

Septiembre 2002 a Septiembre 2022:

Multifondos Superan Crisis, Retiros, Cambios Masivos y Rentan Positivo en 20 años

- Los cinco tipos de fondos registran rentabilidades positivas acumuladas al cumplir dos décadas.
 - Datos confirman presupuesto de “a mayor riesgo, más rentabilidad en el largo plazo”.
 - Los retiros de fondos y consecuentes ventas de inversiones en renta fija local terminaron por abatir los resultados de fondos Tipo D y E, que son los más conservadores.
 - Sobresalen cambios masivos de fondos, estimulados por asesores no regulados.
 - Empresas promotoras de cambios de fondos aparecieron tras la crisis Sub-Prime de 2008, y permanecieron más de una década hasta que el Parlamento aplicó regulaciones.
 - La selección de fondos debe responder más a las características personales del afiliado (a) como: edad, monto de ahorro acumulado, horizonte de ahorro y mayor o menor tolerancia a variaciones de valor de las inversiones.
 - Gracias a la diversificación de inversiones, los Multifondos han superado las dos mayores crisis de comienzos del Siglo XXI: La Sub-Prime de 2008 y la del Covid-19 en 2020.
 - Traspasos de fondos permiten al afiliado elegir el tipo de fondo que concuerda más con su perfil de tolerancia al riesgo, y que puede alinearse mejor con el posible contexto de ingresos que tendrá en la vejez. Permite tener rol activo en la construcción de su pensión.
 - Incorporar activos alternativos, menos líquidos y más rentables, es fundamental para enfrentar ciclos de menores rentabilidades en mercados de inversión tradicionales.
 - Siete recomendaciones que ayudan a conocer mejor el esquema de los Multifondos.
-

Introducción

Es comprensible que la percepción sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones esté marcada por los resultados del último tiempo, período de cuatro años particularmente turbulentos en Chile y en el mundo. A pesar de todas las crisis, los cinco tipos de fondos registran rentabilidades acumuladas positivas en 20 años.

Las inversiones han reflejado las complejidades que han vivido Chile y el mundo en este tiempo. Internamente, el malestar social que se expresó en octubre de 2019. Tanto dentro del país como en el extranjero, el estancamiento de muchas economías debido a las restricciones de movilidad, los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania y, la inflación y las consecuentes políticas de enfriamiento económico, han dificultado el rendimiento de los mercados y las inversiones. Las expectativas de los agentes económicos han empeorado en muchas partes del mundo, y en Chile en particular, debido a la inestabilidad social, política y económica.

En este contexto los Multifondos cumplieron 20 años de actividad. Surgieron poco tiempo después de la Crisis Asiática que nos golpeó en 1998. Cualquier revisión de los resultados en rentabilidad de los fondos de pensiones debe considerar como principio orientador que se trata de vehículos de inversión de largo plazo. Esta disposición no es meramente declarativa. Por ejemplo, esta perspectiva hace posible que los ahorros se inviertan en instrumentos de renta fija de plazos de maduración más largos, porque a mayor plazo, mayor rentabilidad.

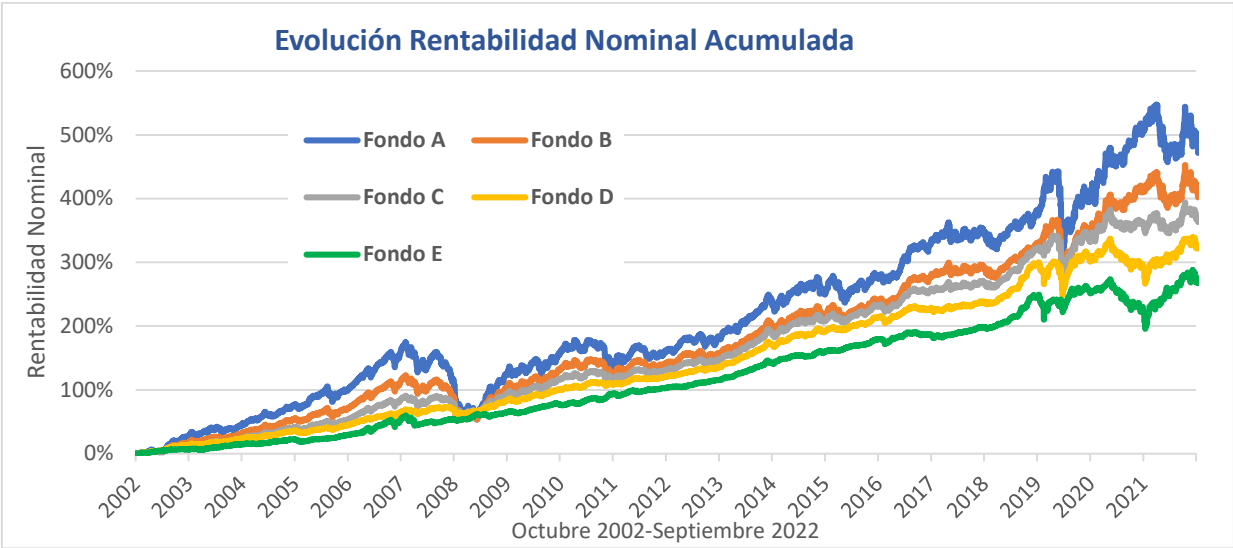
La segunda característica básica es que, en la medida que ha ido aumentando el caudal de ahorro administrado, también se ha ampliado la diversificación de los instrumentos. Entre ellas la diversificación de instrumentos por zonas geográficas, nivel de las economías y monedas. Ampliar el menú de inversiones significa diversificar riesgos. Por ejemplo, colocar porciones de ahorro fuera del país, ya que de lo contrario, el capital estaría vinculado sólo a una economía pequeña y abierta como la nuestra. A continuación, revisamos cómo ha sido el desempeño de los Multifondos a lo largo de estos años.

Todos los Multifondos registran rentabilidades positivas en 20 años

El sistema Multifondos opera desde septiembre de 2002 y tiene como objetivo aumentar las pensiones esperadas de sus afiliados(as), sobre la base de aumentar los ahorros previsionales en el tiempo hasta que estos se transformen en pensiones. Esto se logra a través la diversificación de las inversiones de los ahorros y la configuración de cinco tipos de portafolios diferenciados por la función rentabilidad/riesgo.

Durante estas dos décadas, los Multifondos han logrado alcanzar rentabilidades acumuladas positivas que se diferencian de acuerdo con el perfil riesgo/retorno de cada Fondo. De este modo, el saldo inicial de los Fondos A y E se ha incrementado en 9,3% y 6,7% promedio cada año, respectivamente a septiembre del 2022.

Figura 1: Evolución Rentabilidad Nominal de los Multifondos.



Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP con datos de la Superintendencia de Pensiones.

Como era de esperar, vemos en la **Figura 1** que se cumple que los fondos más riesgosos son los que experimentan las mayores variaciones y, a su vez, perciben mayores retornos. Por el contrario, los fondos más conservadores se mantienen con una menor variación y menor rentabilidad. Destaca también que todos los fondos han ido aumentando su rentabilidad continuamente en el tiempo, consistente con el horizonte de largo plazo de la inversión.

Si nos enfocamos en los valores reales, es decir, tomamos en cuenta el aumento del nivel de precios en la economía mediante la UF, obtenemos la rentabilidad real. A continuación, en el **Cuadro 1**, vemos la evolución de la rentabilidad real promedio anual en 20 años. Además, la rentabilidad anual y acumulada.

Se observa que las rentabilidades varían dependiendo del año y del fondo. El valor de las inversiones de los Fondos de Pensiones puede cambiar de acuerdo al efecto que tienen distintos hechos coyunturales. Por ejemplo, en los años de crisis económica todos los fondos bajan. Sin embargo, la magnitud de la variación es distinta dependiendo la proporción de renta fija y renta variable que

tenga el fondo. Cabe destacar que en todos los casos la rentabilidad acumulada del período es mayor a 83%.

Cuadro 1: Evolución Rentabilidad Real Anual de los Multifondos (UF).

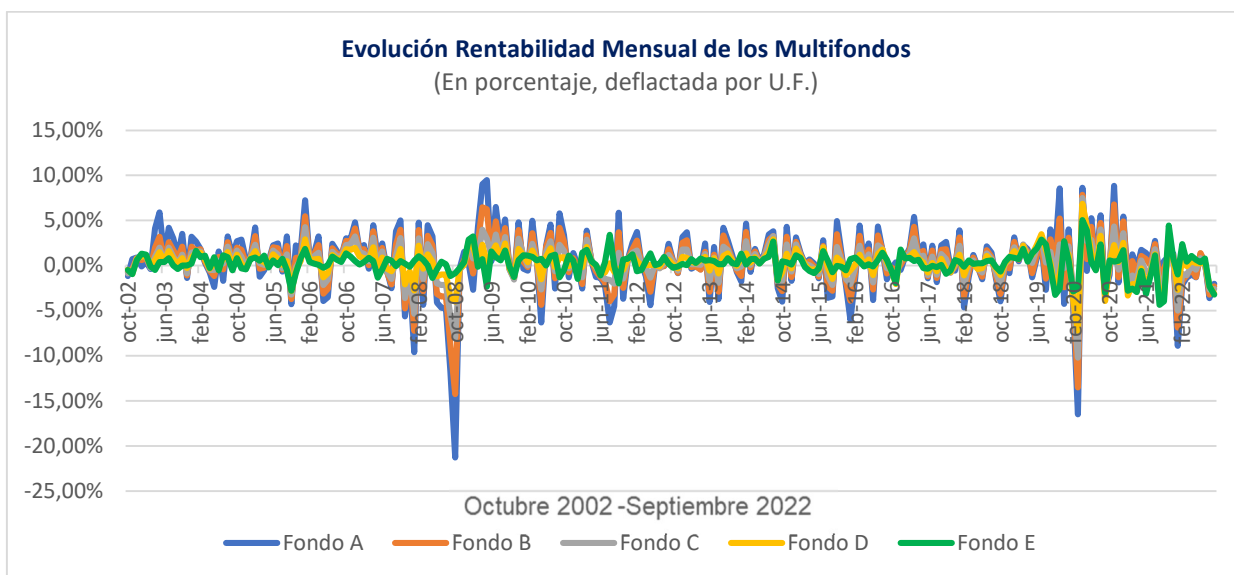
Año	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
2002	0,7%	-0,5%	3,0%	-1,0%	8,9%
2003	26,9%	16,0%	10,6%	8,9%	3,3%
2004	12,9%	10,3%	8,9%	6,8%	5,4%
2005	10,7%	7,3%	4,6%	2,8%	0,9%
2006	22,3%	18,8%	15,8%	11,5%	7,4%
2007	10,1%	7,5%	5,0%	3,3%	1,9%
2008	-40,3%	-30,1%	-18,9%	-9,9%	-0,9%
2009	43,5%	33,4%	22,5%	15,3%	8,3%
2010	11,6%	11,4%	9,3%	7,1%	6,7%
2011	-11,1%	-7,5%	-3,8%	0,1%	4,3%
2012	6,1%	4,9%	4,6%	3,8%	3,2%
2013	6,8%	4,3%	4,7%	5,4%	5,1%
2014	8,9%	8,3%	9,0%	7,7%	6,8%
2015	3,8%	2,5%	2,2%	2,0%	0,7%
2016	-0,9%	1,1%	1,7%	2,6%	3,9%
2017	15,4%	11,8%	7,5%	3,1%	1,0%
2018	-5,6%	-3,7%	-0,9%	1,2%	3,1%
2019	17,3%	14,9%	15,0%	13,2%	9,0%
2020	1,7%	3,4%	4,3%	4,1%	4,5%
2021	13,0%	7,3%	-2,4%	-10,2%	-13,1%
Sept. 2022	-17,5%	-14,4%	-11,3%	-5,9%	1,0%
Prom. Anual	5,3%	4,6%	4,0%	3,4%	3,0%
Acumulada	182,9%	143,6%	127%	95,4%	83%

Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP con datos de la Superintendencia de Pensiones.

*Vemos los datos desde octubre de 2002 hasta septiembre de 2022.

En la **Figura 2** podemos observar que tanto acontecimientos nacionales como internacionales han marcado las mayores variaciones en la rentabilidad real mensual de los cinco fondos.

Figura 2: Evolución Rentabilidad Real Mensual de los Multifondos.



Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP con datos de la Superintendencia de Pensiones.

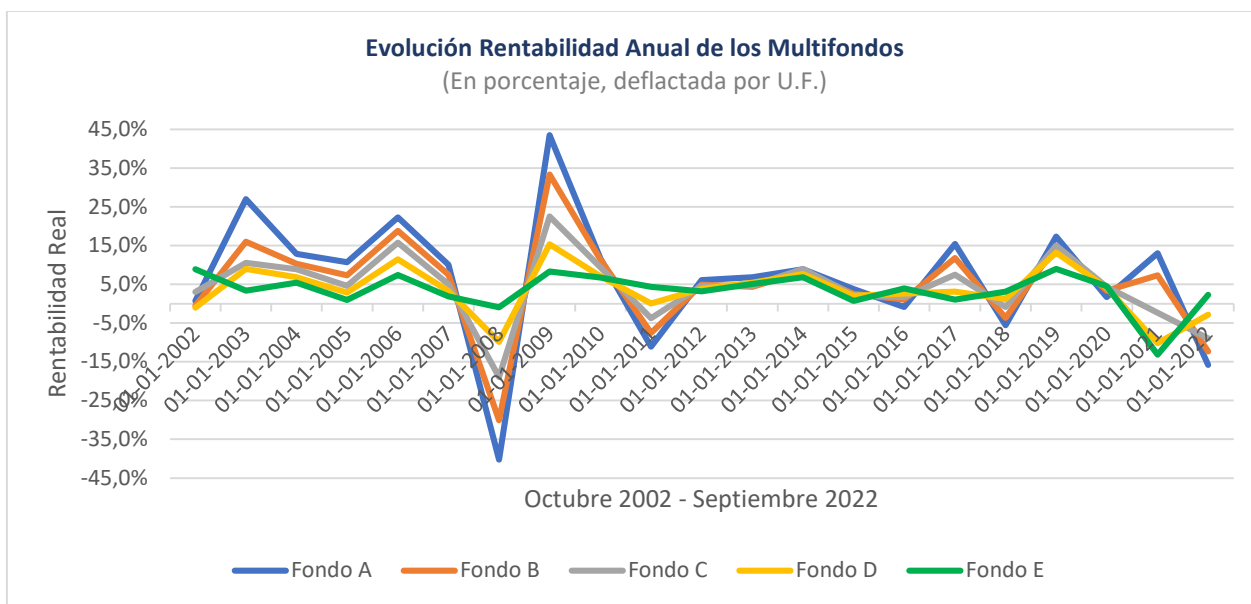
Al revisar el gráfico, de izquierda a derecha, vemos que las primeras grandes oscilaciones se sitúan en el año 2008, cuando los mercados fueron remecidos por la crisis Sub-Prime. Luego, desde finales del 2019 hasta marzo del 2021 ocurrieron cuatro hechos disruptivos para la estabilidad de las inversiones. Primero, la crisis social y política de Chile; segundo, la crisis por la pandemia; tercero, los masivos retiros de ahorros como alternativa para enfrentar la crisis; y, cuarto, la invasión rusa a Ucrania, que ha generado efectos económicos y financieros prácticamente en todo el mundo.

Retiros masivos hacer caer fondos más conservadores

El objetivo del sistema es destinar el ahorro capitalizado a un único objetivo de largo plazo, que es financiar la etapa inactiva de sus afiliados (as). Sin embargo, y excepcionalmente, muchas personas optaron por utilizar estos ahorros para enfrentar las consecuencias económicas de la crisis sanitaria.

En la **Figura 3** se aprecia la rentabilidad real promedio anual de cada tipo de fondo desde el inicio de los Multifondos, con una mayor volatilidad de los fondos con más renta variable. En el período del primer retiro (a mediados del 2020), los Fondos A y B experimentan movimientos prácticamente inversos a los Fondos D y E, mientras que el C siguió una dirección similar a los últimos, pero más moderada.

Figura 3: Evolución Rentabilidad Real Anual de los Multifondos (UF)



Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP con datos de la Superintendencia de Pensiones.

La venta de elevados montos de documentos de inversión generó retornos negativos en los Fondos conservadores, pues la masividad y rapidez de los retiros, cuya mayor proporción se encontraba en títulos de deuda local, cambió drásticamente las condiciones de mercado y rentabilidad de estos instrumentos financieros. La tasa de interés de mercado subió, provocando una menor valoración de la cartera de instrumentos de renta fija en poder de los fondos de pensiones. No obstante, se debe considerar que, si los títulos de renta fija se mantienen a término, reciben la tasa de interés lograda al momento de la compra.

Además, los activos de los fondos más conservadores se encuentran en mayor proporción dentro del país, en comparación con los más riesgosos, donde la renta variable se encuentra en mayor proporción en el extranjero, en mercados internacionales más profundos y líquidos.

Cambios masivos de fondos a causa de empresas no reguladas

Otro hecho singular de los 20 años fue la aparición de empresas de asesoría previsional no reguladas, las que construyeron su fama y caudal recomendando cambios permanentes de fondos. Estas empresas, y en particular una de ellas, surgieron tras la crisis de 2008 y permanecieron activas hasta mediados del año 2021, momento en el cual se modificó la ley de asesores previsionales y se puso fin a las migraciones colectivas.

Estas recomendaciones de cambios de fondo, según sus promotores, pretendían proteger a los

afiliados (as) de pérdidas de rentabilidad, adelantándose a los movimientos de los mercados. Se pretendía obtener más rentabilidad que los Multifondos gestionados por las AFP, y así se promovían los cambios. Diversos estudios, entre ellos trabajos de la Superintendencia de Pensiones, concluyeron que estas prácticas eran riesgosas y muchas veces eran negativas, en términos de rentabilidad relativa para los afiliados (as).

Hasta antes de que cambiara la ley de empresas de asesorías (abril de 2021), las autoridades previsionales debieron introducir varias normas restrictivas a los cambios masivos, ya que varias veces las oleadas de venta de instrumentos terminaban perjudicando también a aquellos afiliados (as) que no se cambiaban de fondo. Así, estos cambios de fondos provocaron transferencias no deseadas de riqueza entre los afiliados (as).

La nueva normativa terminó con los vertiginosos cambios colectivos, y hoy prevalece la libertad individual de los afiliados (as) para escoger el fondo que más se acerca a sus características personales de aversión o tolerancia al riesgo, edad y probable situación patrimonial generadora de ingresos en la vejez.

Los traspasos de fondos son importantes, porque permiten al afiliado (a) elegir el tipo de fondo que concuerda más con su perfil de tolerancia al riesgo, y que puede estar más alineado con el posible contexto de ingresos que tendrá en la vejez. Además, con la elección de carteras el afiliado (a) puede tomar parte activa en la construcción de su pensión futura, y la elección de fondos exige tener clara consciencia de las ventajas y riesgos de los diferentes tipos de fondos.

Siempre es importante estar informado(a), y tratar de ser coherente con el horizonte de tiempo en el que se utilizará el ahorro.

Rentabilidades positivas en el largo plazo de los Multifondos

Los(as) afiliados(as) deben tener siempre presente que las inversiones en los mercados financieros son esencialmente variables, incluso las de “renta fija”, ya que estos últimos instrumentos, aunque fijan una tasa de rendimiento al momento en que se hace la compra, tienen que ser valorados a precios de mercado. Dependiendo del movimiento de las tasas de interés puede haber ganancias o pérdidas “contables”, las que sólo se concretan si se venden los instrumentos. Si los instrumentos se mantienen en cartera hasta su maduración total, entregan la rentabilidad pactada al momento de la compra.

Es así como el fondo tipo E, que mayoritariamente invierte en instrumentos de renta fija, observó 77 meses de rentabilidad negativa en términos reales de un total de 239 meses del período. En el otro extremo, los fondos más intensivos en renta variable (hasta un 80%) tuvieron 98 meses de

rentabilidad negativa, incluso hasta $-21,28\%$ durante un mes. De igual forma, si se analizan períodos anuales, el Fondo A observó 5 años con rentabilidad negativa en 20 años y el Fondo E, 2 años con resultados negativos. En el **Cuadro 2** se ven los meses y años de rentabilidades negativas y positivas observadas en el tiempo de vigencia de los Multifondos.

Cuadro 2: Balance Rentabilidad Real Multifondos

Fondo	Mensual		Anual	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
A	141	98	16	5
B	142	97	16	5
C	150	89	16	5
D	156	82	17	4
E	159	77	19	2

Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP con datos de la Superintendencia de Pensiones.

Estas variaciones refuerzan el concepto de que la rentabilidad debe analizarse en el largo plazo. Consistente con ello, los(as) afiliados(as) no deben tomar decisiones en función de la rentabilidad de uno o dos meses. La selección del tipo de fondo debe responder más a las características personales del afiliado(as) como son: su edad, el monto de ahorro acumulado, el horizonte de ahorro que le queda por delante y la mayor o menor capacidad para aceptar variaciones en los resultados mensuales de las inversiones.

Diversificación ha permitido superar varias crisis

La diversificación de inversiones, cualquiera sea el tipo de portafolio, permite conseguir dos objetivos coherentes con ahorros previsionales de largo plazo. En una dirección, busca incrementar el valor esperado en función de una mayor rentabilidad de las inversiones en instrumentos de deuda y capital, y así elevar, en un horizonte distante, el valor esperado de las pensiones. En la otra dirección, elegir instrumentos de menor riesgo y rentabilidad, armonizando el conjunto del portafolio de inversiones, de forma tal que eventuales *shocks* tengan un menor impacto en el valor del portafolio.

En este orden de cosas, es importante avanzar en forma más decidida en incorporar activos alternativos. Estos títulos de inversión son menos líquidos, pero con una mayor rentabilidad esperada, lo que agrega valor a los portafolios de los fondos de pensiones. Sobre la base de este esquema, los Multifondos de pensiones han enfrentado y superado las dos mayores crisis de comienzos del Siglo XXI: La Sub-Prime de 2008 y la del Covid-19 en 2020. Estos vehículos han respondido adecuadamente al objetivo que les dio vida en el año 2002.

Conclusiones

1. Los Multifondos no exigen a las personas ser especialistas en inversiones. Utilizan conceptos sencillos como: edad o años para pensionarse, actitud frente al riesgo y nivel de ingresos al pensionarse.
2. Los Multifondos permiten elegir un fondo de acuerdo a su propia evaluación. Para ello, las personas deben conocer las alternativas que se les ofrecen y buscar información para encontrar el fondo que más se adecúe a sus necesidades personales.
3. Analizar el mejor momento para cambiarse de Fondo y no tomar decisiones de cambio en forma apresurada, sino con fundamento y pensando en un horizonte de largo plazo. Se debe recordar que se puede dividir el ahorro en 2 Fondos, y si no tiene la resistencia suficiente para soportar fluctuaciones de rentabilidad, evite fondos con mucha renta variable. Por ejemplo, salirse de Fondos con más acciones cuando caen mucho de precio concretará la pérdida (al vender barato). O entrar a estos Fondos cuando ya han subido mucho de precio y es difícil que vuelvan a subir (comprar caro).
4. Si se siente superado por la responsabilidad de elegir, la ley lo asigna a un fondo según su edad. Los (as) afiliados (as) que no eligen, son asignados a los Fondos B, C y D en tanto avanzan en edad.
5. La rentabilidad de los Multifondos debe evaluarse en el largo plazo. No hay que dejarse llevar por las emociones. Un afiliado (a) joven ahorra entre 35 y 40 años, y para estos plazos la historia muestra que la renta variable ha sido más conveniente que la renta fija, pese a caídas en períodos intermedios.
6. Ante todo, prudencia. Un cambio de fondo no se debe decidir por rentabilidades de corto plazo. Tratar de obtener ganancias apostando por alzas y bajas del mercado en períodos cortos, es muy difícil, y la posibilidad de pérdida es alta. A largo plazo es más factible lograr buenos resultados.
7. No hay que elegir un tipo de Fondo porque haya ganado más en el pasado (*mirando por el retrovisor*). Hay que elegir los Multifondos por lo que puedan ganar en el futuro. Basándose solamente en el pasado se corre el riesgo de elegir un Fondo justo antes de una gran baja.
8. La historia muestra que las crisis son frecuentes y luego de un tiempo los Multifondos se recuperan. Los Fondos de Pensiones hasta la fecha han superado varias crisis, nacionales e internacionales, y con posterioridad se ha producido la recuperación de los mercados

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 por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación de AFP.

Fono: (56 - 2) 2 935 33 00

Website: www.aafp.cl