

## Rentabilidad de los Fondos de Pensiones Debe Evaluarse en el Largo Plazo

- ❖ Los afiliados jóvenes que no se cambiaron a un fondo de más renta fija antes de las bajas bursátiles, al hacerlo ahora hacen efectiva una pérdida que dificulta la recuperación de su fondo cuando los mercados suban.
- ❖ Los Fondos de Pensiones han enfrentado varias crisis, y en un tiempo más breve de lo que se pensaba, se recuperó con creces el valor de las inversiones.
- ❖ En las crisis los Fondos de Pensiones han tenido un desempeño superior al obtenido por las acciones mundiales y el mercado de deuda chileno.
- ❖ La rentabilidad esperada de los multifondos en el largo plazo debiera estar entre UF + 7% para el fondo tipo A y UF + 4% para el fondo tipo E, como promedio real anual.

### Introducción

Las economías más importantes del mundo están sufriendo los efectos de una crisis que se inició hace más de un año con las hipotecas subprime en Estados Unidos y se extendió a los sistemas financieros de otras economías desarrolladas.

Con el alza de la energía, especialmente del petróleo, y de los alimentos, resurgió el fenómeno inflacionario, generándose un cuadro de alta incertidumbre y de menor crecimiento económico.

Chile es parte del mundo y los problemas de las grandes economías nos llegan a través de diferentes canales.

La rentabilidad de los Fondos de Pensiones ha experimentado una fuerte caída en los últimos meses, producto de las bajas de los mercados accionarios externos e interno.

### Inversiones de Largo Plazo

Sin el propósito de minimizar la profundidad de la crisis financiera actual, la menor valorización de los fondos debe ser observada en un contexto de largo

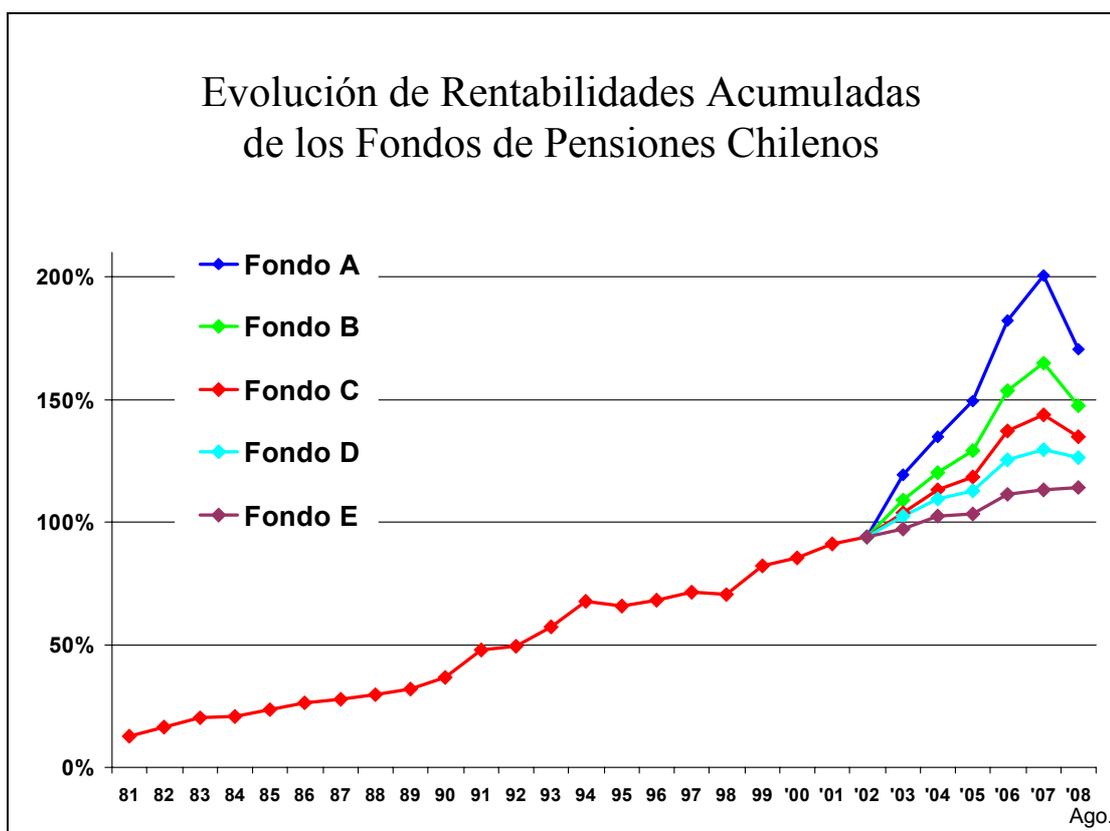
plazo, como el que se aprecia en el gráfico N°1. Esto porque el largo plazo es el horizonte con el que son invertidos los ahorros para pensiones.

Evaluar los resultados de un periodo breve puede distorsionar la percepción del desempeño de éstos e inducir a los afiliados a tomar decisiones precipitadas que pueden a la larga resultar perjudiciales.

En 27 años, hasta agosto pasado, la rentabilidad promedio anual del sistema ha sido de UF + 9,48% (fondo tipo C). Este resultado incluye periodos de rentabilidad negativa, como los años 95 y 98, y otros de altísimos retornos, como los años 1982 y 1991, en que se obtuvieron UF + 28,5% y 29,7%, respectivamente.

El desempeño de los multifondos, entre el 2002 y el 2007 mostró un retorno promedio anual de UF + 10,47%, resultado que baja a un promedio anual de UF + 7,36% al incluir los primeros ocho meses de este año.

Gráfico N°1



Pese a la caída experimentada hasta agosto, la rentabilidad acumulada por aquellos afiliados en el Fondo A, el más riesgoso, presenta una rentabilidad acumulada de UF + 84,3%. Se compara favorablemente a la rentabilidad acumulada en igual período del Fondo E que es de UF + 20,7%. (ver cuadro N°1)

**Cuadro N°1**  
Rentabilidad Multifondos

	Dic.07 Ago.08 (Año)	Sept.02 Ago.08 (Anualiz)	Sept.02- Ago.08 (Acumul)
A	-15,01%	10,85%	84,27%
B	-10,65%	7,90%	57,00%
C	-6,42%	6,16%	42,60%
D	-2,49%	5,01%	33,63%
E	1,00%	3,21%	20,66%

#### Un Menor Valor Transitorio es Distinto a una Pérdida Efectiva

Al examinar el comportamiento en rentabilidad de los fondos se debe tener presente que la rentabilidad negativa no puede ser interpretada directamente como una pérdida, menos tratándose de ahorros de largo plazo.

Una rentabilidad negativa expresa un menor valor de los instrumentos que componen una cartera. Sin embargo, para que esta pérdida se haga efectiva debe haber venta de los instrumentos financieros. Una baja en los precios se convierte en pérdida cuando los afiliados se cambian de un fondo de mayor riesgo que ha tenido una fuerte baja de rentabilidad a uno de renta fija porque las AFP deben vender los instrumentos para cambiar a ese afiliado. También cuando los afiliados se pensionan y se van a una renta vitalicia y retiran excedentes de libre disposición en momentos en que los precios se han deteriorado.

Esto es importante porque tiene que ver con las posibilidades de recuperar el valor del ahorro en concordancia con la recuperación de los mercados.

Adicionalmente, es importante destacar que los Fondos de Pensiones poseen una mínima exposición en los títulos de instituciones comprometidas directamente en la crisis, gracias a la existencia de límites de inversión y alta diversificación del portafolio.

### Comparación Retornos Distintas Inversiones

No es fácil comparar el rendimiento de los fondos de pensiones con otros instrumentos, porque el ahorro previsional tiene características especiales. Es ahorro obligatorio; de largo plazo; se canaliza a través de cinco tipos de fondos; está sujeto a diversos límites y a un conjunto de regulaciones que no poseen otros administradores de ahorros de terceros.

Considerando lo anterior la rentabilidad de los fondos ha caído en los últimos 12 meses menos que los mercados en los cuales invierten los fondos, como por ejemplo el mercado accionario local, EEUU, Europa, Asia. (ver cuadro N°2)

Al comparar los fondos de pensiones con los fondos mutuos accionarios nacionales y extranjeros presentan, en igual período, una pérdida promedio cercana a UF - 20%, mientras que el fondo tipo A registra una caída de UF - 14%. (ver cuadro N° 2)

***Durante la crisis los Fondos de Pensiones han tenido un desempeño superior al obtenido por las acciones mundiales y el mercado de deuda chileno.***

#### Estrategia Defensiva

Desde mediados de 2007, cuando emergió la crisis subprime, las AFP han desplegado una estrategia de inversión más defensiva, privilegiado la seguridad, sin por ello descuidar las tasas de retorno.

Dentro de este enfoque se pueden mencionar los siguientes puntos:

- ◆ Más inversión en Chile, menos en el exterior.
- ◆ Más renta fija nacional e internacional, menos renta variable
- ◆ Más cobertura de riesgo cambiario (Contratos de Compra y de Venta de divisas como % del Fondo: dic.07 52%; jun.08: 72%)
- ◆ Más en economías emergentes, menos en desarrolladas. (Inversión extranjera en países emergentes 56% dic.07 a 59% jul.08)

En agosto el Fondo de Pensiones era de US \$ 105.632 millones. Del total del Fondo, un 68% se encuentra invertido en Chile y sólo un 32% en el extranjero. Asimismo, más de la mitad de los fondos está invertido en instrumentos de renta fija y un 48% en instrumentos de renta variable. (ver gráfico N°2)

Del total de la inversión extranjera de los fondos, sólo

**Cuadro N° 2**  
Comparación Retornos Distintas Inversiones

Nota	Rentabilidad Real UF	Acumulado	Ago.07- Ago.08
*1	Acciones Latinoamérica	469,70	-1,7
*2	Acciones Chile (IPSA)	147,20	-20,2
*3	F.M. Chilenos Acciones	109,40	-19,9
*4	Fondo A	84,30	-13,8
*1	Acciones Europa	73,00	-24,1
*4	Fondo B	57,00	-10,4
*1	<b>Acciones Mundiales</b>	<b>50,40</b>	<b>-21,3</b>
*1	Acciones Asia	45,00	-25,6
*4	Fondo C	42,60	-7,0
*6	Bonos BCCH	40,90	-0,3
*6	Letras Hipotecarias	34,7	3,6
*4	Fondo D	33,60	-3,1
*1	Acciones USA	26,70	-20,0
*6	<b>Total Deuda Nacional</b>	<b>22,50</b>	<b>0,1</b>
*4	Fondo E	20,70	1,5
*6	Depósitos a Plazo (Int. Fin.)	12,40	1,8
*3	F.M. Chilenos deuda mediano y LP	5,30	-1,7
*6	Bonos Corporativos	3,50	-1,1
*7	Bono del Tesoro USA -10	2,70	-0,6
*6	Depósitos a Plazo Reajustables	1,10	-2,7
*3	F.M. Chilenos deuda < 90 días	-3,80	-3,2
*5	Dólar (Deflactado UF)	-30,10	-10,2

#### Notas:

- (<sup>1</sup>): Rentab. Acumulada Deflactada UF
- \*1: MSCI Index en dólares
- \*2: Variación IPSA deflactado UF
- \*3: Valores cuotas deflactado UF
- \*4: Superintendencia de Pensiones
- \*5: Dólar observado deflactado UF
- \*6: LVA Indices (Deflactados UF)
- \*7: AFP Capital

un 18,5% está en Norteamérica, lo que representa un 5,9% del fondo total.

#### Diversificación

La ampliación de la cartera de inversiones en instrumentos, países, monedas, emisores, es un enfoque que tiende a disminuir riesgo y mejorar la rentabilidad esperada de las inversiones.

Como se aprecia en el gráfico adjunto, la gestión de inversión de los fondos ha cambiado sustancialmente en 27 años. De invertir sólo en instrumentos de renta fija en los primeros años de los '80, se ha pasado a un "menú" de instrumentos bastante amplio, lo cual contribuye a aminorar el riesgo frente a situaciones de turbulencias financieras como la actual. (ver gráfico N°3)

## Seguridad, Transparencia y Control de Inversiones

Las inversiones de los Fondos de Pensiones se realizan de acuerdo a lo establecido por la ley. Las normas definen los instrumentos elegibles, los límites estructurales de los fondos, límites por emisores, etc.

Además, se respetan las normas que imparte la Superintendencia de Pensiones en este campo y las disposiciones de la Comisión Clasificadora de Riesgo. En este proceso también interviene el Banco Central de Chile.

Todo el esquema de inversiones apunta al objetivo de lograr la mayor seguridad y rentabilidad de los fondos.

Además las AFP deben entregar diariamente a la Superintendencia de Pensiones información respecto de los instrumentos que compran y venden, así como la cartera de inversiones detallada.

### Varias Crisis en 27 años

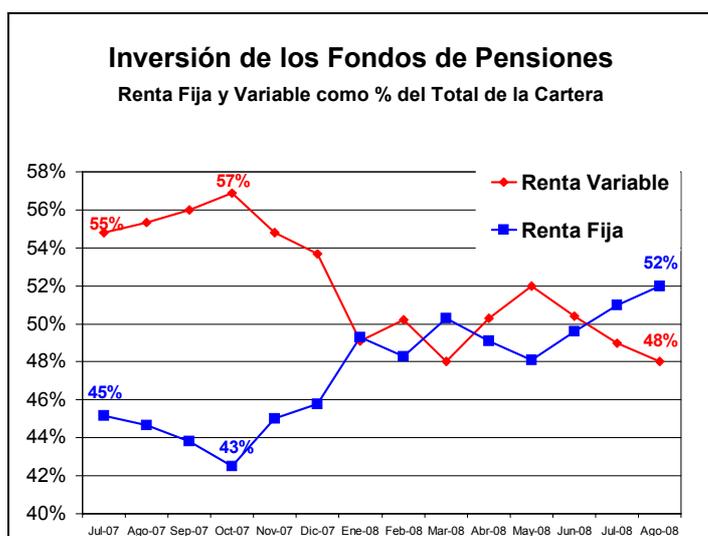
La historia muestra que los Fondos de Pensiones han enfrentado periodos de auge y de crisis en los mercados de capitales. Así como se superaron las crisis económico financieras del año 82 y 83; los problemas que afectaron a las empresas eléctricas y de telecomunicaciones en 1995; la crisis Asiática del 98, el atentado a las Torres Gemelas en el 2001 y otros importantes sucesos negativos, se prevé que también se logrará superar esta delicada situación y, a la larga, los mercados se recuperarán beneficiando a los afiliados con buenas rentabilidades.

En la Crisis Asiática de 1998, las acciones cayeron 30% y la tasa subió al 15% y en Septiembre de ese año los Fondos de pensiones rentaron UF - 7,1%. El año terminó en negativo en UF - 1,1%. Después vino la recuperación y en 1999, la rentabilidad de los Fondos de Pensiones fue de UF + 16,3%

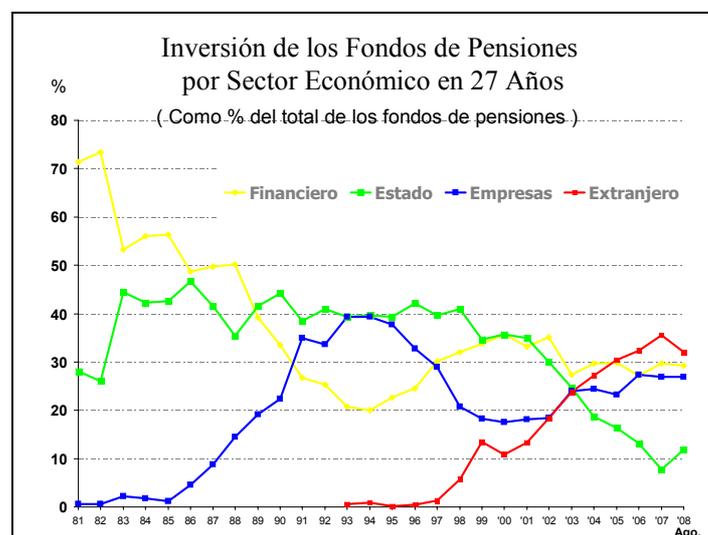
### Rentabilidad Esperada de los Multifondos

Por otra parte, estudios sobre el comportamiento de carteras de inversión accionarias de largo plazo, setenta años, sitúan la rentabilidad esperada de esos fondos entre un 7% y un 8% anual, atribuyéndole 1 punto porcentual adicional (premio por riesgo)

**Gráfico N°2**



**Gráfico N°3**



cuando se trata de inversiones en economías emergentes<sup>1</sup>. Esto implica que la rentabilidad esperada de los multifondos en el largo plazo debiera estar entre UF + 7% para el fondo tipo A y UF + 4% para el fondo tipo E, como promedio real anual.

<sup>1</sup> Perspectivas en la Inversión de los Fondos de Pensiones; Capítulo 8, Retorno de los Fondos en el largo plazo; James Davis.

**Importante:** Los comentarios y afirmaciones de este documento deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional y bajo ninguna circunstancia pueden ser considerados como una recomendación que reemplace la evaluación y decisión personal, libre e informada de los afiliados.

La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación Gremial de AFP.

Dirección: Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago - Chile.

Fono: (56 - 2) 3811717 Fax: (56 - 2) 3811721 E-mail: [estudios@afp-ag.cl](mailto:estudios@afp-ag.cl) Internet: [www.afp-ag.cl](http://www.afp-ag.cl)