotización adicional se suma al 10% actualmente aportado por el trabajador, incrementando progresivamente la tasa total de contribución. De estos 8,5%, 4,5 puntos se destinan a las cuentas individuales de los afiliados, mientras que los 4 puntos restantes se canalizan al Seguro Social Previsional, administrado por el recientemente creado Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP). Cabe señalar que, dentro de este 4%, 1,5 puntos corresponden a flujos transitorios que, aunque inicialmente se utilizarán para financiar el beneficio por cotización por año, serán posteriormente restituidos a los afiliados al momento de su jubilación.

El objetivo de esta ficha es medir el posible impacto de la reforma previsional sobre el volumen de activos administrados por las AFP y el FAPP entre 2025 y 2034, a través de la comparación de dos escenarios: uno con la reforma implementada y otro sin ella. A partir del diferencial observado entre ambos, se estima el volumen adicional de recursos que podría destinarse a inversiones en instrumentos de renta fija local, considerando la composición histórica de los portafolios previsionales.

En este contexto, se presenta un análisis simplificado del efecto que el incremento en la tasa de cotización podría tener sobre el tamaño del mercado de renta fija nacional. Si bien este impacto no es el objetivo central de la reforma, constituye una externalidad significativa para el desarrollo del mercado de capitales en Chile.

Para ello, se proyectaron dos escenarios: uno con los flujos generados por el aumento gradual de la cotización patronal y otro en que la cotización se mantiene constante en 10%. Ambas simulaciones fueron desarrolladas en términos reales, expresados en UF, bajo la siguiente modelación:

$$SA AFP_{i,t} = SA AFP_{i,t-1} * (1 + r_t) + FCotizaciones_{i,t} - PP_t$$

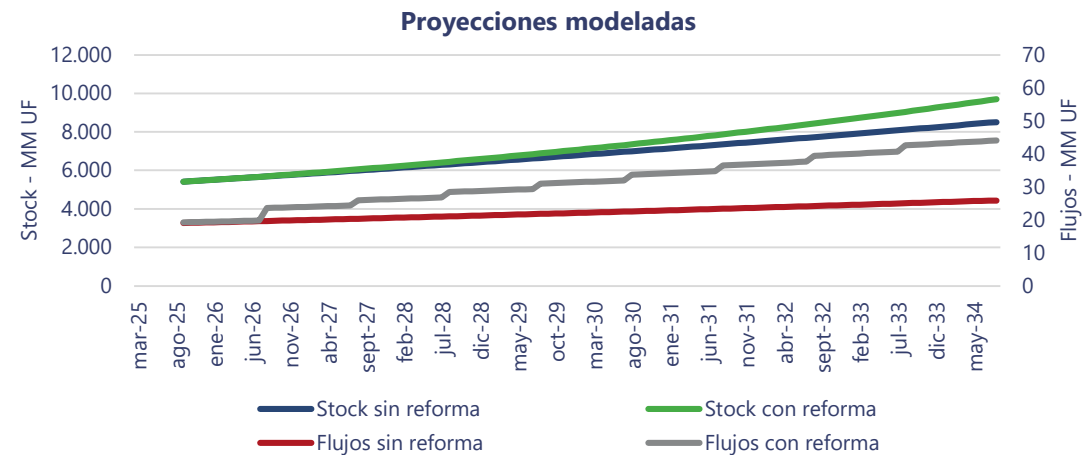
Donde:

- $SA AFP_{i,t}$ corresponde al *stock* de activos de las AFP bajo el escenario i en el período t .
- r_t es la tasa de retorno esperada del periodo.
- $FCotizaciones_{i,t}$ es el flujo de cotizaciones del escenario i para el período t .

- PP_t representa el flujo de pagos por pensiones en ese mismo período.
- Existen solo dos escenarios de i : con y sin reforma.

El modelo descrito tiene como propósito simular el flujo teórico agregado del *stock* de activos administrados por las AFP, sin pretender replicar con exactitud su funcionamiento operativo real. Se trata de una simplificación metodológica que, bajo ciertos supuestos —detallados en el Anexo— permite proyectar ambos escenarios y comparar sus resultados de manera aproximada. A partir de esta base, se obtuvieron las siguientes estimaciones:

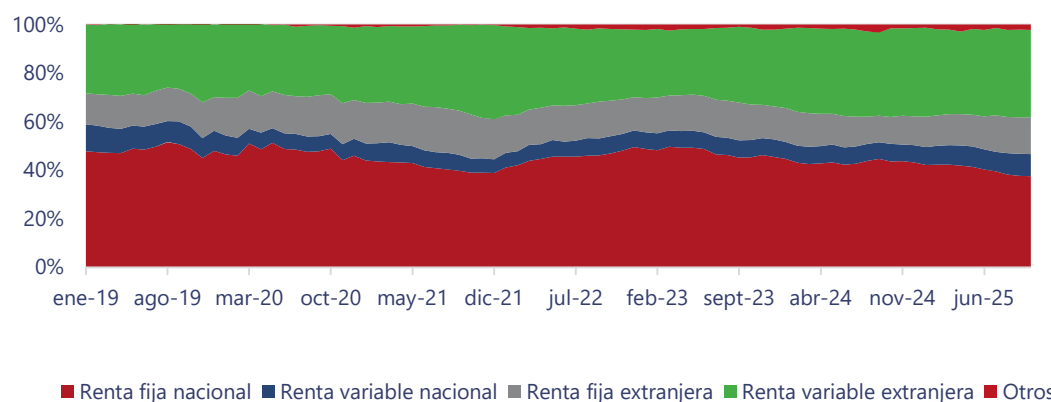
Para agosto de 2034, el escenario con reforma —que contempla un incremento de 7 puntos porcentuales adicionales en la cotización del empleador— muestra un aumento acumulado en los flujos previsionales de 42,8% respecto al escenario sin reforma, lo que equivale a aproximadamente UF 1.032 millones. Suponiendo que un 40%¹ de estos recursos se destine a instrumentos de renta fija local, proporción que corresponde a aproximadamente el promedio observado en los últimos doce meses en la composición de cartera de las AFP, esta inyección representaría un 6,3% del tamaño del dicho mercado a junio de 2025.



¹ Esta proporción no contempla eventuales ajustes en la composición de los portafolios de las AFP derivados de la implementación de los fondos generacionales, cuya transición podría modificar gradualmente la asignación de sus carteras de activos.

Asimismo, al aplicar la rentabilidad estimada al *stock* acumulado y descontar los pagos por pensiones, el diferencial entre ambos escenarios asciende a UF 1.190 millones hacia 2034. Bajo el mismo supuesto de asignación del 40%¹ a instrumentos de renta fija local, esta brecha representaría aproximadamente un 7,2% del mercado de deuda nacional al cierre del primer semestre de 2025.

Composición de cartera de inversiones AFP



Estos resultados permiten concluir que la reforma previsional de 2025, si bien orientada principalmente a mejorar las pensiones, generará efectos colaterales significativos sobre el sistema financiero chileno. En particular, el aumento sostenido de los flujos previsionales fortalecerá la profundidad del mercado de renta fija local, con implicancias potencialmente positivas en términos de liquidez y abaratamiento del financiamiento de largo plazo para emisores públicos y privados.

No obstante, este escenario también plantea desafíos. El principal, será la capacidad del mercado de absorber de forma eficiente estos nuevos flujos sin generar distorsiones en precios o riesgos de concentración. A ello se suma la necesidad de garantizar una gestión prudente y transparente del FAPP, cuya evolución determinará en buena parte el impacto efectivo de la reforma en el ecosistema previsional y financiero.

En definitiva, la reforma previsional no solo transforma el sistema de pensiones, sino que también abre una nueva etapa para el desarrollo del mercado de capitales chileno, con mayores flujos, nuevos actores y la oportunidad de consolidar un financiamiento interno más robusto, sostenible y competitivo.

ANEXO

Los insumos utilizados para alimentar el modelo se construyeron a partir de los siguientes supuestos y fuentes de información.

El *stock* inicial de activos administrados por las AFP corresponde al valor reportado por la Superintendencia de Pensiones a septiembre de 2025. A partir de este valor base, se aplicó la fórmula del modelo descrito en el informe para proyectar la evolución del *stock* bajo ambos escenarios (con y sin reforma).

El flujo de cotizaciones se estimó considerando el ingreso mensual promedio de los cotizantes, utilizando para ello la variación real promedio de los últimos diez años, junto con la evolución del número de cotizantes publicada por la Superintendencia de Pensiones². El producto entre estos dos factores y la tasa de cotización correspondiente a cada escenario permitió proyectar los flujos de cada periodo. En el caso del escenario con reforma, los incrementos en la tasa de cotización se incorporaron conforme al calendario obtenido en la página del Ministerio de Hacienda³.

El flujo de pagos por pensiones se proyectó a partir de la tasa de crecimiento del número de pensionados y la evolución de la pensión⁴ promedio, considerando el mismo período de referencia. El producto de ambas variables permitió estimar los egresos previsionales para cada periodo.

Además, si bien las AFP administrarán únicamente 4,5 de los 8,5 puntos porcentuales de cotización adicional a cargo del empleador, y el resto será gestionado por el FAPP, esta simulación asume — por razones de simplificación— que la totalidad de dichos flujos es administrada bajo los mismos supuestos de rentabilidad y política de inversión aplicados por las AFP.

Para estimar la rentabilidad del *stock* de inversiones, se utilizó el promedio ponderado de los retornos reales por tipo de fondo observados entre septiembre de 2002 y octubre de 2025, aplicando como ponderador la distribución relativa de los fondos entre diciembre de 2015 y

² Obtenido a partir de las fichas de estadística previsional de la Superintendencia de pensiones.

³ Obtenida a partir del siguiente vínculo el día 2 de diciembre de 2025:
<https://www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/implementacion-de-la-reforma-previsional-nueva-cotizacion-del-empleador-regira>.

⁴ Solo considera componente autofinanciado.

diciembre de 2024. Los datos fueron obtenidos a partir de los informes oficiales publicados por la Superintendencia de Pensiones⁵.

Por último, al analizar la composición de las carteras de inversión de las AFP, se observa que en los últimos cinco años han destinado en promedio un 43,7% de sus recursos a instrumentos de renta fija local. Esta proporción ha mostrado una leve tendencia a la baja, alcanzando un promedio de 40,8% en los últimos doce meses. En base a esta trayectoria, y con fines referenciales, se asume que el 40%¹ del aumento en el *stock* de activos administrados por las AFP y el FAPP, producto de la mayor recaudación generada por la reforma, se destinaría a inversiones en renta fija nacional. Cabe mencionar, no obstante, que este supuesto no considera eventuales ajustes en la composición de las carteras de inversión de las AFP que podrían surgir con la implementación de los fondos generacionales, cuya transición podría conllevar un rebalanceo en los instrumentos en los que se invierte.

Estos supuestos permiten generar una aproximación simplificada del impacto potencial de la reforma en el mercado de capitales local.

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento.

⁵ Obtenido a partir de los informes de inversiones y rentabilidad de los fondos de pensiones de la Superintendencia de pensiones.