

En Defensa del Sistema Previsional Chileno

La crisis económica se ha manifestado de manera importante en los mercados financieros. La caída en el precio de las acciones tiene como consecuencia una disminución en los fondos de pensiones de los afiliados al sistema de AFP, ya que las compañías invierten parte del dinero que administran en acciones de compañías nacionales y extranjeras.

Este efecto ha generado que surjan una serie de cuestionamientos al funcionamiento del sistema de pensiones, sembrando dudas sobre el manejo de los fondos realizados por parte de las AFP y culpándolas por los malos resultados.

Pero en el último año los títulos de compañías, en prácticamente todo el mundo, han experimentado disminuciones. El Cuadro N°1 nos muestra la evolución de este año en los principales índices accionarios de Chile, Brasil, Estados Unidos y Japón.

Este trabajo intenta ser un aporte a la discusión, presentando argumentos que explican los sistemas de inversión utilizados por las AFP en Chile y señalando que la rentabilidad

del sistema sigue siendo positiva.

Estructura Actual del Sistema Previsional Chileno

En 1981 se modificó el sistema de pensiones en Chile, pasando desde uno de reparto, donde los individuos que trabajan financian las pensiones de los jubilados, a uno de capitalización individual, donde cada individuo es dueño de sus propios fondos, que son administrados por una AFP para que obtengan rentabilidad.

En el año 2002, se modernizó el sistema con la Ley N°19.795 creándose los multifondos. Este mecanismo permite que los individuos elijan libremente el nivel de riesgo al que quieren exponer sus inversiones previsionales. Existen 5 alternativas, (representadas por las letras A, B, C, D y E) con diferente exposición de

riesgo y por ende con diferentes rentabilidades esperadas¹.

El fondo más riesgoso y con mayor rentabilidad esperada es el A, mientras que el más seguro y de menor rentabilidad esperada es el E. El Cuadro N°2 presenta la composi-

Los resultados obtenidos por las AFP hasta ahora continúan siendo positivos desde su creación y los resultados de cada fondo responden al perfil de inversión elegido por el ahorrante. Las rentabilidades negativas del último tiempo se deben principalmente a una crisis económica mundial que ha tenido como principal efecto una disminución en el precio de las acciones en casi todo el mundo.

Brasil, Estados

En esta Edición:

- **En Defensa del Sistema Previsional Chileno**
- **Declaración de Utilidad Pública: Expropiación Encubierta**

Cuadro N° 1: Evolución anual de los principales índices accionarios de países seleccionados

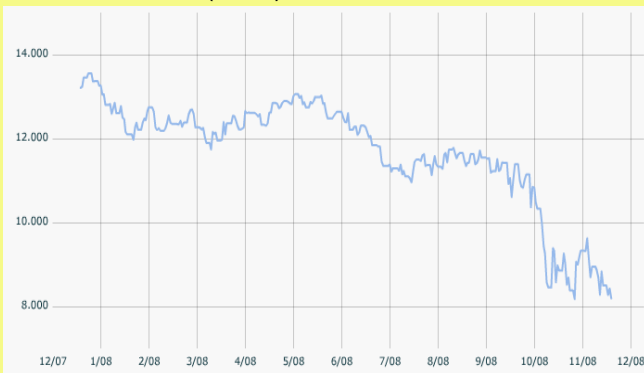
IPSA (Chile) caída anual 19,7%



Bovespa (Brasil) caída anual 45,9%



Dow Jones (USA) caída anual 39,7%



Nikkei 225 (Japón) caída anual 47,9%



Fuente: Celfin Capital

ción de activos en cada uno de los fondos. La inversión en renta variable posee una mayor rentabilidad esperada y tiene asociado un mayor riesgo que la inversión en renta fija.

Al analizar el comportamiento de los fondos a través del tiempo (ver Cuadro N° 3, promedio anual), vemos que efectivamente se han comportado de acuerdo a lo esperado.

El fondo A acumula la mayor rentabilidad en promedio desde que se crearon los multifondos, mientras que el E ha sido el que ha experimentado una menor rentabilidad.

Pero así como el fondo A ha obtenido la mayor rentabilidad acumulada, también es el de mayor exposición al riesgo y por este motivo ha sido el más afectado por la crisis financiera (ver Cuadro N° 3, últimos 12 meses).

Es decir, los resultados obtenidos por cada fondo y por ende para sus ahorrantes, están en perfecta congruencia con lo esperado para el largo plazo y ante experiencias de crisis.

Cuadro N°2: Distribución de la Cartera de Activos de Cada Fondo

Fondo de pensiones	Renta Fija	Renta Variable	Forwards	Total
Tipo A	29,8%	83,4%	-13,3%	100%
Tipo B	50,0%	57,9%	-8,0%	100%
Tipo C	67,8%	35,8%	-3,7%	100%
Tipo D	84,7%	16,6%	-1,4%	100%
Tipo E	99,4%	0,8%	-0,3%	100%

Nota: la inversión en renta variable tiene mayor rentabilidad esperada y mayor riesgo asociado que la inversión en renta fija.
Fuente: Superintendencia de pensiones

Efecto en las Pensiones

Se tiende a pensar que los efectos que se observan hoy en las caídas de las cuentas individuales se manifestarán en disminuciones de la misma proporción de las pensiones futuras, pero esto es un error.

En primer lugar, debemos considerar que el monto de la pensión se determina por el monto acumulado en la cuenta individual al momento de pensionarse y no antes.

La actividad económica sufre oscilaciones tanto positivas (booms de crecimiento) como negativas (recesiones) en torno a una tendencia. En experiencias de crecimiento positivas los fondos más riesgosos acumulan las mayores rentabilidades mientras que en crisis acumulan las mayores pérdidas. En el largo plazo como la tendencia es positiva la renta variable suele acumular mayores rentabilidades.

Por este motivo se recomienda a los individuos que a medida que van envejeciendo vayan cambiando sus ahorros hacia fondos de menor exposición a riesgo, pues ante la eventualidad de un shock negativo los activos de mayor riesgo son los más perjudicados. Si un individuo se encuentra cercano a su jubilación una caída en su stock

acumulado tiene una consecuencia más negativa en su pensión que si ese mismo individuo se encuentra lejano a jubilarse y tiene tiempo para que la economía se recupere y su cuenta acumule rentabilidades positivas.

La ley está pensada para proteger a los individuos de estas oscilaciones, pues establece que los individuos que no expresan una petición de tener sus ahorros en un determinado fondo, son asignados dependiendo de su edad. Los menores de 36 años se asignan al fondo B, los hombres entre 36 y 55 años y mujeres entre 36 y 50 años se asignan al fondo C, mientras que a todos aquellos que les restan menos de 10 años para pensionarse son asignados al fondo D.

A los afiliados que cambien de tramo etéreo, de acuerdo a los rangos de edad señalados recientemente, y no expresen preferencia por alguno de los cinco fondos, por ley la AFP debe cambiarlos al que por edad le corresponde, de manera gradual, de 20% por año, de forma que en cinco giros su ahorro acumulado se ha traspasado en su totalidad a un fondo menos riesgoso.

En el caso de afiliados que habiendo elegido el Fondo A se encuentran a 10 años o

Cuadro N°3: Rentabilidad de Cada Fondo de Pensión

Fondo de pensiones	Promedio Anual*	Ultimos 12 meses
Tipo A	4,1%	-45,1%
Tipo B	3,4%	-34,2%
Tipo C	3,6%	-22,5%
Tipo D	3,6%	-12,1%
Tipo E	2,8%	-0,9%

* Desde la creación de los multifondos en Septiembre del 2002
Fuente: Superintendencia de pensiones

Gráfico N°: Evolución del Índice S&P 500

Fuente: Google Finance

Esta información nos demuestra que si bien hoy en día son muchos los individuos que tienen un menor stock acumulado en su cuenta individual, los efectos en sus pensiones no serán de esta magnitud y tienen tiempo para obtener rentabilidades antes de pensionarse.

La Renta Variable se Evalúa en el Largo Plazo

menos de la edad legal de jubilación, la ley dispone que su AFP lo debe cambiar al Fondo B.

De esta forma, en el fondo A (el que más ha perdido con la crisis) todos los afiliados se encuentran a más de 10 años de pensionarse por vejez, tienen tiempo para que la economía se recupere y acumulen rentabilidades en su cuenta antes de pensionarse.

Cifras de la Asociación de AFP plantean que en el fondo B (el segundo más golpeado con la crisis) el 99% cumplirá la edad para pensionarse en más de 5 años y también tienen tiempo para que la economía se recupere.

La Superintendencia de AFP nos permite analizar donde se encuentran los ahorros de los individuos cercanos a pensionarse, vemos que el 84% de las mujeres que se encuentran a menos de 5 años de jubilarse por vejez se encuentra en los fondos D y E que son los que menos han sufrido con la crisis. Esta misma cifra alcanza el 78% en el caso de los hombres².

Finalmente, es importante aclarar un punto sobre el sistema de inversión utilizado por las AFP y cuál es el período apropiado para evaluar la rentabilidad de la inversión.

El objetivo de las AFP es hacer crecer la cuenta individual de sus afiliados para que al momento de jubilarse puedan obtener una mayor pensión.

Para lograr este objetivo las AFP pueden invertir en renta variable o fija. Como se ha dicho hasta ahora la inversión en renta variable es más riesgosa pero genera mayor rentabilidad.

La cartera de inversión de las AFP's está ampliamente regulada en la ley, lo que restringe las posibilidades de inversión a las administradoras. Por este motivo, si queremos comparar las rentabilidades de las AFP versus las de la industria financiera en general debemos considerar la restricción extra que poseen las administradoras.

El Cuadro N° 4 nos permite ver la evolución del principal índice accionario de Es-

tados Unidos para un período de casi 40 años, es decir similar al del ahorro previsional. Es posible observar que ante períodos de crisis la renta variable es golpeada de gran forma, pero en el largo plazo se recupera y obtiene rentabilidades muy positivas.

Por este motivo, no tiene sentido analizar la rentabilidad de la inversión en renta variable en medio de una crisis, sino que el análisis debe hacerse en el largo plazo en un período tal que incluya tanto los efectos negativos de crisis económicas como los efectos positivos de booms de crecimiento, de esta forma veremos que la inversión en renta variable es adecuada para un horizonte futuro como por ejemplo el retiro después de más o menos 40 años de trabajo.

Si producto de las rentabilidades negativas que se observan hoy en día en renta variable, hacemos caso a las voces que pretenden limitar la inversión de las AFP hacia un mayor componente de renta fija, que se encuentra disponible para los individuos que así lo deseen, le estaremos negando la posibilidad de obtener mayores pensiones en el futuro a muchos individuos. La rentabilidad de la renta variable debe evaluarse en el largo plazo que es el período para el cual invierten las AFP.

Conclusión

Los resultados obtenidos por las AFP hasta ahora continúan siendo positivos desde su creación y los resultados de cada fondo responden al perfil de inversión elegido por el ahorrante. Las rentabilidades negativas del último tiempo se deben principalmente a una crisis económica mundial que ha tenido como

principal efecto una disminución en el precio de las acciones en casi todo el mundo.

La gran mayoría de los individuos que se encuentran cercanos a pensionarse tienen sus ahorros en los fondos D y E, los de menor

riesgo y menor rentabilidad esperada, que son los menos afectados por la crisis. A todos los individuos que tienen sus ahorros en el fondo A, le restan al menos 10 años para pensionarse por lo que aún tienen tiempo para que sus cuentas individuales se recuperen.

Por último, la rentabilidad de la inversión en renta variable ha demostrado ser superior a la de renta fija en el largo plazo.

Si limitamos a los individuos a elegir solamente entre opciones de bajo riesgo para su ahorro previsional, estamos coartando su libertad y probablemente quitándoles la opción de obtener

mayores pensiones al finalizar su vida laboral.

Si producto de las rentabilidades negativas que se observan hoy en día en renta variable, hacemos caso a las voces que pretenden limitar la inversión de las AFP hacia un mayor componente de renta fija, que se encuentra disponible para los individuos que así lo deseen, le estaremos negando la posibilidad de obtener mayores pensiones en el futuro a muchos individuos.

La rentabilidad de la renta variable debe evaluarse en el largo plazo que es el período para el cual invierten las AFP

¹ La teoría financiera supone una relación positiva entre rentabilidad y riesgo

² Este ejercicio se realizó considerando las mujeres entre 55 y 60 años, y los hombres entre 60 y 65 años.