

Primeros Siete Meses de 2023

## Tras Cadena de Crisis: Regresan los Números Positivos a Multifondos

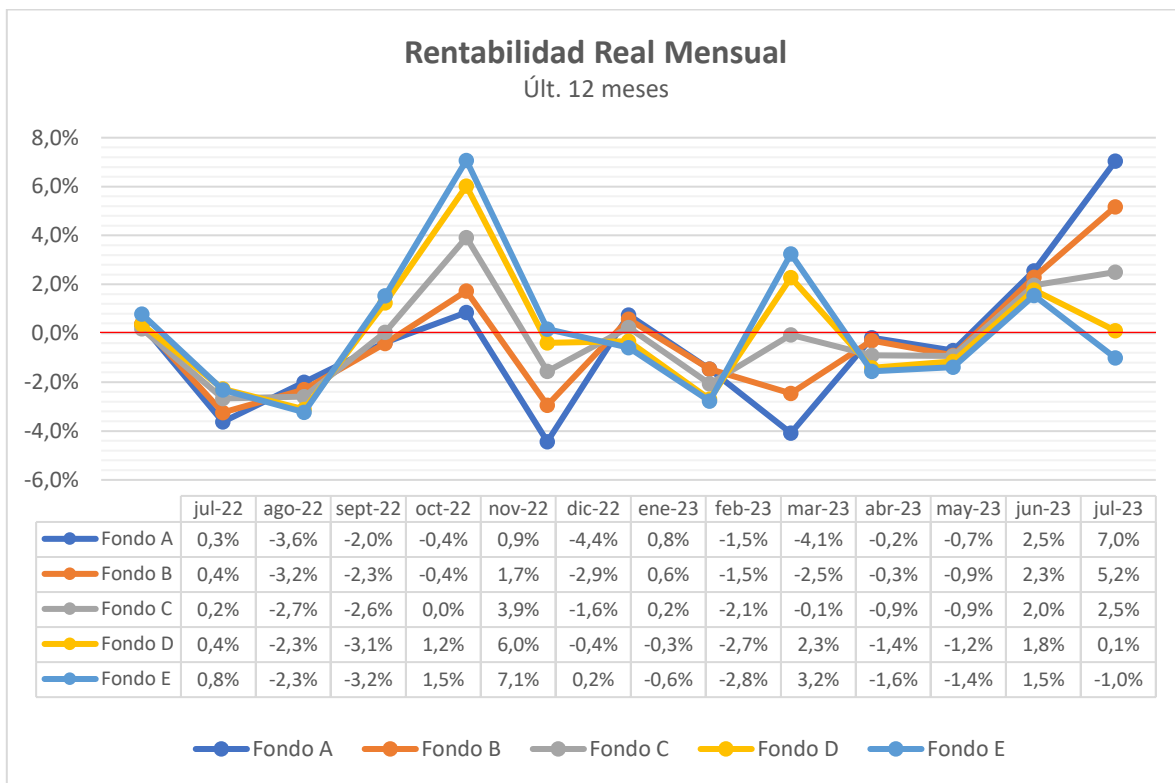
- Los cinco tipos de fondos registraron rentabilidades nominales y reales positivas en junio 2023, situación que no se veía desde noviembre 2022.
- Tendencia positiva se mantiene en julio, donde cuatro de los cinco fondos de pensiones cerraron el mes con una rentabilidad positiva, lo que abre expectativas de recuperación de los valores afectados por sucesivas crisis.
- Sistema de Pensiones ha transitado por uno de los períodos de mayores turbulencias internas y externas.
- Se precipitaron en cadena un disturbio social y político interno; la mayor pandemia mundial; los retiros masivos y reiterados de fondos de pensiones; una guerra en Europa del Este; una inflación fuera de control y, al final, drásticas políticas de enfriamiento económico para contener la alta inflación.
- Previo a la cadena de sucesos negativos, la rentabilidad de 2019, el período más “normal” del último tiempo, arrojó rendimientos positivos para los fondos de 17% nominal y 13,9% real.
- Si se toma la rentabilidad promedio anual desde comienzos de 2019 hasta julio 2023, los registros muestran un retorno del 7,7% nominal y 1,5% real para los Multifondos.
- Los tres retiros anticipados de fondos significaron un desahorro de alrededor de MM US 51.767, con una caída de alrededor del 25% del acervo de ahorro para pensiones acumulado a junio 2020.
- A pesar de lo negativo y desaconsejable del retiro anticipado de fondos previsionales para uso de libre disposición, lo ocurrido estos años ha permitido demostrar en los hechos el valor del ahorro para enfrentar riesgos y, en especial, el valor del ahorro previsional, que responde al esfuerzo personal de los trabajadores.
- Se ha constatado en la práctica la solidez tecnológica y la calidad de la gestión de fondos de las AFP, que han hecho posible responder en tiempo y monto las solicitudes de los afiliados, además de revertir poco a poco los efectos que la cadena de crisis generó sobre los fondos de pensiones.

## Introducción

Debieron pasar siete meses (desde noviembre 2022) para que los cinco tipos de Fondos de Pensiones terminaran todos con rentabilidades mensuales positivas, como lo fue junio, tanto en términos reales como nominales. Se trata de un resultado favorable para los afiliados al Sistema de Pensiones Contributivo que gestionan las AFP, que es uno de los factores determinantes que hacen posible tener mejores pensiones en el largo plazo.

El hecho que todos los fondos logaran en un mes rendimientos positivos, es significativo en un contexto marcado por sucesivas turbulencias en la economía y en los mercados de capitales, que, en nuestro caso, comienza en el último trimestre de 2019 y que se prolonga hasta hoy. Por sobre las variaciones mensuales, lo destacable es que los datos podrían interpretarse como señal de mejoría en las expectativas de los agentes económicos, en los planos local y global, y que en el futuro podrían impulsar rendimientos más favorables para el ahorro previsional.

**Figura 1: Rentabilidad Real Mensual de los Multifondos, julio 2022 a julio 2023.**



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

La figura N ° 1 informa de las fuertes variaciones mensuales de la rentabilidad real de los cinco fondos en la mirada de un año; que una parte significativa del tiempo las marcas se ubican por debajo de cero y que, a partir de junio, todos los fondos se dirigen en la misma dirección de rentabilidad positiva, encima de la abscisa o eje horizontal del gráfico, por sobre

el cero. Esta tendencia se mantiene para julio, donde en términos generales, el sistema destaca con un importante crecimiento en su rentabilidad tanto real como nominal, explicado por el rendimiento positivo, y en su mayoría muy significativo, de cuatro de los cinco fondos de pensiones.

Los avances de la rentabilidad mensual en junio, sumado al importante crecimiento del retorno del sistema en julio, determinaron, además, que el balance de rentabilidad de los cinco tipos de fondos durante estos siete meses transcurridos del año, mejorara con respecto a las cifras presentadas el año 2022 a la misma fecha, y culminara entre 6,3% para los Fondos tipo A y -0,0% para los Fondos tipo E, en términos nominales, y entre 3,6% para los Fondos tipo A y de -2,6% para los Fondos tipo E en términos reales. Estos datos se presentan en las siguientes tablas:

**Figura 2 y 3: Rentabilidad real y nominal enero a julio 2023 y 2022**

Enero a Julio 2023			Enero a Julio 2022		
Tipo de Fondo	Nominal	Real	Tipo de Fondo	Nominal	Real
Fondo A	6,3%	3,6%	Fondo A	-5,8%	-12,7%
Fondo B	5,5%	2,7%	Fondo B	-2,3%	-9,4%
Fondo C	3,4%	0,7%	Fondo C	0,9%	-6,4%
Fondo D	1,1%	-1,5%	Fondo D	7,2%	-0,6%
Fondo E	0,0%	-2,6%	Fondo E	12,9%	4,7%
Sistema	3,3%	0,6%	Sistema	2,1%	-5,3%

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

En un enfoque previsional de mayor plazo, la rentabilidad real desde que comenzaron los multifondos, en el año 2002, hasta julio 2023, alcanzó un promedio anual de 8% nominal y 4% real. Por otro lado, al considerar desde 1981, periodo en que se instauró el sistema, a julio 2023, el rendimiento promedio por año es aún mayor, presentando una tasa de 16,3% nominal y un 7,3% real, datos que corresponden a al fondo tipo C, el único con 42 años de historia.

### Tren de Crisis 2019 -2023

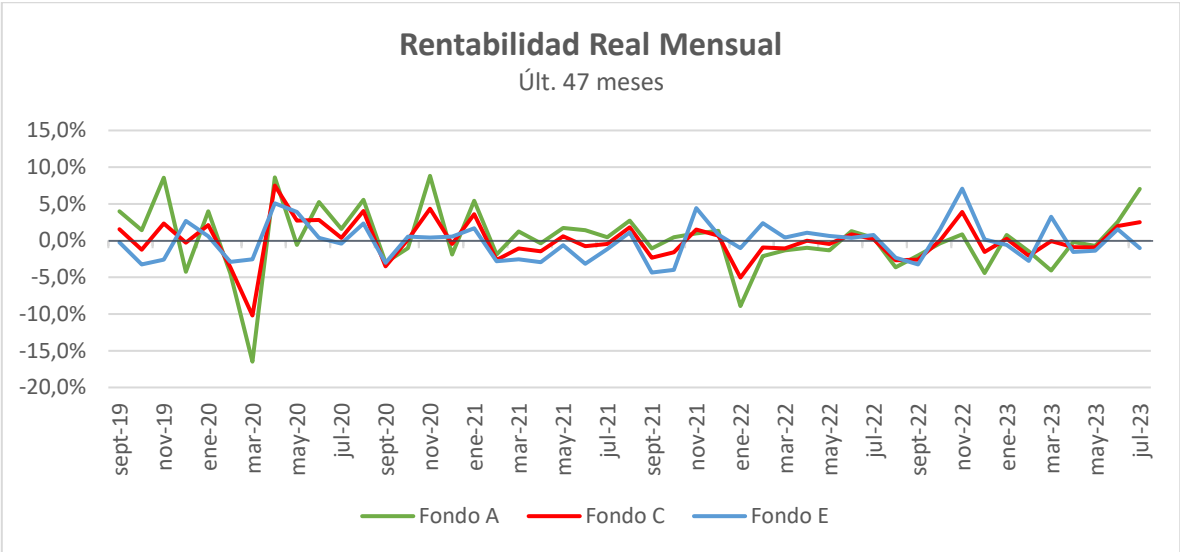
Los mercados financieros se mueven en función de información específica relacionada con la economía y las actividades empresariales. Además, su comportamiento está condicionado por las expectativas que los participantes económicos forjan en relación con aspectos corporativos y, de manera significativa, respecto a hechos sociales, políticos, geopolíticos y económicos. Todos estos elementos han experimentado notables fluctuaciones durante el transcurso de los últimos cuatro años, a causas de las sucesivas crisis.

Los fondos de pensiones han transitado, así, por uno de los períodos más críticos, si no, el más difícil, en sus 42 años de historia. Ha sido también largo, ya que se extiende por 46 meses,

desde octubre de 2019. Sólo en la variable tiempo, es posible que haya superado a la crisis financiera “sub prime” de 2008 o crisis de las hipotecas, porque en muchos otros aspectos la actual ha sido más aguda, más profunda y extensa.

En la figura 3, se ilustra la rentabilidad real mensual desde septiembre 2019, un mes antes del periodo de crisis, para 3 multifondos. El fondo A, con el portafolio más riesgoso; el fondo C de riesgo medio y el fondo E, el más conservador o menos riesgoso.

**Figura 3: Rentabilidad Real Mensual, Fondo A, C y E, desde septiembre de 2019 a julio 2023.**



**Fuente:** Gerencia de Estudios Asociación de AFP, utilizando datos de Superintendencia de Pensiones

El gráfico permite visualizar que las fuertes volatilidades de los registros mensuales disminuyen desde el cuarto trimestre del año pasado y más puntos se ubican próximos al eje cero o por sobre ese punto.

Los registros del año 2019 ofrecen una referencia para evaluar en un contexto más amplio lo ocurrido con las inversiones y rentabilidad de los fondos en el último tiempo.

En la siguiente tabla, se presenta la rentabilidad promedio anual nominal y real por tipo de fondo, desde enero y septiembre de 2019.

Figura 4: Rentabilidad promedio anual Nominal y Real Multifondos, enero y septiembre 2019.

Rentabilidad nominal promedio anual			Rentabilidad real promedio anual		
Tipo de Fondo	Desde enero 2019 a julio 2023	Desde Sept. 2019 a julio 2023	Tipo de Fondo	Desde enero 2019 a julio 2023	Desde Sept. 2019 a julio 2023
Fondo A	8,4%	6,6%	Fondo A	2,2%	-0,2%
Fondo B	8,3%	6,4%	Fondo B	2,1%	-0,4%
Fondo C	7,6%	5,0%	Fondo C	1,5%	-1,7%
Fondo D	7,1%	4,2%	Fondo D	1,0%	-2,4%
Fondo E	6,9%	4,5%	Fondo E	0,9%	-2,1%
Sistema	7,7%	5,3%	Sistema	1,5%	-1,4%

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

A partir de estos datos es posible observar cómo al considerar los meses previos al estallido social e inicio del periodo de crisis, la rentabilidad promedio anual tanto nominal como real para los 5 diferentes fondos, aumenta en gran magnitud, dado los extraordinarios rendimientos de los tres primeros trimestres del 2019. Sin embargo, al considerar desde septiembre en adelante, mes previo al conflictivo octubre de 2019, la rentabilidad promedio por año, ya sea real o nominal, cae evidenciando el inicio de este “Tren de Crisis” sobre los fondos de pensiones.

Al término de 2019 el ahorro de los Fondos llegó a US\$ 215.373 con un precio para el dólar de \$ 744,62, al 31 de diciembre de ese año. Los activos previsionales de los trabajadores se encumbraron así al nivel más alto del que se tiene registro.

La rentabilidad anual de los multifondos para el año 2019, arrojó ganancias reales para cada uno de los fondos (figura 5), liderados por los Tipo A, con 17,3% real; Tipo B, 14,9%; Tipo C, 15%; Tipo D, 13,2% y Tipo E, de 9,03%.

Figura 5: Rentabilidad Nominal y Real de los Multifondos, diciembre y año 2019.

Rentabilidad Nominal			Rentabilidad Real		
Tipo de Fondo	Diciembre 2019	Año 2019	Tipo de Fondo	Diciembre 2019	Año 2019
Fondo A	-4,0%	20,4%	Fondo A	-4,3%	17,3%
Fondo B	-2,1%	18,0%	Fondo B	-2,4%	14,9%
Fondo C	0,0%	18,1%	Fondo C	-0,3%	15,0%
Fondo D	2,2%	16,2%	Fondo D	1,9%	13,2%
Fondo E	3,0%	12,0%	Fondo E	2,7%	9,0%
Sistema	0,1%	17,0%	Sistema	-0,2%	13,9%

Fuente: Gerencia de Estudios Asociación de AFP, utilizando datos de la Superintendencia de Pensiones

Estos resultados se lograron a pesar de que, en el último trimestre de 2019, los valores de los instrumentos a nivel local e internacional mostraron una marcada volatilidad. Esto fue aún más evidente en el plano interno, dadas las turbulencias sociales y políticas que vivió el país en ese momento, y que luego, dieron paso a un acuerdo político para la redacción de una nueva Constitución Política, proceso que no ha terminado y se espera culmine a fines del presente año.

A pesar de la inestabilidad en los precios y de la incertidumbre que emergió durante esos meses, impactando a todos los agentes económicos, el año 2019 culminó con resultados sumamente positivos, especialmente para los fondos de mayor riesgo, los cuales lograron marcas que no habían sido observadas en la última década.

A esa fecha, un 56,2% de las inversiones se encontraba en instrumentos nacionales, de renta fija y variable, y un 43,8% en instrumentos del exterior.

## Covid 19, cuarentenas y contracción de las economías

A la agitación social y política local se sumó, a comienzos de 2020, la declaración de emergencia sanitaria de la Organización Mundial de la Salud (OMS), por el peligro de expansión del Coronavirus o Covid 19. Este virus, para el cual no existía vacuna, había surgido en China sólo en diciembre de 2019. En contra de lo esperado por buena parte de la población, la crisis sanitaria no cedió en poco tiempo, y se extendió hasta comienzos de mayo pasado, cuando la misma OMS anunció el fin de la "emergencia sanitaria global", aunque no el término de la pandemia.

Los efectos de la crisis sanitaria mundial son ampliamente conocidos, ya que fueron vividos por gran parte de la población mundial, en especial las consecuencias de los confinamientos en las actividades. En lo económico, el apagón de la actividad productiva y de servicios; en lo financiero, la caída de los mercados de títulos empresariales y alza de las tasas de

instrumentos de renta fija. Se vivió una gran volatilidad en los precios de diferentes productos, de la mano de las buenas o malas informaciones.

Los Estados debieron abocarse a proteger y aliviar las necesidades básicas de la población; cortar la cadena de contagios; reforzar sus sistemas de salud, y ayudar a los ciudadanos con fondos para seguir con sus vidas.

A pesar de las precauciones, se produjeron problemas de producción y logísticos, paralización de muchas actividades de servicios, escasez de ciertos productos, todo lo cual, unido a las políticas de apoyo monetario a las poblaciones, provocó un cuadro propicio para un alza generalizada de precios, inflación, que luego de más de un año, finalmente ha comenzado a ceder, merced de las contractivas políticas monetarias y fiscales.

## **Bonos públicos y retiro de fondos**

Como país, seguimos un camino similar al de muchos otros. No obstante, en nuestro caso, al malestar social que tuvo su mayor expresión en octubre de 2019, se agregaron las ayudas estatales y tres sucesivos retiros anticipados de fondos de pensiones con aprobación parlamentaria, que significaron un desahorro de MM US\$ 51.767. Por primera vez en más de cuatro décadas, se extrajeron ahorros de pensiones y se desviaron a fines distintos a su objeto primordial.

La cantidad de dinero involucrada fue de gran magnitud, lo que amplió la liquidez en la economía, llevando el consumo muy por sobre la capacidad productiva del país. Este escenario condujo a la aparición de una inflación que alcanzó el 14% en un lapso de doce meses, algo que muchas generaciones de chilenos no habían experimentado hasta entonces.

Las consecuencias de esta extracción anticipada de ahorro previsional y su impacto en la calidad de las pensiones han sido ampliamente detalladas y documentadas por la Superintendencia de Pensiones. Las pensiones autofinanciadas futuras se verían significativamente afectadas, perjudicando en mayor medida a las afiliadas mujeres, quienes experimentarían una caída en el monto de sus pensiones de entre un 8%, para mujeres con renta tope, a un 39%, para mujeres de ingreso mínimo, contra un 6% para hombres de renta tope, a 26% para hombres de ingreso mínimo. Para medir el impacto, en ambos casos se realizan tres estimaciones con un monto de renta mínima, promedio y tope; y con retiros efectuados a 5 desde que se afiliaron a una AFP, y a 20 y 5 años antes del retiro.<sup>1</sup>

---

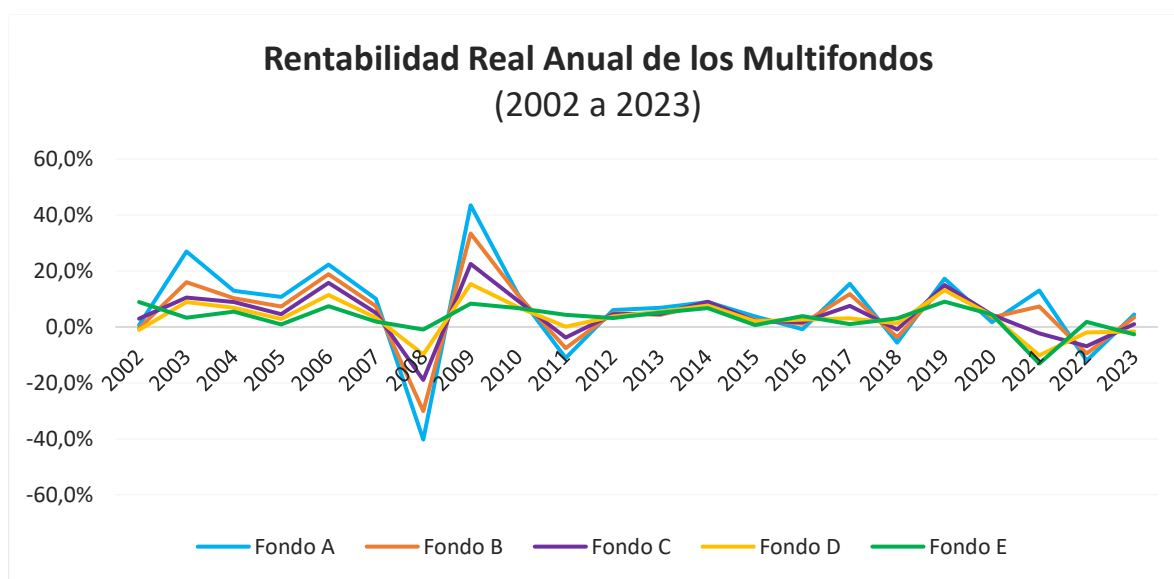
<sup>1</sup> Documento de Trabajo N° 67. Superintendencia de Pensiones. RETIRO DE FONDOS DE PENSIONES: RESULTADOS Y EFECTOS. Diciembre 2021

En el corto plazo, la expansión de la liquidez y su consecuente inflación, derivó en importantes incrementos en las tasas de interés del mercado, restringiendo el acceso al mercado financiero, sobre todo en el caso de los créditos hipotecarios.

El aumento de las tasas de interés de mercado de la renta fija local, afectó severamente las rentabilidades de los fondos conservadores, ya que se tradujo en una baja en rentabilidad de los instrumentos similares en las carteras de inversión de los fondos, por pérdidas de capital.

La renta fija, que había respondido bien como refugio frente a las oscilaciones de los instrumentos de renta variable, sufrieron el impacto de una fuerte alza en las operaciones de mercado, afectando el stock de estos papeles en poder de las AFP y provocando pérdidas de valor. Esta situación se visualiza claramente en la Figura 6 en el año 2021 presentado en el gráfico.

**Figura 6: Rentabilidad Nominal y Real de los Multifondos mes de diciembre 2019.**



**Fuente:** Gerencia de Estudios Asociación de AFP, utilizando datos de la Superintendencia de Pensiones

Los retiros de fondos desde las cuentas de ahorro individual de los afiliados, comenzaron en junio de 2020 y se extendieron hasta comienzos del año pasado, cuando expiró el plazo para solicitar el tercer y último retiro. Tras el primer retiro, los fondos D y E se vieron fuertemente impactados al cierre del 2021, con rentabilidades reales de -10,2% y -13,1% respectivamente, sus peores cifras desde la creación de los multifondos, incluso superando las caídas presentadas a raíz de la crisis "sub prime". Por otro lado, el fondo C también presentó una importante caída, aunque de menor magnitud (-2,35%), con lo cual no logró superar su periodo de menor rentabilidad.

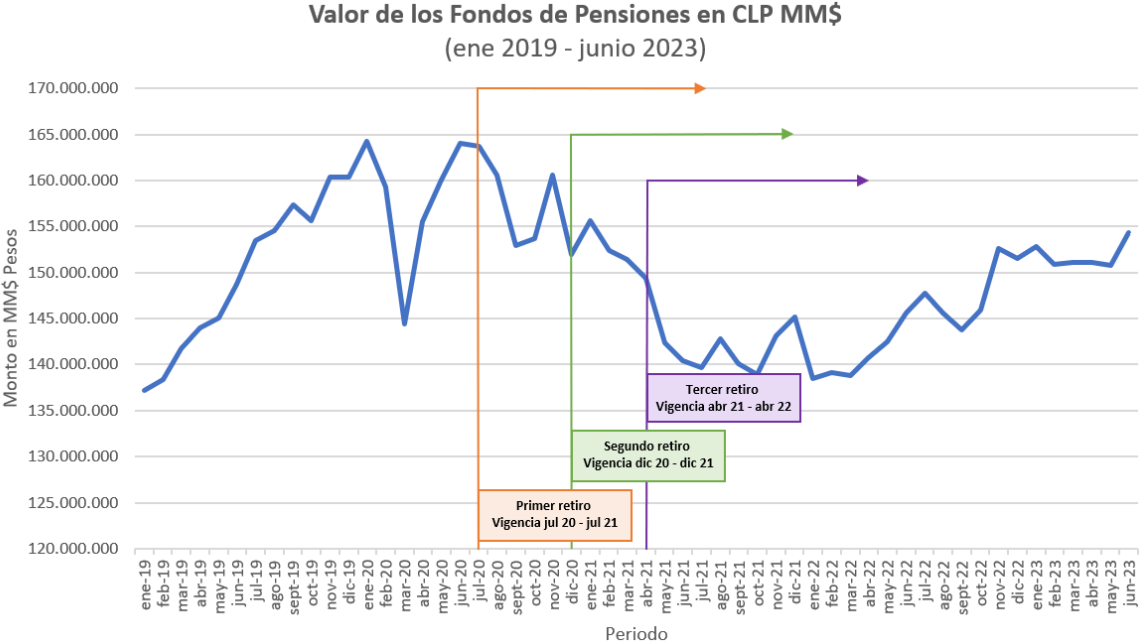


Sin embargo, los fondos A y B, los más riesgosos, presentaron un comportamiento completamente diferente al de los fondos más conservadores, con una rentabilidad real de 12,98% el Fondo A y 7,28% el B, dada la mayor presencia de instrumentos de renta variable en sus portafolios, los cuales observaron un buen desempeño ese año.

Según datos de la Superintendencia de Pensiones, estos retiros anticipados de fondos, del orden de MM US\$51.767, significaron el desvío de alrededor del 25% del total de los fondos de pensiones acumulados a junio 2020 y un 18% del PIB a diciembre 2020. Cerca de 3,8 millones de personas, 35% del total que solicitó alguno de los retiros, quedó sin ahorros previsionales a esa fecha.

En la siguiente figura se presenta la evolución de los ahorros administrados por los fondos de pensiones desde 2019 a 2023. Se destacan los periodos vigentes para solicitar cada uno de los retiros (plazo de un año) desde su fecha de inicio.

**Figura 7: Evolución Valor de los Fondos de Pensiones en pesos, de enero 2019 a junio 2023.**



**Fuente:** Gerencia de Estudios Asociación de AFP, utilizando datos de la Superintendencia de Pensiones

Previo a los retiros, los fondos de pensiones fueron duramente golpeados en marzo de 2020, tras la caída a nivel mundial del mercado bursátil a raíz de la propagación del Covid 19, que el día 11 del mes en cuestión, fue clasificada como una posible Pandemia por la OMS. Tanto la incertidumbre sobre sus alcances, como las medidas de contención necesarias para mitigar los contagios, desencadenaron el desplome de las bolsas y sus activos, afectando los precios de los instrumentos financieros y el tipo de cambio, que repercutió en la rentabilidad de los activos previsionales de los chilenos, de acuerdo con lo comunicado por el Banco Central y la

Superintendencia de Pensiones. Luego se generó una recuperación parcial hasta la medianía del 2020.

Posteriormente, desde julio de 2020, fecha en que iniciaron los retiros, en adelante, se evidencia la caída en los fondos administrados, que, si bien presentaron constantes fluctuaciones, en términos generales tendieron a la baja hasta fines de marzo 2022, cuando el periodo para solicitar el tercer y último retiro estaba por finalizar. Luego, desde abril 2022 a la fecha, si bien se han experimentado otras caídas significativas en el valor de los fondos, se mantiene una tendencia al alza en vías de recuperar lo perdido tras los retiros.

Luego, se sucedieron varios proyectos de ley de reforma constitucional para seguir extrayendo ahorros de pensiones, pero esta vez, mayoritariamente, los parlamentarios rechazaron la moción. El rechazo de la sexta moción de retiro de fondos (que de concretarse habría significado el cuarto retiro) se produjo en la sesión de la Cámara de Diputados el 7 de junio de este año 2023. Representó un alivio para el mercado de capitales local, el que ha comenzado a operar con mayor normalidad, ya que los retiros introdujeron una alteración en el perfil de plazos de los instrumentos de inversión, de modo tal que las AFP pudieran responder con rapidez a las solicitudes de los afiliados.

A pesar de las adecuaciones y políticas adoptadas por las autoridades monetarias y sectoriales para evitar daños colaterales de los retiros de fondos, se produjo un cuadro inflacionario amenazante, que demandó aplicar medidas y políticas fuertes para llevar la inflación a niveles consistentes con una economía estable y que promueve sanamente la expansión económica. La tasa de interés de política monetaria ha sido el principal instrumento de este ajuste, y sus consecuencias se expresan en elevadas tasas de interés para todo tipo de créditos, en especial los vinculados a las demandas de grandes grupos ciudadanos, como los créditos de consumo e hipotecarios para la compra de la casa propia.

## **Invasión de Rusia a Ucrania**

Cabe mencionar que a inicios del año 2022 se inició la invasión de Rusia a Ucrania, con una importante caída de las acciones a nivel mundial, conflicto que aún persiste y que afectó principalmente a los fondos más riesgosos, con retornos reales al cierre del año de -20,81% el Fondo Tipo A, -15,82% el Fondo B y -9,21% el C.

Por otro lado, los fondos conservadores cerraron el 2022 con cifras positivas. El Fondo D rentó 0,63% y el E 7,83%.

Es importante destacar que estas cifras se dieron en un contexto especial, dado que el año 2022 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) experimentó un aumento de 12,8%. Para

registrar una cifra de inflación superior a la observada el 2022 hay que retroceder 32 años, a 1990, donde los precios se expandieron 24,5%.

## Conclusiones

1.-Es probable que este sea el período más crítico por el que han transitado los Fondos de Pensiones. Se precipitaron en cadena un disturbio social y político interno; la mayor pandemia mundial; los retiros masivos y reiterados de fondos de pensiones; una guerra en Europa del Este; una inflación fuera de control y, al final, drásticas políticas de enfriamiento económico para contener el fenómeno inflacionario.

2.-Es difícil y riesgoso hacer previsiones sobre probables comportamientos de los mercados y la rentabilidad de los instrumentos. Lo concreto, es que los valores del último tiempo muestran menos volatilidad, y una orientación y un crecimiento positivo en junio y julio, mostrando indicios de recuperación ante el fuerte impacto del Tren de Crisis.

3.-Se ha demostrado en los hechos el valor del ahorro para hacer frente a los riesgos, y, en especial, el valor del ahorro previsional, que responde al esfuerzo personal de los trabajadores.

4.- Bajo lo anterior, surge la preocupación tras las consecutivas leyes y medidas promulgadas, que han permitido el desahorro de los fondos previsionales, con el fin de responder a las demandas del corto plazo, pero que, sin embargo, han provocado un gran impacto en el futuro escenario de las pensiones en Chile.

5.- Queda en evidencia la necesidad de una reforma que permita aumentar los ahorros previsionales de la población, respetando la propiedad sobre sus aportes e impulsando la protección y gestión eficiente de estos, a fin de garantizar un resguardo frente a otras situaciones de crisis como las mencionadas con anterioridad.

5.-Se ha constatado en la práctica la solidez tecnológica y la calidad de la gestión de fondos de las AFP, que ha hecho posible responder en tiempo y monto las solicitudes de los afiliados.

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.