

Rentabilidad debe evaluarse en el largo plazo:

## **Las AFP No Han Provocado Pérdidas para Sus Afiliados**

- El ahorro previsional en el período de 22 años, desde 1999 a 2022, no ha sufrido pérdidas y, por el contrario, se ha multiplicado en torno a cinco veces.
- Desde el año 2002 hasta hoy, los fondos Tipo A acumulan una rentabilidad nominal de 541%, mientras que los Tipo E alcanzan un acumulado de 272%.
- Otra forma de expresar el rendimiento de los fondos es señalar que el saldo inicial del ahorro previsional ha crecido 5,4 veces en los fondos Tipo A y 2,7 veces en los fondos Tipo E.
- Un ahorro de 100 UF capitalizado por 41 años en los fondos de pensiones ascendería hoy a UF 2.141, y solo a 545 UF si se hubiera colocado en depósitos a plazo de la banca. El capital en las AFP sería cuatro veces mayor al comparar estas alternativas.
- Lejos de generar pérdidas para los afiliados, la gestión de las Administradoras ha permitido aumentar los ahorros para pensión.
- El ahorro para pensiones se construye en el largo plazo, ya que su objetivo esencial es reemplazar en la vejez parte de los ingresos que las personas obtenían de su trabajo.
- La rentabilidad de los fondos es la variación de valor de las inversiones y un menor valor de estas no es una pérdida real o definitiva del valor de los fondos que siguen en el proceso de inversión.
- Las caídas de valor de las inversiones solo se traducen en un efecto concreto en el corto plazo para los afiliados cuando cambian de fondo sus ahorros en un período negativo, o al pensionarse por renta vitalicia.

---

### **Introducción**

Ha sido ampliamente documentado por la psicología que las personas sienten más las pérdidas que las ganancias. En el caso de los sistemas de pensiones, las personas suelen sentir más intensamente cuando

los montos de ahorro bajan de valor que cuando suben. Y cuando suben, muchos consideran que es insuficiente. Los números asociados el valor del ahorro arrojan estas interrogantes, y también otras.

Muchas veces se cree, erróneamente, que cuando los fondos bajan de valor, ya sea por causas internas o externas, eso constituye una pérdida que es permanente, así sea que los números rojos se mantengan por una semana, un mes o un año. Sin embargo, se debe considerar que las bajas de valor no son pérdidas y que el tiempo es un factor muy relevante para el análisis del desempeño de los fondos de pensiones.

A continuación se entrega una explicación breve de cómo se obtiene la rentabilidad de los fondos, cuáles son los verdaderos resultados de la gestión de las AFP, y se entregan ejemplos simples de como opera la capitalización de los ahorros previsionales.

### **¿Qué es y cómo se mide la rentabilidad de los fondos de pensiones?**

Una de las características diferenciadoras de nuestro sistema de pensiones es la “capitalización” de las cotizaciones. Capitalizar significa que los aportes mensuales que hacen los afiliados a sus cuentas individuales se convierten en capital para invertir, que es lo que realizan las AFP a nombre de los trabajadores afiliados, generando así rentabilidad. Es un concepto financiero que, a pesar de su gran importancia, es difícil de entender para una fracción importante de los afiliados.

Cuando una persona invierte, lo que hace es destinar parte de su dinero a la compra de un bien o derecho, con el objetivo de hacer crecer en el tiempo ese capital inicial. A ese crecimiento se le denomina rentabilidad, retorno, beneficio o ganancia.

En este caso, las AFP invierten el ahorro de los afiliados comprando instrumentos financieros de distintas entidades, como acciones y bonos, por ejemplo. Posteriormente, las Administradoras hacen el seguimiento a diario de los precios de estos instrumentos y cómo van cambiando los valores de mercado de dichas inversiones (por ejemplo, una acción de la Bolsa) y las van conservando o vendiendo, con el fin de generar ganancias para sus afiliados.

Como todos los días ingresan o salen ahorros de los Fondos de Pensiones, para cuantificar la participación que cada uno de los afiliados tiene en las inversiones que realiza un fondo, se utiliza un esquema de “cuotas”, cuyo valor se actualiza a diario, de acuerdo a los valores de los instrumentos en el mercado.

La “cuota” es una unidad de medida que expresa cuántas unidades del Fondo de Pensiones tiene cada afiliado. El valor cuota está conectado con la valorización de mercado de las inversiones que representa. Cuando un afiliado cotiza en su AFP, con ese monto en pesos se compran cuotas del fondo que la persona ha escogido o al cual ha sido asignado por edad. Cada fondo tiene sus propios valores cuota. Para

transformar las cuotas en pesos, solo hay que multiplicar el número de cuotas que un afiliado tiene del fondo por el valor en pesos de esas cuotas.

La rentabilidad, entonces, es simplemente la diferencia del valor cuota en un período de tiempo, respecto a su valor inicial (por ejemplo, si al cotizar el valor cuota era de \$20.000 y un año después es de \$30.000, entonces la rentabilidad es de 50% nominal).

El valor de la cuota se ajusta todos los días, reflejando la valorización de las inversiones en cada momento del tiempo. En otras palabras, este valor cuota señala cuánto valdría esa cuota de ahorro del afiliado si se “vendiera” ese día.

Si la rentabilidad es negativa, el valor del ahorro del afiliado disminuye, pero en ningún caso disminuye el número de cuotas que este tiene: lo que se reduce es el valor en pesos de las cuotas. Como el ahorro previsional es de largo plazo, en algún momento la valorización de estas se recuperará y la gestión de las AFP permitirá generar ganancias para sus afiliados.

La rentabilidad puede presentarse de forma acumulada o anualizada. En el caso del retorno acumulado, este se refiere a la diferencia (aumento o disminución) del valor cuota en un período de tiempo, cualquiera que este sea. Por ejemplo, si se tenía un ahorro de \$100.000 y luego de dos años el retorno acumulado es de un 25%, entonces al final del segundo año la persona tendrá un ahorro de \$125.000.

Por su parte, el retorno anualizado corresponde a la diferencia del valor de una inversión en un plazo de un año, independiente de cuál sea el período total de la inversión. En el ejemplo anterior, el retorno acumulado de 25% se traduce en una rentabilidad anual de 11,8%, por lo que si se empieza con un ahorro de \$100.000, en promedio al final del primer año se tendría \$111.800 y al final del segundo año \$125.000.

La ventaja de presentar los retornos anualizados es que al definir que se está calculando la rentabilidad en un año, es más simple comparar dos retornos. Por ejemplo, sería complejo saber qué inversión es más rentable si se compara una con rentabilidad de 25% en dos años y otra con una rentabilidad de 12% en un año. Sin embargo, al anualizarlo, se sabe que la segunda opción es mejor, ya que 12,0% es mayor a 11,8%.

En esa dirección, para facilitar la comprensión de las cifras para los afiliados, la Superintendencia de Pensiones reporta los retornos de los fondos de pensiones anualizados. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, por ejemplo, cuando se señala que la rentabilidad nominal del Fondo C desde el año 2002 es de 8,2%, no significa que los fondos hayan crecido solo en un 8,2% entre el 2002 y el 2021, sino que esa es la tasa promedio a la cual crecieron cada año entre el 2002 y 2021, lo que significa que el ahorro en el Fondo C acumuló una rentabilidad de 386% en ese período.

Por último, también es importante mencionar que, aunque los fondos crecen al ritmo de rentabilidades nominales, la Superintendencia de Pensiones reporta los valores reales, de forma de considerar el

aumento en el nivel de precios de la economía. Más allá de preferir una u otra opción, es importante que al momento de comparar dos o más formas de ahorro o inversión, se utilice la misma unidad de medida.

## Rentabilidad negativa: las mal llamadas pérdidas

Es posible que el valor de las inversiones de los Fondos de Pensiones, producto de diversos sucesos locales e internacionales, disminuya de forma momentánea, tal como ha ocurrido con la pandemia, los retiros de fondos y la reciente invasión de Rusia a Ucrania. Esto, lógicamente, es una preocupación para los afiliados y para los gestores de inversión.

Sin embargo, hay que tener en perspectiva que la rentabilidad es la variación de la valorización de las inversiones y que **no es una pérdida real o definitiva del valor de los fondos**. Esta caída de valor de las inversiones solo se traduce en un efecto concreto para los afiliados cuando cambian de fondo sus ahorros en un período negativo de valorización o al pensionarse por la modalidad de renta vitalicia.

El año 2008 los Fondos se vieron afectados por la crisis Sub-Prime, al igual que lo hizo la economía mundial. Esto significó que los cinco fondos presentaran rentabilidades reales negativas ese año. Aunque esto haya generado mucha preocupación y descalificaciones a la administración de las inversiones, al año siguiente se recuperó parte importante de esa baja, con los retornos más altos de los casi 20 años de multifondos.

Algo similar ocurrió en el mes de marzo 2020, cuando la enfermedad SARS-COV-2 fue declarada pandemia por la Organización Mundial de la Salud (OMS). Entendiendo que la situación sanitaria iba a generar importantes restricciones de movilidad y los impactos que esto tendría en el mercado del trabajo de cada país, las bolsas sufrieron una importante caída, lo que se reflejó en una baja de los valores cuota, sobre todo de los fondos más riesgosos. Sin embargo, la recuperación fue rápida y ese año terminó incluso con retornos positivos en los cinco fondos.

Los Fondos D y E, que son los recomendados para los afiliados más próximos a pensionarse, solo tuvieron rentabilidad negativa en 2008 y en 2021. Este último año los retiros de fondos obligaron a las Administradoras a liquidar importantes montos de inversión en los mercados locales de instrumentos de renta fija, afectando las tasas de mercado y la valorización de las inversiones que quedaron en la cartera de los fondos.

## Un enfoque de largo plazo

Aunque en un período en particular los fondos puedan tener rentabilidad negativa, el objetivo del ahorro previsional obliga a evaluar su desempeño en el largo plazo. Es por esto que en la **Tabla 1** se presenta la rentabilidad acumulada de los Fondos C, que antes de la creación de los multifondos era el Fondo Tipo 1,

y de los Fondos E, anteriormente el Fondo Tipo 2. No incorpora cotizaciones en el período analizado para una comprensión más clara de los efectos de la rentabilidad.

Como se puede observar, el ahorro previsional en el período de 22 años y 3 meses no ha sufrido pérdidas y, por el contrario, se ha multiplicado en torno a cinco veces. Un afiliado que tenía al inicio del siglo un fondo de \$10 millones, actualmente tendría \$55,7 millones de haber optado por el Fondo C y de \$48,3 millones de haber optado por el Fondo E, sin haber realizado nuevas cotizaciones.

**Tabla 1. Rentabilidad nominal de los Fondos Tipo C y Tipo E, desde el 31/12/1999 al 31/03/2022**

Tipo de Fondo	Rentabilidad nominal	Saldo inicial 31/12/1999	Saldo final 31/03/2022
Fondo C	456,7%	\$ 10.000.000	\$ 55.670.756
Fondo E	382,8%	\$ 10.000.000	\$ 48.284.846

Fuente: Asociación de AFP en base a datos de la Superintendencia de Pensiones.

Si se analizan distintos períodos de acumulación de rentabilidad desde el año 2002, cuando se crearon los multifondos, hasta el 2021, se observa que no existen períodos largos con rentabilidad negativa (**Tabla 2**).

Por ejemplo, desde el año 2002, cuando se crearon los multifondos, al 2021, el Fondo A acumula una rentabilidad nominal de 541%, mientras que el Fondo E alcanza un acumulado de 272%. Si se analiza desde el año 2009 al 2021, entonces el Tipo A tiene un retorno nominal de 283% y el Tipo E un 117%. Los fondos acumulan un retorno que sigue la clásica relación entre retorno y volatilidad: a mayor riesgo, mayor retorno esperado en el largo plazo.

Solo hay retornos negativos, no pérdidas, para los Fondos Tipo D en el año 2021 y los Fondos Tipo E en el período 2020-2021, pero es una situación particular, ya que se considera un período muy corto, no es un resultado de largo plazo.

De esta forma, aunque puedan haber tenido bajas en algunos años, los fondos, lejos de generar pérdida para los afiliados, han crecido, permitiendo aumentar los ahorros para pensión.

De acuerdo a la Superintendencia de Pensiones, “...**los datos muestran que cada vez que han enfrentado períodos de baja rentabilidad o incluso pérdidas, esto se ha recuperado en el tiempo. Hay que pensar que los fondos de pensiones son de largo plazo y hay que tener esa perspectiva de tiempo al evaluar el resultado de las inversiones que se realizan con ellos**”.

**Tabla 2. Rentabilidad nominal acumulada de los multifondos de acuerdo al tiempo en el sistema, desde el 2002 al 2021**

Año	Años en el sistema	Rentabilidad nominal acumulada desde cada año hasta diciembre 2021				
		Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
2002	20	541%	431%	386%	290%	272%
2003	19	526%	425%	358%	287%	232%
2004	18	388%	348%	310%	251%	218%
2005	17	323%	297%	268%	222%	195%
2006	16	268%	256%	239%	201%	181%
2007	15	195%	194%	187%	165%	157%
2008	14	150%	155%	155%	140%	135%
2009	13	283%	234%	188%	143%	117%
2010	12	174%	157%	141%	116%	106%
2011	11	139%	125%	115%	97%	88%
2012	10	159%	134%	115%	89%	73%
2013	9	138%	118%	101%	78%	64%
2014	8	119%	105%	88%	65%	53%
2015	7	83%	72%	57%	40%	30%
2016	6	76%	68%	54%	37%	29%
2017	5	73%	61%	47%	30%	21%
2018	4	47%	42%	34%	24%	18%
2019	3	52%	43%	32%	19%	11%
2020	2	26%	21%	12%	2%	-1%
2021	1	20%	14%	4%	-4%	-7%

Fuente: Asociación de AFP en base a datos de la Superintendencia de Pensiones. Los Fondos C y E consideran todo el año 2002.

## Contexto de los resultados: alternativas de inversión

A modo de contexto de las últimas cifras, se presenta en la **Tabla 3** la rentabilidad nominal de distintos instrumentos en el año 2021.

El Fondo Tipo A obtuvo en el 2021 una rentabilidad nominal de 20,4%; el Fondo C un 4,1% y el Fondo E un -7,4%. El año estuvo marcado por la acumulación de los efectos de los tres retiros de fondos “excepcionales”, que llevaron a la liquidación de inversiones por montos superiores a 50 mil millones de dólares; la incertidumbre generada por los procesos sociales y políticos en el país; la recuperación

paulatina de la actividad económica; y la desactivación de las políticas monetarias expansivas que los distintos bancos centrales, incluido el chileno, habían aplicado en el contexto de la pandemia.

Los fondos más conservadores, muy afectados por los efectos de los retiros en las tasas de interés en el mercado local, tuvieron resultados en línea con aquellos que tuvieron, por ejemplo, los Fondos Mutuos de deuda nacional de más largo plazo. Los retornos negativos, por tanto, respondieron no a una mala gestión de las inversiones, sino a las condiciones propiciadas por la rápida y masiva liquidación de fondos que originalmente estaban destinados a pensiones en el largo plazo.

**Tabla 3. Rentabilidad nominal de distintos instrumentos de inversión en 2021**

<b>Instrumento</b>	<b>Retorno nominal 2021</b>
Fondo A	20,4%
Dólar	19,5%
FF.MM. Nacional large CAP	4,7%
Fondo C	4,1%
IPSA	3,1%
FF.MM. Balanceado conservador	-1,5%
FF.MM. Inversionista calificado accionario nacional	-2,0%
FF.MM. Deuda nacional, inversión en pesos	-5,9%
Fondo E	-7,4%
FF.MM. Deuda nacional, inversión en UF > 5 años	-10,2%

Fuente: Asociación de AFP en base a datos de la Superintendencia de Pensiones, Asociación de Fondos Mutuos, Servicio de Impuestos Internos y Bloomberg.

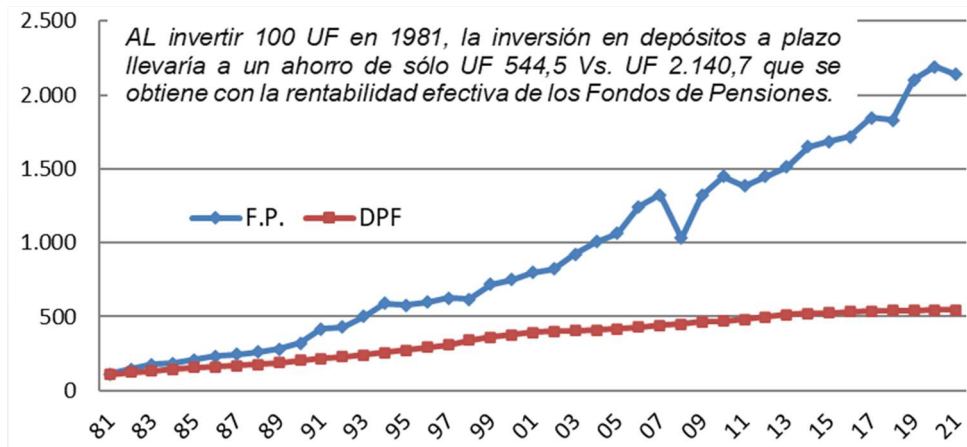
Otro ejemplo interesante es el que se obtiene a comparar los retornos de largo plazo que han obtenido los Fondos de Pensiones con los de los depósitos a plazo fijo, presentado en el **Gráfico 1**.

Esta importante acumulación de fondos se debe a muy buenos resultados en la gestión de inversiones, con una rentabilidad promedio anual de UF + 7,5% en 41 años, cifra que casi duplica la entregada por el Estado en los Bonos de Reconocimiento, que es de 4% real anual. En estos 41 años de historia, sólo en 5 años se han obtenido retornos reales anuales negativos. Si se mide el desempeño de los Fondos de Pensiones en períodos de 5 años, la rentabilidad es siempre positiva y menos fluctuante.

Si bien no existe un benchmark independiente y reconocido con el cual medir los resultados obtenidos, es interesante efectuar una comparación de la rentabilidad de los Fondos de Pensiones con los depósitos a plazo fijo reajustables en UF, los cuales registran un promedio anual de 4,3% en 41 años.

Si se compara el ahorro acumulado de 100 UF en los Fondos de Pensiones y en Depósitos a Plazo Fijo en UF de la banca, después de 41 años, ese ahorro en los Fondos de Pensiones sería de UF 2.141 y en Depósitos a Plazo de UF 545, cerca de 4 veces mayor en las AFP.

**Gráfico 1. Rentabilidad real de los Fondos de Pensiones versus Depósitos a Plazo Fijo de 90 a 365 días**



Fuente: Asociación de AFP en base a datos de la Superintendencia de Pensiones y del Banco Central.

En definitiva, en cualquier lapso de tiempo mediano y largo, la gestión de los fondos por parte de la Administradoras ha generado rentabilidades favorables para los afiliados, incluso superiores a los resultados que han obtenido otros instrumentos de inversión. No hay, en ningún caso, una generación de pérdidas para los afiliados.

Por lo tanto, **las Administradoras han cumplido a cabalidad con el mandato legal de administrar el ahorro para pensiones de los trabajadores.** Los afiliados, por su parte, deben considerar que los fondos previsionales son inversiones de largo plazo y evitar decisiones apresuradas que pueden mermar de forma permanente su ahorro.