

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

La Gran Ilusión

**Perspectiva de la rentabilidad de largo plazo de los
fondos de pensiones AFP comparada con los
mercados financieros internacionales**

CENDA

Santiago-Chile

2010

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

**Prepararon: Manuel Riesco y Francisco Durán
CENDA**

Julio 2010

Este trabajo se ha realizado con el apoyo de la Fundación Ford

INDICE

[La Gran Ilusión](#)

[Perspectiva de la rentabilidad de largo plazo de los fondos de pensiones AFP comparada con los mercados financieros internacionales](#)

[INDICE](#)

[Notas metodológicas y técnicas](#)

[Una gran lección de la crisis mundial: El dinero no crea dinero por sí solo](#)

[Gráfico 1: Un siglo de capitalismo](#)

[El burbujazo emergente](#)

[Gráfico 2: Desarrollados y emergentes, 2000-2010](#)

[El inflamiento de la bolsa y el peso chilenos](#)

[Gráfico 4 \(ver original\)](#)

[Cuadro 1 \(ver original\)](#)

[Gráfico 5 \(ver original\)](#)

[Cuadro 2 \(ver original\)](#)

[Gráfico 6 \(ver original\)](#)

[Cuadro 3 \(ver original\)](#)

[El secreto de las altas rentabilidades de los fondos AFP](#)

[Cuadro 4: Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones, deflactada por U.F.](#)

[La perspectiva larga: Rentabilidad de los fondos AFP y ciclos seculares](#)

[Gráfico 7: Dow Jones desde 1928, AFP desde 1981, mercados emergentes desde 1987](#)

[Cuadro 5: Rendimiento de largo plazo de los mercados financieros globales](#)

[A favor de la ola](#)

[Gráfico 8: Cuota real AFP \(1981\) vs. mercados desarrollados \(1969\) y emergentes \(1987\)](#)

[La existencia de los multifondos coincide con los "burbujazos" emergentes 2002-2010](#)

[Gráfico 9: Índice multifondos AFP vs. Bolsas mundiales, 2000-2010.](#)

[Cuadro 7: Rendimiento de la cuota AFP e índices bursátiles, 2000-2010](#)

[¿Corregirá la crisis la rentabilidad de largo plazo de los fondos AFP?](#)

[Gráfico 10: Comportamiento de los fondos AFP desde el inicio de la crisis](#)

[Conclusiones](#)

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

Anexos

Cuadro A-1: Rendimientos de largo plazo de los mercados financieros globales y la cuota AFP

Gráfico A-1: Índice Dow Jones desde 1928, Cuota AFP desde 1981, Mercados Emergentes y Chile desde 1987.

Gráfico A-4: Índice multifondos AFP vs Bolsas Mundiales en euros (más BRIC), 2000-2010

Notas metodológicas y técnicas

El presente artículo descansa sobre una verdadera montaña de datos estadísticos, obtenidos principalmente de las [Superintendencia de Pensiones](#) y el [Banco Central](#), chilenos, el [Departamento del Trabajo](#) estadounidense y los sitios de información financiera internacionales www.msicibarra.com y finance.yahoo.com.

La metodología de análisis es sencilla. Consiste en comparar la evolución de largo plazo de la rentabilidad de los fondos de pensiones AFP con las principales bolsas de comercio del mundo y la propia bolsa chilena.

La primera se mide según la evolución del precio de la cuota de los fondos de pensiones, que partió en 1981 con un valor de 100 pesos chilenos. Para apreciar su evolución real, sus valores se deflactan por la unidad de fomento (UF), que mide el cambio del índice de precios a consumidor (IPC) en Chile. Desde el momento en que se crean varios fondos alternativos, denominados multifondos, se mide la evolución de la cuota de cada uno de ellos y se calcula una cuota promedio del sistema, ponderando el valor de la cuota de cada uno por el valor del fondo respectivo.

Las bolsas de comercio mundiales, por su parte, en el largo plazo se representan por el índice Dow Jones y el índice construido por el banco de inversiones Morgan Stanley, denominado MSCI World, que es un promedio ponderado de las bolsas de comercio de los países desarrollados, principalmente los EE.UU., Europa Occidental y Japón. Ambas se miden en dólares estadounidenses, deflactados por el IPC de los EE.UU. Adicionalmente, a partir del 2000, se incorpora la evolución de la bolsa chilena así como el mismo índice MSCI World, expresadas ambas en Euros.

Se presentan los valores al fin de cada año de la cuota de los fondos de pensiones AFP desde su creación en 1981, inserta en la evolución de los precios del mercado accionario estadounidense, desde 1928. Por otra parte, presenta la evolución anual de la cuota de los fondos de pensiones chilenos a lo largo de toda su existencia, en la perspectiva de la evolución de los mercados de los países desarrollados a partir 1969.

Finalmente, se compara la evolución mensual de la cuota AFP con los mercados de los países desarrollados y la bolsa chilena, a partir de marzo del 2000. En esta serie, se incluyen los llamados multifondos, que empiezan a mediados del 2000 en el caso del fondo C y el E y en septiembre del 2002 los cinco multifondos actuales.

La metodología no representa novedad ninguna, sin embargo, la técnica utilizada en el análisis es una aplicación pionera de las más modernas herramientas disponibles en la llamada "computación en nube," hecha posible por la internet. En este caso, gentileza de [Google Docs](#). En efecto, los cálculos se realizaron íntegramente en planillas electrónicas que mantienen sus datos en la red. Adicionalmente, cuentan con la posibilidad de importar cifras directamente desde otras planillas y desde las fuentes originales, todas disponibles asimismo en la internet.

Las fuentes originales y todo el sistema de planillas de cálculos intermedias, se revisan constantemente y los resultados finales actualizados son publicados de inmediato en la red, junto a todas las fórmulas de cálculo e importación respectivas.

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

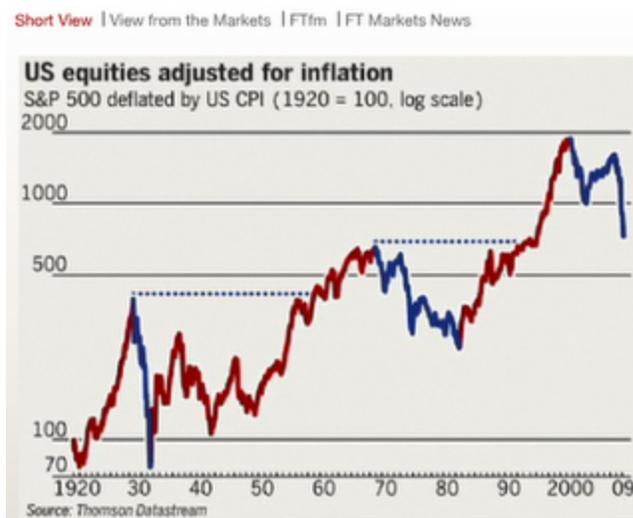
De este modo, el sistema de referencias, normal en todo trabajo de investigación, queda revolucionado completamente. En el presente artículo, los cálculos que originan cada uno de los gráficos y tablas que se muestran en el texto, quedan enlazados directamente con sus cálculos previos y hasta su fuente original y toda la cadena de cálculos se actualiza constantemente, registrando de inmediato cualquier cambio en esta última. El texto mismo ha sido escrito utilizando asimismo un procesador en red, de modo que los gráficos del mismo se actualizan constantemente.

Una gran lección de la crisis mundial: El dinero no crea dinero por sí solo

Las crisis dejan en evidencia aspectos de la realidad que en tiempos normales permanecen más o menos velados o visten disfraz. La que está en curso en la economía mundial ha sido especialmente generosa a este respecto. De todas sus lecciones, quizás la primera es la evidencia definitiva que los ciclos normales que recorre la economía capitalista en su desarrollo ascendente, se inscriben a su vez en una trayectoria cíclica de largo plazo. Mientras los primeros han observado un período promedio de siete años, desde 1825 cuando tuvo lugar la primera crisis de la producción capitalista moderna, los segundos exhiben períodos que abarcan varias décadas.

De este modo, en el curso del último siglo, los mercados financieros mundiales han evidenciado a lo menos tres "mercados seculares del oso," como se los ha denominado en jerga bursátil. Los mismos se precipitaron en 1929, 1969 y 1999, respectivamente, como se observa en el gráfico adjunto.

Gráfico 1: Un siglo de capitalismo



Éste muestra la evolución del índice accionario estadounidense S&P 500, ajustado por el IPC de ese país, entre 1920 y 2009. Fue presentado por John Authers, editor de mercados del diario británico Financial Times, en [su ya clásico comentario del 3 de marzo del 2009](#).

En el mismo, Authers llamaba la atención acerca del hecho que los mercados financieros mundiales habían estado a pérdida durante 60 de los últimos 90 años. En efecto, demoraron tres décadas en recuperar sus niveles de 1929, dos décadas en volver a los de 1969 y

llevan diez años a la baja desde 1999.

El mismo Authers, en su [comentario del 13 de febrero del 2009](#), mostraba un estudio del Credit Suisse que comprueba que entre 1900 y 2009, los precios corregidos por inflación del mercado londinense aumentaron apenas un 0,4 por ciento anual, en promedio.

Ese mercado es quizás el que mejor refleja la tendencia de largo plazo de los mercados financieros mundiales, puesto que la economía y la bolsa británicas eran mercados maduros ya a inicios del siglo pasado. Aparte que la bolsa de valores de Londres fue la más importante plaza del mundo durante buena parte del siglo y es la

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

segunda en la actualidad.

El mercado estadounidense, por su parte, que fue el típico mercado emergente a lo largo del siglo veinte, creció un 1,7 por ciento anual, en promedio, en términos reales entre 1900 y 2009.

En el caso más reciente de Japón, según informa el [Financial Times del 3 de junio del 2010](#), mientras el producto interno bruto nominal del 2009 fue el mismo de 1991 en términos nominales, el mercado accionario languidece en un cuarto de su valor máximo alcanzado en 1989. Es decir, para un inversionista que entró al mercado en ese momento al cabo de veinte años ha perdido tres cuartas partes de su inversión. Ciertamente, tanto el PIB como el mercado accionario recuperarán eventualmente su dinamismo y en el muy largo plazo sus rendimientos serán parecidos y del orden del uno por ciento real promedio, al igual que sus pares europeos y estadounidenses.

Por otra parte, existe evidencia bastante sugerente en el sentido que el ciclo secular descendente iniciado el 2000 no ha tocado fondo, todavía. Como se aprecia en el gráfico, las largas fases ascendentes de los ciclos seculares anteriores se iniciaron quince y doce años después de 1929 y 1969, respectivamente. La recuperación del 2008, en cambio, se inició sólo ocho años después de la caída del 2000. Por otra parte y quizás más importante, [la relación entre el precio de las acciones y las utilidades de largo plazo de las empresas](#), medida como promedios de varios años, nunca cayó todavía a los niveles que alcanzó en el fondo de los ciclos seculares anteriores.

Esas son las prosaicas realidades de los principales mercados financieros mundiales, en el largo plazo. En otras palabras, puesto que los mercados financieros no crean dinero por sí mismos, sino que reflejan las economías subyacentes, su crecimiento de largo plazo no puede exceder al del producto interno bruto (PIB) que, como se sabe, se incrementa más o menos al ritmo de la fuerza de trabajo mundial, que es bastante moderado.

El burbujazo emergente

Una segunda lección relevante de la crisis, es que los mercados accionarios y monedas emergentes, así como las materias primas y otros mercados acotados, resultan muy propensos a enormes distorsiones especulativas que, en cambio, no son capaces de alterar significativamente los grandes mercados financieros mundiales. De este modo, mientras los últimos resultan quizás el mejor predictor del comportamiento de la economía subyacente, el movimiento de los primeros refleja sus vaivenes de modo hipertrofiado, como si fuese mediado por un gigantesco y defectuoso amplificador.

El Gráfico N° 2, obtenido de www.msclub.com, muestra la evolución de las bolsas mundiales expresadas en Euros, desde el inicio del actual "mercado secular del oso," en marzo del 2000. Se actualiza automáticamente hasta el último mes disponible. El gráfico muestra los mercados de los países desarrollados (línea roja), los mercados emergentes (línea amarilla) y la sumatoria de ambos (línea azul).

En el gráfico se aprecia el inmenso "burbujazo" que afectó a las bolsas emergentes a partir del 2002 y hasta el octubre del 2007, seguido de su desplome hasta octubre

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

del 2008 y su nuevo inflamamiento que se prolongó hasta abril del 2010, cuando parecen haber entrado en una fase descendente.

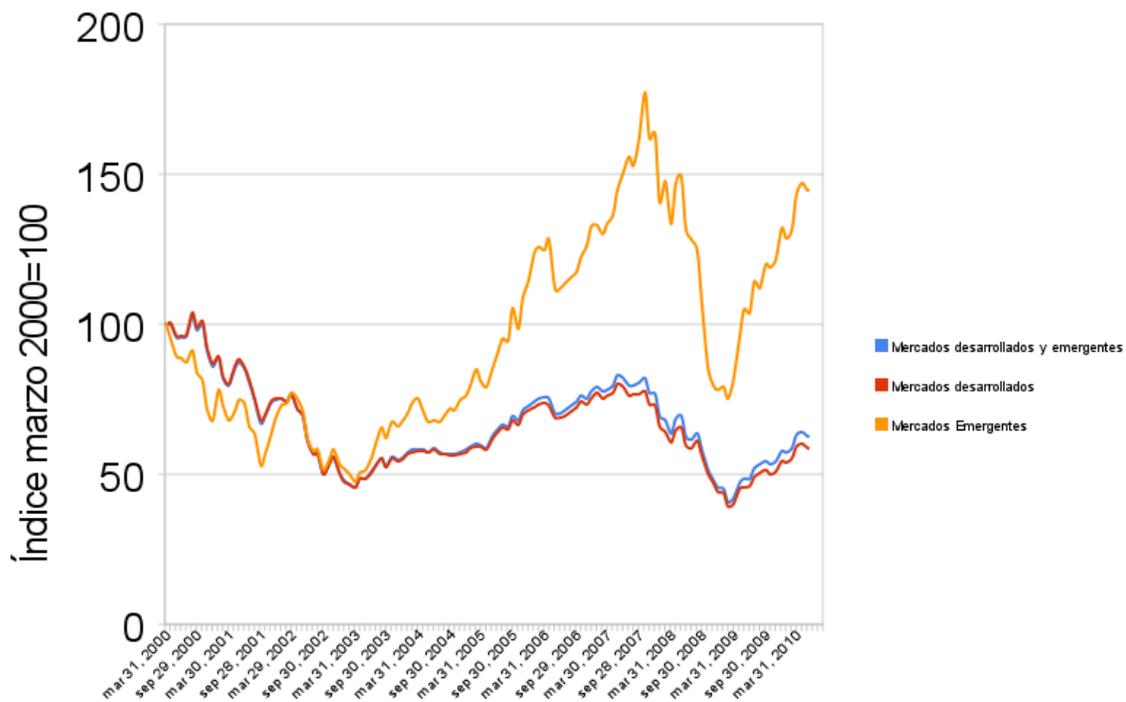
Cabe subrayar que al estar todos los índices expresados en Euros, su evolución combina la variación de las bolsas y las monedas de los países respectivos, con respecto al Euro. Es decir, el "burbujazo" afectó no sólo a las primeras sino también a las últimas. Esta moneda se ha depreciado significativamente a partir de abril del 2010 y por lo tanto los gráficos no reflejan en toda su dimensión el reciente giro descendente. Sin embargo, a lo largo de todo el período ha sido la más estable, junto al yen.

Expresados de este modo, los mercados emergentes superaron el 2007 ampliamente el máximo alcanzado en marzo del 2000. Los mercados de los países desarrollados, en cambio, nunca han recuperado su nivel de entonces.

Queda asimismo en evidencia en este gráfico, el escaso peso relativo de los mercados emergentes en el conjunto de las bolsas mundiales. En efecto, al observar el comportamiento del índice agregado del conjunto (azul), se aprecia que apenas diverge del índice de los mercados desarrollados. En otras palabras, el inmenso burbujazo emergente apenas altera el comportamiento del conjunto, que es determinado completamente por la evolución de los mercados desarrollados.

Gráfico 2: Desarrollados y emergentes, 2000-2010

Índices mercados desarrollados y emergentes 2000 - 2010 (Euros)



Fuente. CENDA en base a www.mscibarra.com

Gráfico obtenido desde el anexo "[Bolsas mundiales desde el 2000](#)"

El problema con estos comportamientos bursátiles exagerados en los mercados emergentes, es que los mismos no son principalmente el resultado de fundamentos económicos sólidos, al menos en el corto plazo. Muy por el contrario. John Authers del Financial Times lo ha definido de modo categórico en su [comentario del 8 de junio del 2009](#):

"La superperformance de los emergentes se movió exactamente en línea con la performance de los desarrollados. Es exactamente lo contrario de lo que hubiese debido ocurrir si la teoría del desacoplamiento hubiese sido cierta. En lugar de eso, 2002-2007 parece haber sido un boom especulativo empujado por el optimismo del mundo desarrollado."

El inflamiento de la bolsa y el peso chilenos

A fines de septiembre del 2010, la capitalización bursátil chilena expresada en dólares se ha disparado a más de 179 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) del 2009. Es decir, la bolsa vale 1,79 veces más que el PIB. Este nivel excede de lejos al resto de las bolsas mundiales, que al mismo mes rondan aproximadamente en un 90 por ciento del respectivo PIB del 2009.

Ello se puede observar en el gráfico que sigue, construido por [CENDA](#) en base a [world-exchanges.org](#) y [worldbank.org](#).

La capitalización bursátil es la suma de los precios de todas las acciones que se transan en una bolsa de comercio y para compararlas se expresan todas en una moneda común, en este caso en dólares. Expresada de este modo, la capitalización bursátil refleja tanto el de precios de las acciones como el de la moneda local.

Como se aprecia en el gráfico, sólo en los momentos más álgidos de la reciente crisis, las bolsas mundiales rozaron el nivel de aproximadamente la mitad del PIB que tenían en 1990, lo cual era considerado elevado antes del gran burbujazo financiero global de las últimas dos décadas. Precisamente por este motivo, muchos analistas consideran probable una nueva caída severa antes que termine el actual "mercado del oso secular," iniciado a fines de 1999.

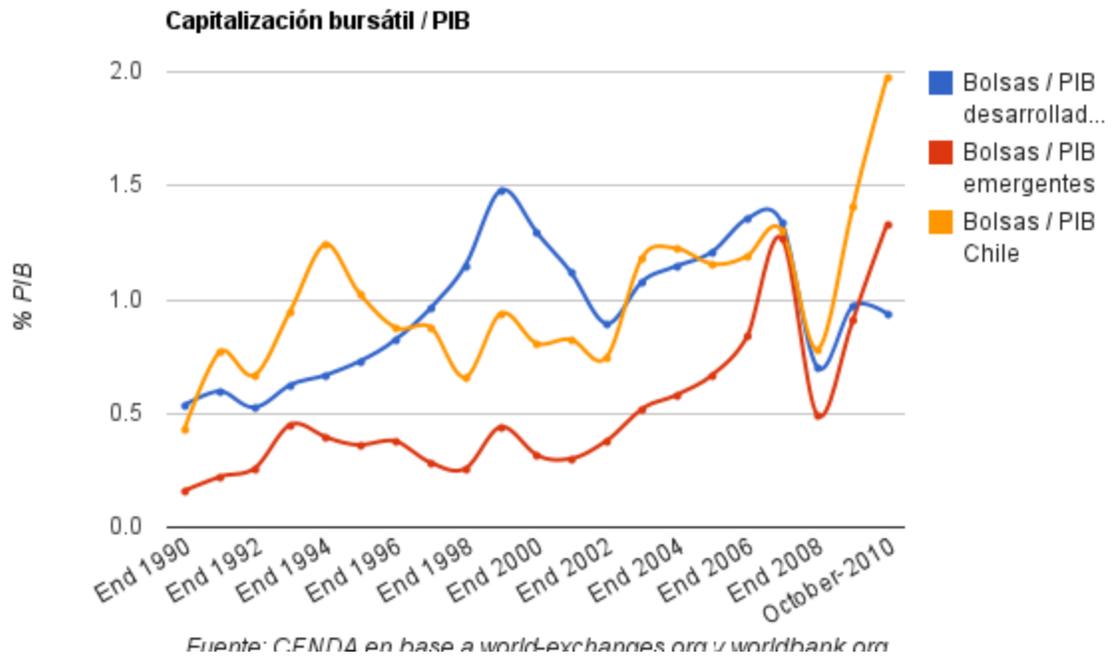


Gráfico 3 (ver original)

Asimismo, la bolsa chilena se encuentra muy por encima de todos sus record históricos, expresada en dólares y como porcentaje del PIB. Sobrepasa con mucho el nivel de inflamiento alcanzado por las bolsas de los países desarrollados en 1999, justo antes que reventara la llamada "burbuja punto.com." También supera lejos el nivel alcanzado el 2007, justo antes de precipitarse la Gran Recesión, tanto por las bolsas de los países desarrollados como emergentes, incluido el propio Chile. En ambos momentos, las bolsas mundiales no alcanzaron a superar el PIB respectivo en una vez y media, todo expresado en dólares, como se puede observar en el Gráfico 3.

La capitalización bursátil mundial está dominada por los países desarrollados y especialmente por los EE.UU., Europa y Japón, que junto a otros países desarrollados más pequeños representaban más de dos tercios del total mundial en septiembre del 2010. Ello se puede apreciar en el Gráfico 4 y el Cuadro 1 siguientes, construidos por [CENDA](#) en base a [world-exchanges.org](#). Se observa que esta proporción era parecida el 2007, antes de precipitarse la crisis.

Sin embargo, en el mismo gráfico se puede apreciar que hasta hace apenas diez años, los países desarrollados representaban más del 95 por ciento de la capitalización bursátil mundial, aunque en parte ello aparece exagerado porque varias plazas bursátiles de países emergentes no estaban afiliadas en ese momento a

world-exchanges.org, cuyos socios son incluidos en estas estadísticas.

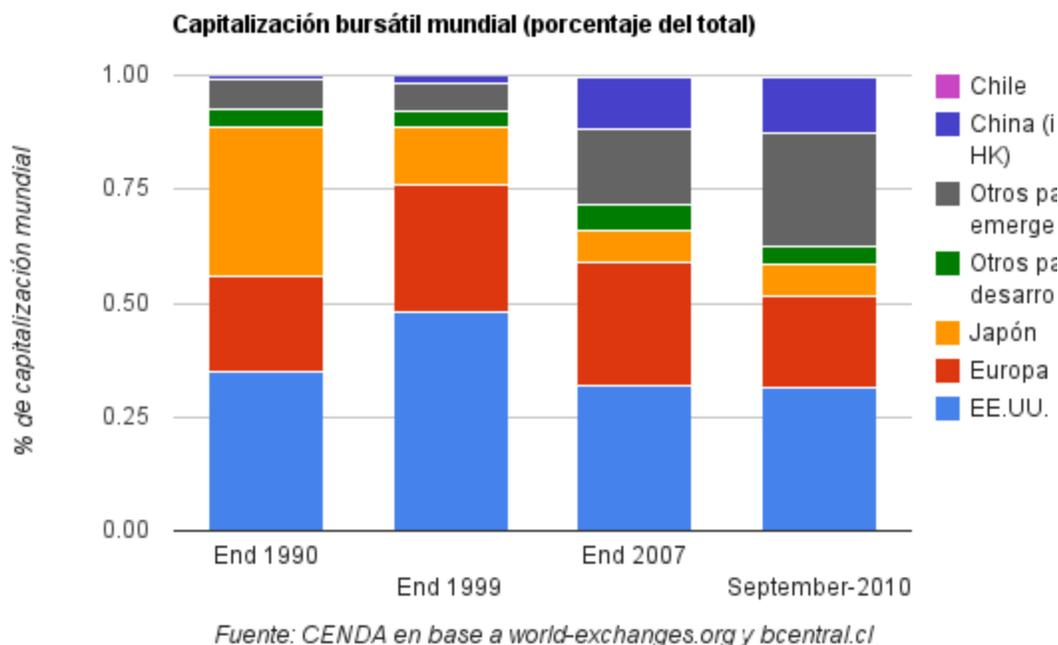


Gráfico 4 (ver original)

Exchange	End 1990	End 1999	End 2007	August-2010
EE.UU.	34.92%	47.84%	31.83%	32.44%
Europa	20.86%	28.15%	27.21%	22.35%
Japón	32.93%	12.76%	7.11%	7.15%
Otros países desarrollados	4.03%	3.56%	5.64%	6.20%
Otros países emergentes	6.17%	5.75%	16.47%	18.79%
China (inc HK)	0.94%	1.74%	11.40%	12.44%
Chile	0.15%	0.20%	0.34%	0.63%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: CENDA en base a world-exchanges.org y bcentral.cl

(*) Considera todos los países afiliados al World Federation of Exchanges, WFE, world-exchanges.org

Cuadro 1 (ver original)

Las bolsas estadounidenses representan actualmente aproximadamente un tercio de la capitalización mundial y las europeas poco menos de una cuarta parte, situación que era parecida hace veinte años. Cabe mencionar que se incluyen en Europa algunos países no propiamente desarrollados, pero que son miembros de la Unión, así

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

como otros desarrollados que no lo son, como Suiza.

Sin embargo, incluso en el caso de las plazas desarrolladas, la capitalización bursátil depende mucho de las burbujas especulativas que constantemente inflan y desinflan los precios de las acciones y las monedas de los distintos países. Las bolsas estadounidenses, por ejemplo, llegaron a representar un 48 por ciento del total mundial a fines de 1999, justo antes de reventar la burbuja "punto.com."

El caso más espectacular es Japón, cuya bolsa representaba un tercio de la capitalización mundial en 1990, cerca del climax de la inmensa burbuja que infló todos los precios en ese país y que reventó precisamente en esos años, tras lo cual la bolsa japonesa se redujo al 7 por ciento del total mundial que representa en la actualidad, como se muestra en el Cuadro 1.

A septiembre del 2010, la capitalización de todas las bolsas asociadas a world-exchanges.org alcanza a 50,2 billones de dólares. Ello se aprecia en el Gráfico 5 y el Cuadro 2 que siguen, contruidos por CENDA a partir de las fuentes anteriores, que muestran la evolución de la capitalización bursátil mundial a lo largo de los últimos veinte años, expresados en dólares del 2009, corregidos según el Índice de Precios a Consumidor (IPC) de los EE.UU., según la serie disponible en bcentral.cl.

A esa fecha, ello representaba un 97 por ciento del PIB de esos mismos países el año 2009, como se muestra en el Cuadro 3, más abajo. A fines del 2007, antes de precipitarse la crisis, la capitalización bursátil global alcanzó un record histórico de 64,8 billones de dólares del 2009, que representaban un 131 por ciento del PIB en ese momento, como se aprecia en los mismos cuadros y gráfico.

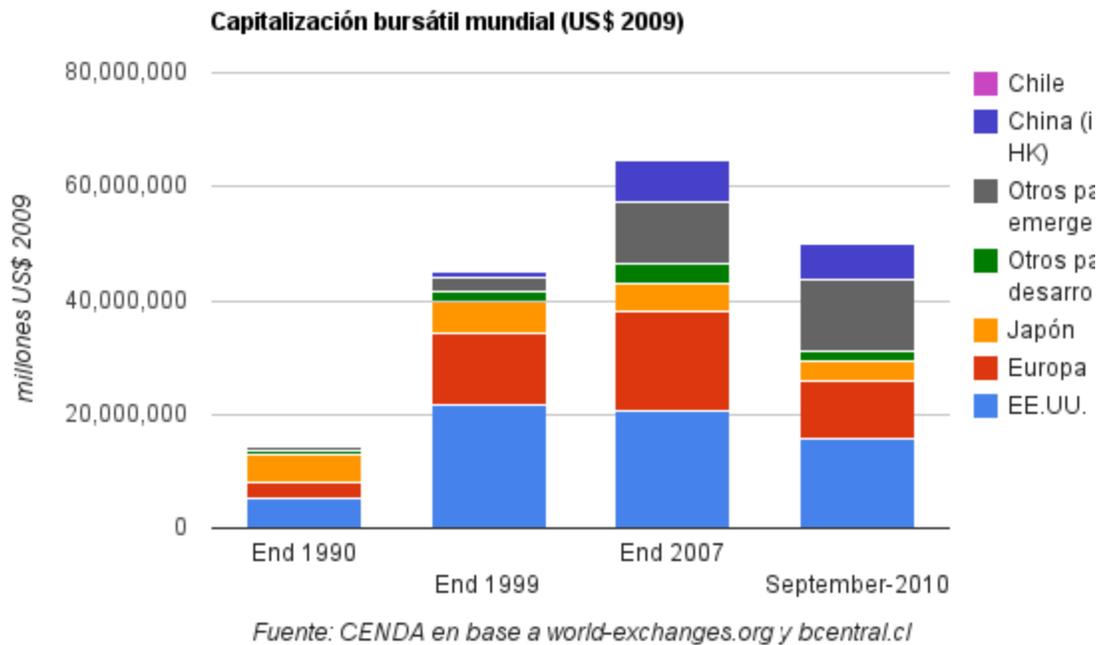


Gráfico 5 (ver original)

Capitalización bursátil mundial (*) (US\$ 2009)				
Exchange	End 1990	End 1999	End 2007	August-2010
EE.UU.	5.096.179	21.543.941	20.614.226	15.011.319
Europa	3.044.659	12.678.642	17.624.963	10.345.303
Japón	4.806.201	5.746.563	4.606.189	3.309.809
Otros países desarrollados	588.659	1.602.521	3.655.037	2.870.273
Otros países emergentes	900.444	2.588.016	10.668.378	8.695.172
China (inc HK)	136.850	784.213	7.381.038	5.758.172
Chile	22.379	87.844	220.305	290.846
Total	14.595.371	45.031.740	64.770.136	46.280.893

Fuente: CENDA en base a world-exchanges.org y bcentral.cl
 (*) Considera todos los países afiliados al World Federation of Exchanges, WFE, world-exchanges.

Cuadro 2 (ver original)

Se puede apreciar el enorme crecimiento del sector financiero durante los años 1990, en el curso de los cuales las bolsas mundiales se triplicaron y la bolsa estadounidense se multiplicaron por cuatro, medidas en dólares del 2009. Tras el reventón de la burbuja "punto.com" en 1999, que significó una fuerte caída en las

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

bolsas globales, se inició un nuevo impulso al alza que culminó el 2007, seguida por la crisis reciente y un nuevo rebote parcial que parece haberse agotado el 2010. Ello se aprecia en el Gráfico 4, construido por CENDA a partir de las mismas fuentes anteriores.

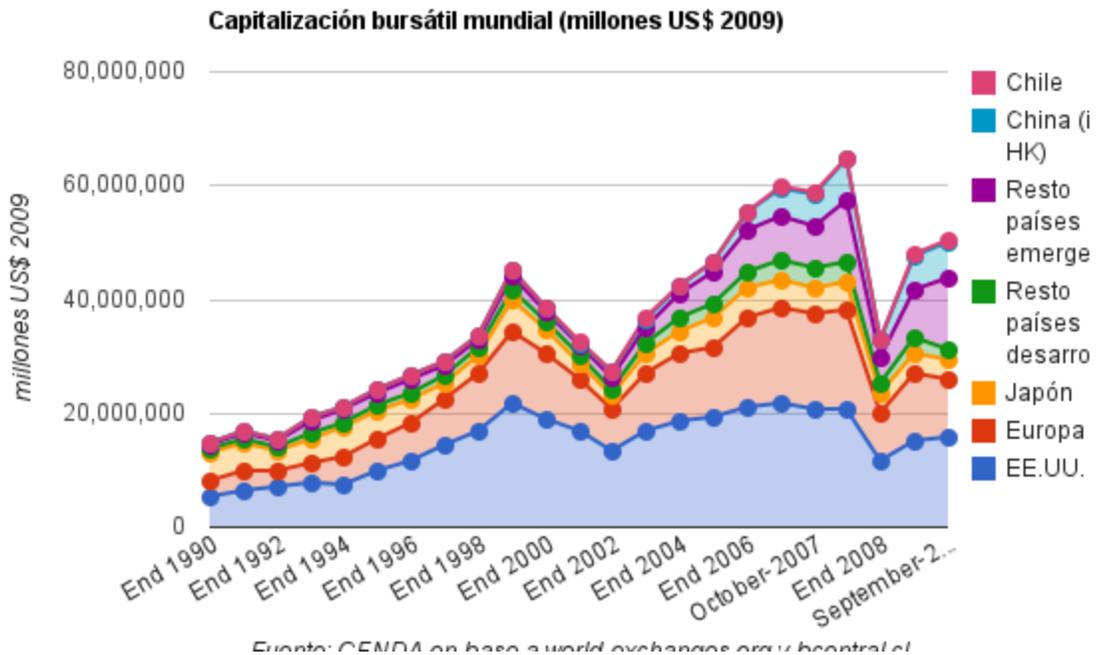


Gráfico 6 (ver original)

Se puede observar que a lo largo de los dos últimos enviones alcistas, la bolsa estadounidense medida en dólares del 2009 (área azul en el gráfico 4) nunca ha recuperado su valor máximo de fines de 1999 y actualmente se encuentra muy por debajo de aquel. Si se expresan en Euros en lugar de dólares, por ejemplo, [como CENDA viene publicando regularmente](#), esta declinación es aún más pronunciada. Por este motivo se habla de un "ciclo secular del oso" que se prolonga ya por más de diez años y probablemente continuará por otros diez a lo menos, [tal como ocurrió antes en el siglo XX, en 1969 y 1929](#).

En cambio, la capitalización bursátil de las plazas emergentes se dispara más de diez veces entre 1990 y 2007, impulsada en parte importante por las bolsas de China, incluida la de Hong-Kong, que se multiplican más de 53 veces entre 1990 y el 2007, sólo para desplomarse en dos terceras partes el 2008 y luego recuperarse parcialmente durante el 2009.

El nivel alcanzado por la bolsa y el peso chileno en septiembre del 2010 constituye todo un record mundial. Como se aprecia en el Cuadro 3, construido por CENDA en

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

base a las mismas fuentes anteriores y a mscibarra.com, la capitalización bursátil chilena en aquel mes, es de 179,9 por ciento del PIB, la cual sólo ha sido superada históricamente por las bolsas estadounidenses en plena locura "punto.com" a fines de 1999, cuando alcanzaron 181,2 por ciento del PIB.

Adicionalmente, China en el fatídico día de las brujas, el 31 de octubre del 2007, cuando llegó a 197,7 por ciento del PIB. En ambos casos, como se observa en el Cuadro 3, dichos "record" fueron seguidos por respectivas caídas de 41,5 por ciento y 65,4 por ciento, en el curso de pocos meses.

Ni siquiera la legendaria burbuja bursátil del Japón en 1989 - [al cabo de veinte años, el índice Nikkei nunca ha superado la mitad de su nivel de entonces, como señala el Financial Times del 7 de septiembre del 2010](#) - superó la de Chile hoy. Como se muestra en el Cuadro 3, la capitalización bursátil japonesa no alcanzó en ese momento a 153 por ciento del PIB, seguida de una caída de casi 60 por ciento en los 24 meses siguientes. En todos estos casos se trata de mediciones en dólares.

Exchange	August-2010	Máximo histórico	Año máximo	Mínimo subsiguiente	Año mínimo	Caída en años subsiguientes (%)
Bolsas / PIB total mundial (*)	89,08%	131,76%	2007	63,74%	2008	-51,63%
Bolsas / PIB desarrollados	87,67%	147,30%	1999	88,71%	2002	-39,78%
Bolsas / PIB emergentes	92,27%	126,97%	2007	48,78%	2008	-61,58%
Bolsas / PIB Chile	163,46%	163,46%	2010	???	???	???
Bolsas / PIB USA	106,51%	181,56%	1999	106,12%	2002	-41,55%
Bolsas / PIB China (inc HK)	120,73%	197,71%	2007	66,41%	2008	-65,40%
Bolsas / PIB Japón	108,34%	152,70%	1989	61,56%	1992	-59,69%

Fuente: CENDA en base a world-exchanges.org y worldbank.org
(*) Considera todos los países afiliados al World Federation of Exchanges, WFE, world-exchanges.org

Cuadro 3 (ver original)

Las AFP son responsable en parte no menor del inflamamiento de la bolsa chilena. Aunque en agosto del 2010 retiraron 38 millones de dólares, en lo que va corrido del año han acumulado una inversión neta de más de 256 millones de dólares en acciones chilenas, según [Banchile Inversiones](#).

El secreto de las altas rentabilidades de los fondos AFP

El sistema de AFP se implantó en Chile a la fuerza, al más puro estilo de Pinochet. Sin embargo, ha sobrevivido dos décadas a su progenitor, en parte debido a que ha logrado mantener la ilusión de elevada rentabilidad de los fondos administrados.

Mes a mes, el gobierno y las AFP publican estadísticas que muestran una rentabilidad real promedio cercana al nueve por ciento anual, en promedio, desde su creación en 1981. Los llamados multifondos, que son alternativas de inversión con diferentes proporciones en renta fija y renta variable, muestran asimismo una alta rentabilidad. En el caso del más riesgoso fondo A, bordea asimismo el nueve por ciento de rentabilidad real anual, desde su creación, en septiembre del 2002. Ello se aprecia en el siguiente cuadro, publicado mensualmente por la Superintendencia de Pensiones.

En el mismo se aprecia todavía el efecto de la crisis, puesto que el más riesgoso fondo A evidencia pérdidas en los últimos 36 meses, a pesar de su espectacular recuperación en el último año. Algo parecido ocurre con los otros fondos que invierten en renta variable. Sólo el fondo E, invertido en renta fija y en el país casi en su totalidad, muestra una rentabilidad modesta, pero pareja, a lo largo de toda su existencia, incluidos los años de crisis donde supera ampliamente a los fondos más riesgosos.

Cuadro 4: Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones, deflactada por U.F.

Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones

EN PORCENTAJE, DEFLACTADA POR U.F.

Fondo de Pensiones	Agosto 2010	Últimos 12 meses Sep2009-Ago2010	Promedio anual últimos 36 meses Sep2007-Ago2010	Promedio anual(1) Sept 2002- Ago2010
Tipo A-Más riesgoso	-2,57	10,26	-3,92	8,39
Tipo B-Riesgoso	-1,42	10,76	-0,90	6,96
Tipo C-Intermedio	-0,63	9,34	1,19	6,01
Tipo D-Conservador	-0,19	7,70	2,73	5,20
Tipo E-Más conservador	1,20	7,83	4,89	4,07

[Fuente: SP. Informe mensual de los fondos de pensiones](#)

Sin embargo, como se demuestra en el presente trabajo, las elevadas rentabilidades de los fondos de pensiones se explican principalmente porque la creación, tanto del sistema de AFP mismo, como más tarde de los multifondos, coincidieron casi exactamente con momentos de recesión mundial, en que los mercados financieros

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

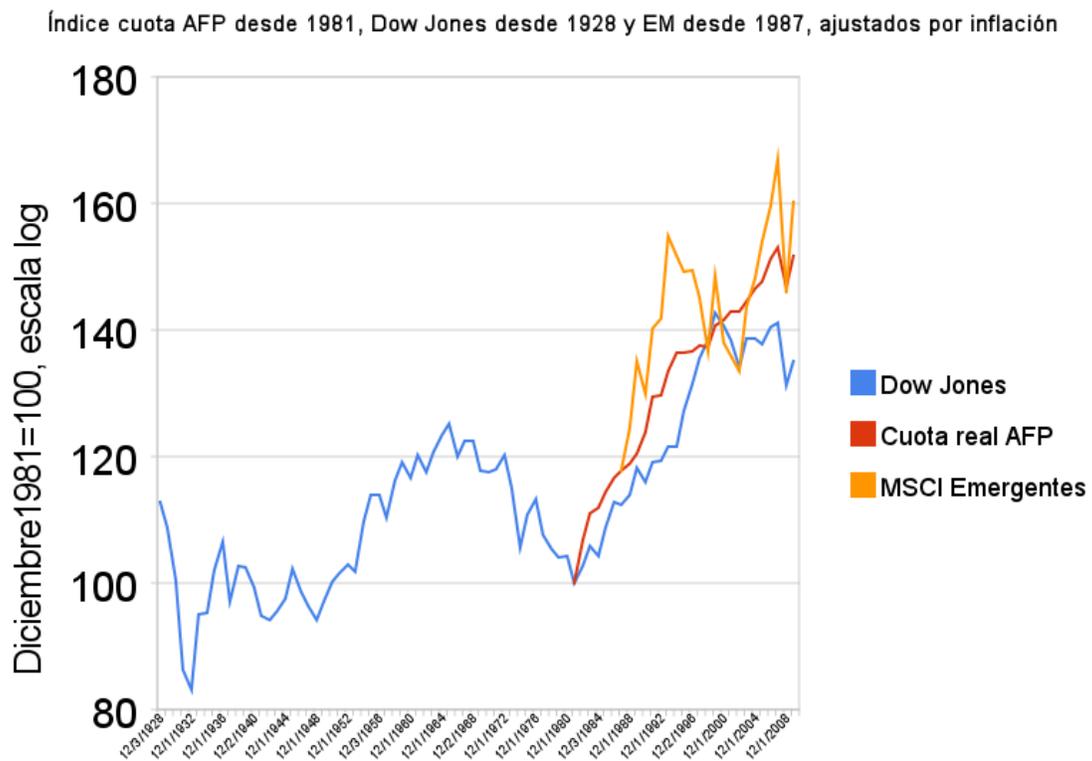
globales se encontraban en sus mínimos.

La perspectiva larga: Rentabilidad de los fondos AFP y ciclos seculares

El [Gráfico 3](#) que sigue muestra la evolución del índice de la cuota real de los fondos de pensiones AFP desde su creación en 1981, comparado con los precios del índice bursátil Dow Jones, de los EE.UU., cuya evolución en el largo plazo se muestra desde 1928, justo antes de la Gran Crisis y con los mercados emergentes, índice disponible desde 1987.

El gráfico ha sido preparado por CENDA, en base a la información oficial del valor de la cuota de los fondos de pensiones, publicada por la Superintendencia de Pensiones, el índice bursátil Dow Jones, de los EE.UU., disponible en www.yahoo.com y el índice de mercados emergentes disponible en www.msicbarra.com. Los índices se han corregido por la inflación respectiva, utilizando la UF en el caso chileno y el índice de precios a consumidor de los EE.UU. en el caso del Dow Jones y el índice MSCI de mercados emergentes, ambos expresados en dólares. Los datos se presentan en escala logarítmica, que permite apreciar mejor su evolución en un período tan extendido.

Gráfico 7: Dow Jones desde 1928, AFP desde 1981, mercados emergentes desde 1987



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.bcentral.cl, www.yahoo.com

Gráfico obtenido desde el anexo "[AFP y bolsas mundiales. anual](#)"

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

En la evolución del Dow Jones se aprecian con toda claridad los tres grandes ciclos recesivos seculares que ha atravesado la economía mundial a lo largo del último siglo. El primero de ellos se inició en 1929 y se extendió a lo largo de más de tres décadas y varios ciclos económicos normales o cortos. El Dow Jones no recuperó su valor real anterior a la crisis sino hasta principios de los años 1960, más de treinta años después.

Luego de alcanzar un nuevo máximo histórico en 1969, el índice se precipitó en un segundo "mercado secular del oso," que se extendió a lo largo de más de dos décadas. Alcanzó su punto más bajo a principios de los años 1980, exactamente en el momento en que se iniciaba la operación de los fondos de pensiones AFP. Como se puede apreciar en el gráfico, el valor real del índice Dow Jones en ese momento había caído nuevamente por debajo del que había alcanzado en 1929, medio siglo antes.

La recuperación secular experimentada por los mercados financieros a partir de 1981 fue muy prolongada y con una fuerte pendiente ascendente, alcanzando su tercer máximo histórico casi dos décadas más tarde, a fines de 1999.

A partir de ese momento, las grandes bolsas mundiales se precipitan en su tercer ciclo secular, el que se extiende hasta hoy. En el curso del mismo han experimentado dos fuertes caídas cíclicas, seguidas de las respectivas recuperaciones. La primera, iniciada el 2000 cuando reventó la llamada "burbuja punto com," alcanzó su mínimo el 2002 - justo cuando se inició la operación de los multifondos AFP - y fue seguida de un rebote que se extendió a lo largo de cuatro años, hasta el 2007.

Sin embargo, como se aprecia en el gráfico, los mercados de los países desarrollados estaban lejos de recuperar su nivel de 1999 cuando se inicia la última crisis. Ésta los precipita en una nueva caída, que los arrastra a un nuevo mínimo, que está asimismo por debajo del fondo del ciclo precedente. Esta condición, es decir, que un ciclo culmine por debajo de las respectivas cimas (máximos) y simas (mínimos) del ciclo precedente, es precisamente lo que define un "mercado secular del oso."

El [Cuadro 5](#), a continuación, muestra la variación en el índice Dow Jones deflactado por el IPC de los EE.UU., medida entre momentos equivalentes de cada uno de los ciclos seculares. Bien medido, entre las cimas alcanzadas en 1928 y 1999, el índice de precios reales de las acciones en el principal mercado financiero del mundo aumentaron a una tasa promedio de 1,96 por ciento anual. Esa cifra es parecida al aumento real del mismo mercado entre 1900 y 2009, que alcanzó a 1,7 por ciento anual promedio según el estudio de Credit Suisse referido más arriba.

Se observa que el índice accionario muestra un incremento mayor en el segundo ciclo, que va de 1969 a 1999, respecto del primero, que empieza en 1929. Por otra parte, se aprecia que la variación entre las simas o puntos mínimos, aparece abultada en el segundo ciclo, lo cual puede ser una evidencia adicional que el "mercado del oso" en curso todavía no ha llegado a su término.

Cuadro 5: Rendimiento de largo plazo de los mercados financieros globales

Rendimientos de largo plazo de los mercados financieros globales y la cuota AFP	
Períodos	Variación real promedio anual (%)
	Dow Jones (medido en dólares deflactados por IPC EE.UU.)
Período completo, desde 1928:	
De cima a cima (máximos): 1928-1999	1,96%
De cima a "sima" (¿mín?): 1932-2008	2,96%
Primer ciclo: 1928-1969	
De cima a cima (máx): 1928-1967	1,14%
De cima a cima (mínimos): 1932-1981	1,60%
Segundo ciclo: 1969-1999	
De cima a cima (máx): 1969-1999	3,06%
De cima (mín) a "sima" (¿mín?): 1981-2008	5,49%

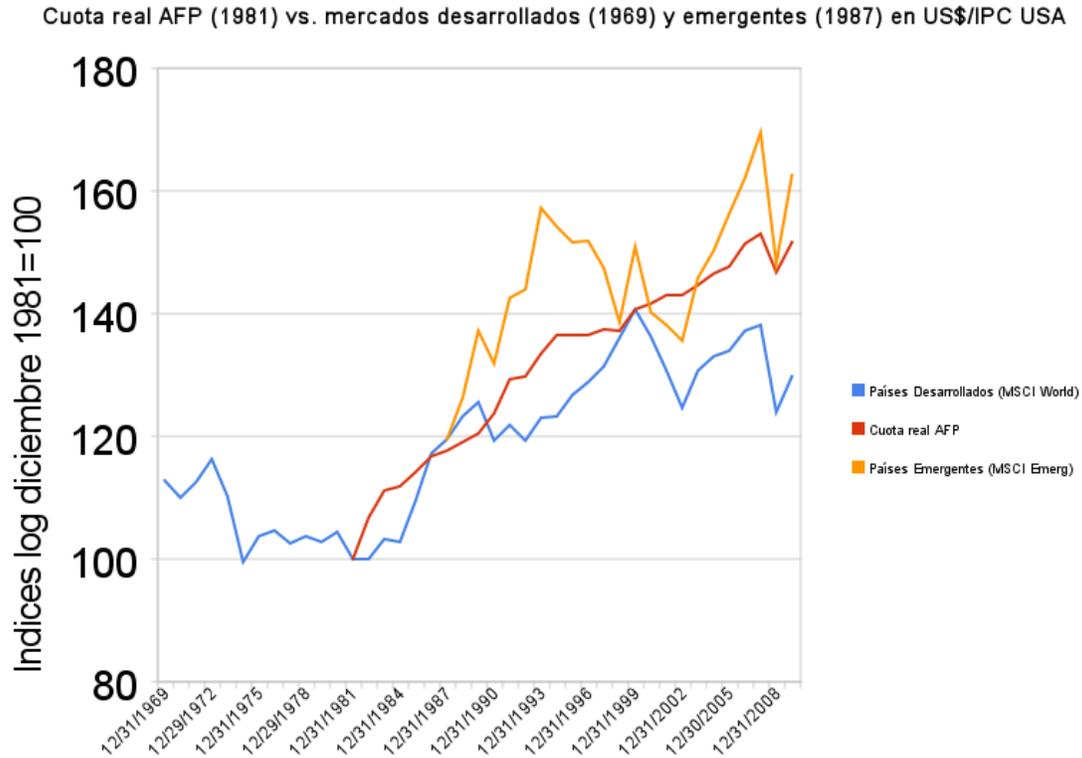
Fuente: CENDA anexo "[AFP y bolsas mundiales](#)"

A favor de la ola

La mayor parte de la existencia del sistema de AFP coincidió con el larguísimo y dinámico ciclo expansivo global que culminó en 1999. Esta es la explicación principal de las elevadas rentabilidades promedio que muestra el fondo de pensiones chileno a lo largo de toda su existencia.

El [Gráfico N°8](#), elaborado asimismo por CENDA en base a las mismas fuentes anteriores y a www.msibarra.com, muestra el índice de valor real de la cuota AFP a lo largo de toda su existencia, desde 1981 al 2009. Lo compara con el índice real de las bolsas del conjunto de los países desarrollados desde el inicio del segundo "mercado secular del oso," iniciado en 1969. Éste es elaborado por una filial del banco de inversiones Morgan Stanley, que lo denomina MSCI World y está disponible en el sitio antes referido. A partir de 1987, la misma fuente empezó a publicar el índice denominado MSCI Emergent markets, que representa el conjunto de los mercados emergentes. En este gráfico, los dos últimos aparecen medidas en dólares deflactados por el IPC de los EE.UU.

Gráfico 8: Cuota real AFP (1981) vs. mercados desarrollados (1969) y emergentes (1987)



Fuente: CENDA en base a www.saftp.cl, www.msicbarra.com, www.bcentral.cl

Fuente: CENDA, [Anexo "AFP y bolsas mundiales, anual"](#)

El gráfico confirma que entre la cima 1981, cuando nacieron las AFP y la cima de 1999, la cuota del fondo AFP creció en forma similar al conjunto de los mercados emergentes, lo que confirma lo apreciado en el gráfico precedente, en que se compara a las AFP con el Dow Jones. Ello se aprecia en el [Cuadro 6](#), a continuación. Por cierto, del mismo modo que estas rentabilidades del orden del 10 por ciento real anual no representan el comportamiento de largo plazo de este último mercado, las que son un sexto o menos, como se ha visto, lo que cabe esperar de los fondos de pensiones AFP en el largo plazo es algo parecido.

Cuadro 6: Rendimientos de mercados financieros globales y la cuota AFP, 1981-1999

Variación real promedio anual índices bursátiles (US\$ deflactados por IPC USA) y cuota real AFP (UF), (% anual)	Dow Jones	Países desarrollados, MSCI World	Cuota real AFP
De cima (mín) a cima (max): 1981-1999	11,56%	9,69%	10,97%
Periodo existencia sistema AFP: 1981-2009	5,95%	5,44%	8,86%

Fuente: CENDA en base a www.safp.cl , www.bcentral.cl , www.mscibarra.com , www.yahoo.com .			
--	--	--	--

Fuente: CENDA, Anexo "[AFP y bolsas mundiales, anual](#)"

Los fondos AFP aparecen con mejor rendimiento que los mercados de los países desarrollados a lo largo de toda su existencia, entre 1981 y fines del 2009, como se observa en el cuadro 3. Ello se explica porque el comportamiento de los fondos de pensiones chilenos ha estado fuertemente influido por los mercados emergentes, que incluyen al chileno, con respecto a los cuales, en cambio, los fondos AFP muestran resultados inferiores, como se aprecia en los gráficos 3 y 4.

Se observa como la fuerte caída de los mercados emergentes en la crisis de 1997 afectó severamente a los fondos chilenos, que por primera vez frenaron su crecimiento y presentaron pérdidas en el curso de 1998; ello a pesar que los mercados desarrollados continuaban creciendo rápidamente en el mismo período.

En el curso de la presente década, como se ha mostrado más arriba y se aprecia en los gráficos precedentes, los mercados emergentes fueron afectados por dos gigantescos "burbujazos" especulativos. De la mano de los mismos, los fondos de pensiones salieron relativamente bien parados del estallido de la burbuja "punto com" el 2000, que afectó severamente, en cambio, a los mercados desarrollados. Ello les permitió recuperarse parcialmente, asimismo de las fuertes pérdidas sufridas a partir de julio del 2007.

Sin embargo, dicho rendimiento se sustenta sobre una base frágil, puesto que, en las palabras antes de citadas de John Authers en el Financial Times, "[la superperformance de los emergentes parece haber sido un boom especulativo empujado por el optimismo del mundo desarrollado](#)"

La existencia de los multifondos coincide con los "burbujazos" emergentes 2002-2010

Con los multifondos ocurre algo parecido que con el sistema de AFP en su conjunto. Nacieron en septiembre del 2002, en el punto más bajo de la caída de las bolsas mundiales posterior a la crisis "punto com." A partir de ese momento y hasta octubre del 2007, todas las bolsas mundiales tuvieron una recuperación muy rápida y especialmente las de los países emergentes, incluida la chilena, donde las AFP mantienen la mayor parte de sus inversiones bursátiles.

Como se muestra en el [Gráfico 5](#) que sigue, preparado por CENDA en base a las mismas fuentes antes mencionadas, desde el momento mismo de su creación en 2002, los multifondos AFP fueron empujados por la impresionante ola especulativa que infló a los mercados y monedas emergentes hasta el 2007 y que luego de un brusco pinchazo, experimentaron un espectacular rebote a lo largo del 2009 y hasta abril del 2010, cuando parecen haber iniciado una nueva fase de caída.

Incluso el comportamiento del fondo A a partir de su creación, palidece frente al inflamiento espectacular de los mercados emergentes en el mismo período, como se puede comprobar en el [Cuadro 7](#). Las bolsas de los países denominados BRIC - Brasil, Rusia, India y China -, tienen un comportamiento incluso más impresionante

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

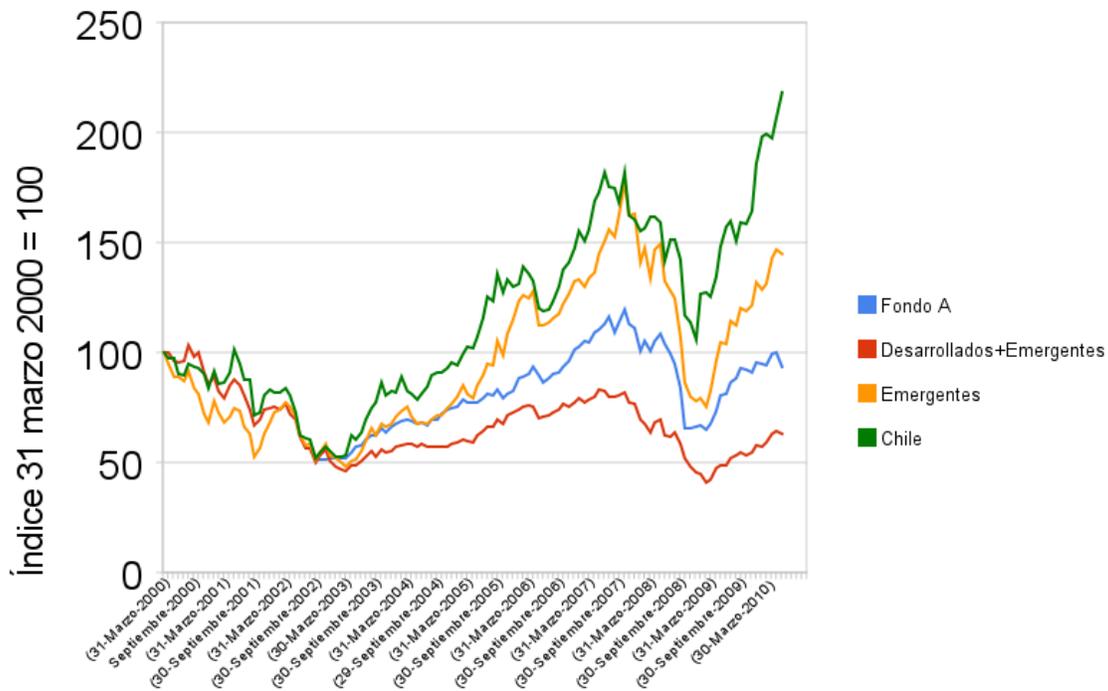
que el conjunto de los mercados emergentes.

El carácter principalmente especulativo de este "burbujazo" se aprecia al compararlo con el comportamiento mucho más moderado del conjunto de las bolsas mundiales, es decir, los países emergentes y desarrollados, sumados. Éste es determinado por los últimos, que representan un peso abrumador en el conjunto y por lo mismo son menos propensos a sufrir distorsiones especulativas. Como se ha reiterado y se aprecia en el gráfico 9 y cuadro 7, el conjunto de las bolsas mundiales de hecho ha venido cayendo en términos reales, desde el 2000.

Lo más impactante, sin embargo, es el impresionante inflamiento de la bolsa y el peso chilenos, que se aprecia en toda su dimensión en el gráfico 5. Esta situación es ciertamente insostenible y tarde o temprano se producirá necesariamente un realineamiento de la bolsa chilena con el conjunto de los emergentes y de éstos con los mercados desarrollados. Todo ello afectará severamente a los fondos de pensiones AFP.

Gráfico 9: Índice multifondos AFP vs. Bolsas mundiales, 2000-2010.

Cuota real fondo A vs Bolsas Mundiales en euros, 2000-2010



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl y www.msci.com

Cuadro 7: Rendimiento de la cuota AFP e índices bursátiles, 2000-2010

Rentabilidad real cuota fondos AFP vs. bolsas mundiales en Euros (% anual promedio)						
Períodos	Índice cuota real - Sistema AFP	Fondo A	Chkkkile	MSCI BRIC (Euros)	Emergentes	Desarrollados+Emergentes
Tercer ciclo secular: marzo 2000-mes en curso	4,88%		7,99%	6,19%	3,70%	-4,48%
Periodo existencia multifondos: septiembre 2002-mes en curso	4,87%	8,06%	20,70%	21,39%	14,39%	3,02%
Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.bcentral.cl, www.msclub.com, www.yahoo.com.					actualizado al:	(31-Mayo-2010)

Fuente: CENDA, Anexo "AFP y bolsas mundiales, mensual"

¿Corregirá la crisis la rentabilidad de largo plazo de los fondos AFP?

Las crisis recurrentes de la economía capitalista cumplen la función indispensable de restablecer los equilibrios generados por ésta durante sus fases de auge. Desde 1825, cada siete años en promedio, una recesión más o menos grande ha venido corrigiendo el recurrente tensionamiento de los mercados de factores y productos, que exprime la tasa general de ganancia como en una prensa, hasta el punto que las empresas restringen bruscamente su gasto y provocan las sucesivas caídas, las que usualmente son precipitadas desde el sector financiero.

Sin embargo, estas recesiones recurrentes no son capaces de restablecer todos los desequilibrios, algunos de los cuales se van acumulando a lo largo de varios ciclos y durante algunas décadas, hasta que revientan en lo que hoy se denomina un período recesivo secular. En realidad, se trata de una sucesión de ciclos a la baja, a lo largo de dos o tres décadas, antes de reiniciarse la sucesión de ciclos ascendentes.

La larga sucesión de ciclos en ascenso experimentada desde 1981 - a su vez el punto más bajo de la recesión secular iniciada en 1969 - y que se elevó hasta 1999, acumuló en la economía mundial una inmensa cantidad de desequilibrios, los que en definitiva han generado la nueva recesión secular iniciada el 2000, que lleva hasta el momento dos ciclos a la baja.

La elevada rentabilidad exhibida por los fondos de pensiones AFP es una de las muchas distorsiones acumuladas en el período. En el largo plazo, lo más que pueden aspirar los fondos de pensiones es a una rentabilidad parecida a la de los grandes mercados bursátiles, los cuales exhiben crecimientos inferiores al dos por ciento anual, en promedio, como se ha visto.

¿Corregirá la crisis en curso la rentabilidad de largo plazo de los fondos AFP? Es muy probable que así ocurra.

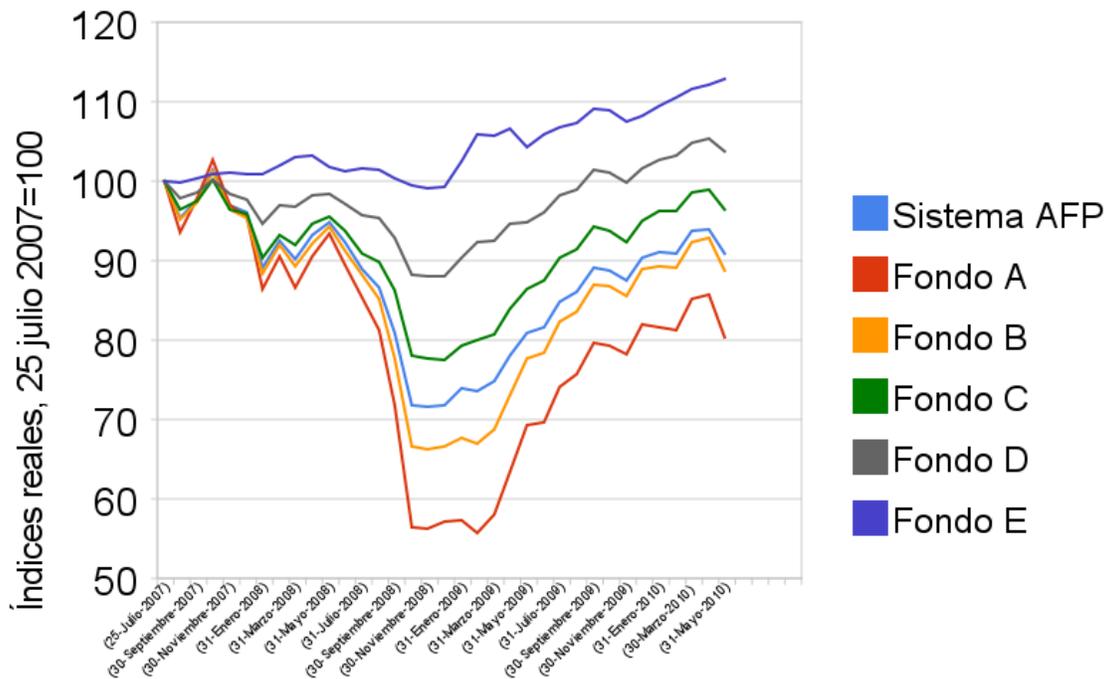
CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

En el curso de los últimos tres años, la cuota promedio del sistema de AFP llegó a caer casi un 30 por ciento y lleva acumulado un descenso del orden del 10 por ciento, como se muestra en el [Gráfico 10](#). En el mismo gráfico se aprecia que el fondo A llegó a perder casi la mitad de su valor y actualmente lleva acumulada una pérdida de un quinto. Sólo el modesto fondo E, donde mantienen sus ahorros menos del 1 por ciento de los afiliados, muestra un crecimiento más o menos sostenido a través de la crisis y lleva acumulada una ganancia de 12 por ciento en los últimos tres años, hasta mayo del 2010.

Gráfico 10: Comportamiento de los fondos AFP desde el inicio de la crisis

Índice cuota real fondos AFP desde el inicio de la crisis



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.bcentral.cl

Como muestra el reciente estudio de CENDA "[Resultados para sus afiliados de las AFP y Compañías de seguros relacionadas con la Previsión: 1982-2008](#)," durante la fase actual de la crisis en curso, solamente en el año 2008 las AFP perdieron el 60 por ciento de todas las supuestas ganancias obtenidas a lo largo de los 26 años precedentes.

Sin embargo, como se ha visto, la rentabilidad de largo plazo continúa en niveles del orden de 8 por ciento promedio. Ello significa que existe una elevada probabilidad que los fondos de pensiones sufran nuevas caídas importantes, o experimenten un largo período de estancamiento, hasta que su rentabilidad de largo plazo se ponga en línea con los rendimientos de largo plazo de los grandes mercados bursátiles mundiales.

CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

Conclusiones

Las elevadas rentabilidades de los fondos del sistema de AFP se explican principalmente porque su existencia coincide en su mayor parte con el largo ciclo ascendente posterior a la gran crisis de los años 1970. En el caso de los multifondos, su elevada rentabilidad se explica principalmente, asimismo, porque fueron creados precisamente en el punto más bajo de la crisis bursátil que se conoce como el estallido de las empresas "punto com." Del mismo modo, las rentabilidades de los fondos AFP han estado muy influenciadas por el "burujazo" que ha inflado sucesivamente los mercados emergentes y especialmente al chileno, a lo largo de los últimos años. La cuota real de las AFP a lo largo de su existencia ha tenido un comportamiento inferior al índice bursátil del conjunto de los países emergentes.

Lo más probable es que antes que termine el actual "ciclo secular del oso," las pérdidas de las AFP se reanuden de modo de ajustar sus rentabilidades de largo plazo a las de los mercados financieros globales.

Como se ha visto, ésta dista mucho de la obtenida hasta el momento por el fondo de pensiones y ciertamente no resulta suficiente para financiar pensiones mínimamente dignas mediante la capitalización. Aparte del hecho que durante el último siglo han pasado a pérdida la mayor parte del tiempo, lo cual ciertamente no parece constituir una buena noticia para todos aquellos que tendrán la mala suerte de jubilar en momentos de recesión.

Anexos

El presente trabajo se sustenta en una multitud de planillas de cálculos anexas, todas disponibles en línea en docs.google.com, entrelazadas entre si y enlazadas finalmente a las fuentes originales: Superintendencia de Pensiones (www.safp.cl), Banco Central de Chile (www.bcentral.cl), www.mscibarra.com, finance.yahoo.com y Department of Labour (www.dol.gov).

La mayor parte de los gráficos y cuadros de este informe están en las planillas "[AFP y bolsas mundiales, anual](#)" y "[AFP y bolsas mundiales, mensual](#)".

Ambas planillas, junto a todos los anexos principales, así como el informe mismo, están disponibles en la carpeta "[Índice Cuota AFP y Bolsas Mundiales](#)," que a su vez se encuentra en la carpeta "[Pensiones](#)" del [Archivo General de Publicaciones CENDA](#), en www.cendachile.cl

Las planillas con los datos base se encuentran disponibles en las carpetas [MSCI](#) y [Yahoo!](#), en el [Archivo General de Referencias CENDA](#), en www.cendachile.cl

Cuadro A-1: Rendimientos de largo plazo de los mercados financieros globales y la cuota AFP

Rendimientos de largo plazo de los mercados financieros globales y la cuota AFP					
Períodos	Rentabilidad real promedio (% anual)				
	Cuota promedio ponderada fondos AFP (\$ deflactados por UF)	Dow Jones	Países emergentes, MSCI Emerging (US\$ deflactados por IPC USA)	MSCI Chile (US\$ deflactados por IPC USA)	Países desarrollados, MSCI World (US\$ deflactados por IPC USA)
Período completo, desde 1929:					
De cima a cima (máximos): 1928-1999		1,96%			
De cima a "cima" (¿mín?): 1932-2008		2,96%			
Primer ciclo: 1929-1969					
De cima a cima (máx): 1928-1967		1,14%			
De cima a cima (mínimos): 1932-1981		1,60%			
Segundo ciclo: 1969-1999					
De cima a cima (máx): 1969-1999		3,06%			3,88%
De cima (mín) a "cima" (¿mín?): 1981-2008	8,28%	5,49%			3,67%
De cima (mín) a cima (max): 1981-1999	10,97%	11,56%			9,69%

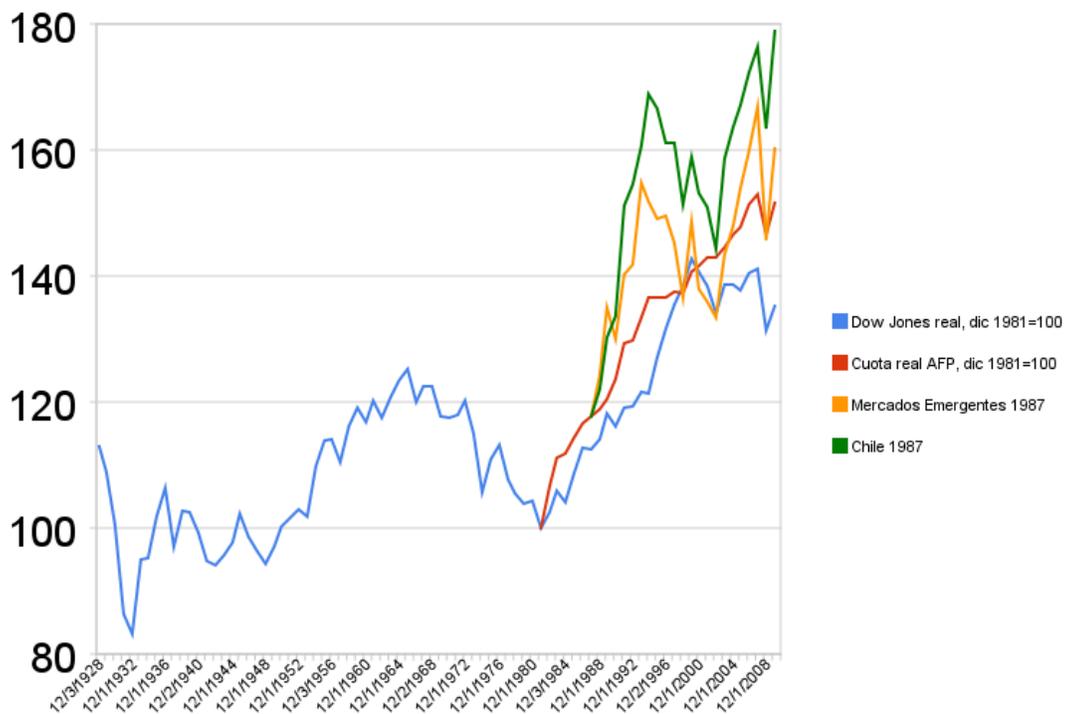
CENDA

Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

Período de medición emergentes: 1987-2009	7,35%	4,87%	7,82%	11,45%	1,91%
Tercer ciclo: 1999 - ¿?					
1999-2009	5,17%	-3,44%	4,62%	8,14%	-4,38%
Período existencia AFP					
Período existencia sistema AFP: 1981-2009	8,86%	5,95%			5,44%
Periodo existencia multifondos: sept 2002- dic 2009	5,83%	0,68%	16,09%	21,29%	3,09%
Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.bcentral.cl, www.msibarra.com, www.yahoo.com.					

Gráfico A-1: Índice Dow Jones desde 1928, Cuota AFP desde 1981, Mercados Emergentes y Chile desde 1987.

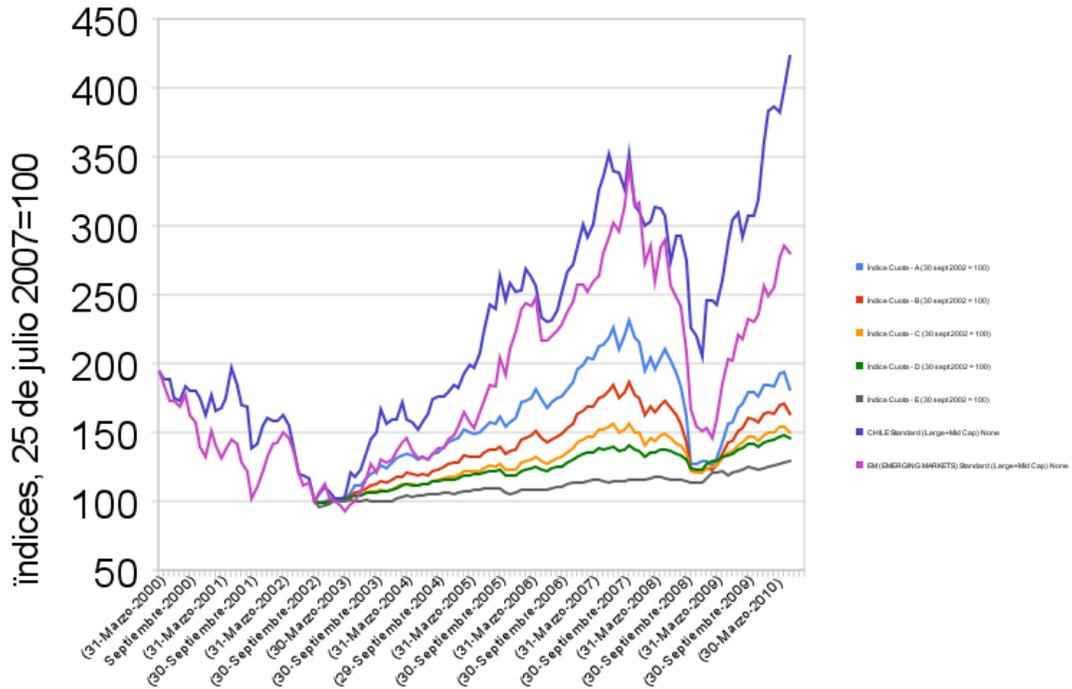
Dow Jones desde 1928, Índice cuota AFP desde 1981, Mercado Emergentes y Chile desde 1987, ajustados por inflación



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.bcentral.cl, www.yahoo.com

Gráfico A-2: Índice multifondos AFP vs Bolsas Mundiales en euros, 2000-2010

Cuota fondos AFP vs bolsas desde el 25 de julio 2007



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, mscibarra.com, bcentral.cl

Gráfico A-3: Índice multifondos AFP vs Bolsas Mundiales en euros, 2000-2010

Índice cuota real AFP vs Mercados mundiales en Euro, desde el inicio de la crisis, Octubre 2007



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl, www.msclubarra.com, www.bcentral.cl

Gráfico A-4: Índice multifondos AFP vs Bolsas Mundiales en euros (más BRIC), 2000-2010

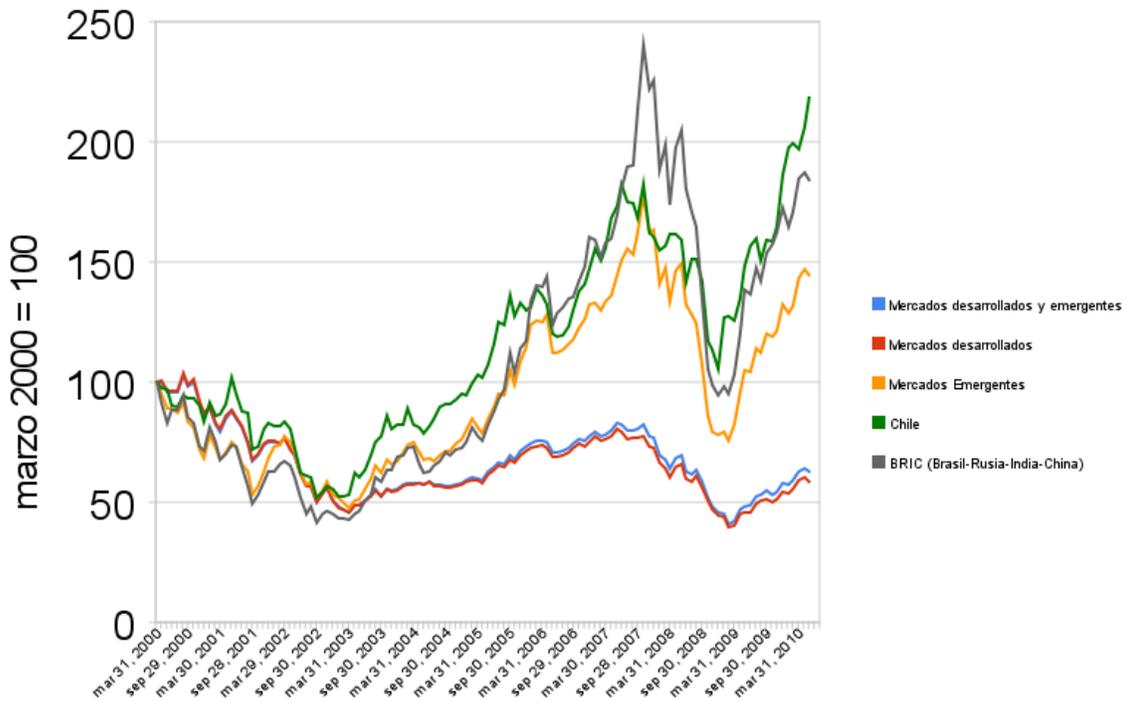
Índice multifondos AFP vs Bolsas Mundiales en euros, 2000-2010



Fuente: CENDA en base a www.safp.cl y www.msci.com

Gráfico A-5: Índice de bolsas mundiales desde marzo del 2000.

Índice de Bolsas Mundiales en Euros, desde marzo 2000



Fuente: CENDA en base a www.msclub.com