

## CENDA

### Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo

#### **Variación de los Fondos de Pensiones AFP desde el Inicio de la Crisis Financiera Mundial. Ajustados por Inflación.**

Versión actualizada a febrero 2008

#### **Lo que va del "Consenso de Washington" al "Consenso de Davos": La Mayor Crisis en 60 años**

El 25 de Julio de 2007 los fondos de pensiones administrados por las AFP alcanzaron un máximo de 53,8 billones de pesos, que equivalían a 104.060 millones de dólares al tipo de cambio de \$517,37 vigente en ese momento (ver cuadro anexo "total por fondo nominal " y "total por fondo real" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp)). Al 20 de agosto, la crisis financiera mundial precipitada tres semanas antes había ocasionado pérdidas por un total nominal de -3,76 billones de pesos (7.270 millones de dólares). Si se considera adicionalmente la inflación transcurrida hasta ese momento, las pérdidas alcanzaban a 4,19 billones de pesos de julio del 2007. Como referencia, las cotizaciones totales del 2006 sumaron 2,1 billones de pesos. Es decir, en tres semanas las AFP habían perdido el equivalente a dos años completo de aportes de los trabajadores (ver cuadro anexo "variación diaria" y "gráfico pérdidas" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp)).

Durante octubre sobrevino una calma aparente en los mercados tras la masiva intervención de los principales bancos centrales del mundo. Más aún, su enorme inyección de liquidez desató una fugaz pero exuberante alza en las bolsas emergentes que permitió la reversión de dichas pérdidas durante algunos días. Sin embargo, éstas se reanudaron de modo oscilante pero cada vez más acelerado. Al 24 de enero del 2008 habían alcanzado 6,25 billones de pesos (equivalentes en ese momento a alrededor de 13.000 millones de dólares). Es decir, en seis meses las AFP habían perdido el equivalente a tres años completos de cotizaciones (ver cuadro anexo "variación diaria" y "gráfico pérdidas" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp)).

A ello hay que agregar las cotizaciones netas efectuadas durante ese período por los afiliados, que al 24 de enero 2008 sumaban 540.770 millones de pesos de julio del 2007 (equivalentes a alrededor de 1.130 millones de dólares). Este concepto considera las cotizaciones de los afiliados al fondo de pensiones, descontados los beneficios pagados por las AFP, en el período considerado. Todas las cotizaciones netas fueron asimismo íntegramente a pérdida. Las pérdidas totales al 24 de enero sumaban entonces 6,8 billones de pesos (equivalentes a más de 14.000 millones de dólares). Es decir, todos los descuentos mensuales a las remuneraciones desde el 25 de julio pasado se han esfumado en las turbulencias financieras mundiales, junto a las cotizaciones de los tres años

anteriores (ver cuadro anexo "variación diaria" y "gráfico pérdidas" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp)).

Durante febrero 2008 las pérdidas se redujeron levemente, sin embargo, incluyendo las cotizaciones netas han oscilado siempre por encima de los -5,0 billones de pesos de julio 2007 (equivalentes hoy a más de 10.000 millones de dólares). Esta situación presenta altas probabilidades de agravarse a medida que la crisis continúa desarrollándose, se extiende por toda la esfera crediticia y financiera, y alcanza ya en alguna medida la economía real en varios países. Las principales autoridades e instituciones económicas mundiales han reconocido su gravedad y manifiestan preocupación frente a sus alcances. Al mismo tiempo, han actuado en consecuencia reduciendo drásticamente las tasas de interés, inyectando al mercado centenares de miles de millones de dólares y ejecutando algunas intervenciones dramáticas, como nacionalizar el Banco Northern Rock, que protagonizó la primera corrida bancaria ocurrida en el Reino Unido desde el siglo XIX.

A fines de enero del 2008, las bolsas mundiales habían entrado al "territorio del oso," como denominan los ciclos recesivos. Medidas en Euros, en todo el mundo habían caído más de un 20% desde sus máximos alcanzados en octubre del 2007. Como se sabe, demoran varios meses en volver al "territorio del toro," que es como denominan los ciclos alcistas. A veces, el oso ronda dos o tres años, como ocurrió tras el estallido de la burbuja ".com" el año 2000. Por cierto, como es sabido, ni las caídas ni las recuperaciones transcurren de modo lineal, sino a lo largo de vaivenes sucesivos.

La atención continúa centrada en un problema que atañe directamente a los fondos de pensiones chilenos: despejar cuanto antes la enorme incógnita que persiste respecto de las dimensiones de las pérdidas, al mismo tiempo que identificar los afectados. Persiste la incógnita respecto al valor real de las carteras en poder de las instituciones financieras, pese a persistentes llamados a ajustar el valor de los activos que las respaldan a sus valores de mercado actuales, de modo que se reflejen en toda su magnitud las pérdidas incurridas. Ello se considera indispensable para que los inversionistas recuperen la confianza..

Hasta fines de enero 2008, los 16 mayores bancos del mundo – encabezados por Merrill Lynch y Citigroup, el más grande de todos que es asimismo el más afectado y del cual se ha mencionado que puede ser dividido y liquidado por partes – han asumido pérdidas por más de 120.000 millones de dólares (ver cuadro). Un operador del venerable Société Generale de Francia apareció de un viernes a domingo con un fraude de 4.700 millones de dólares.

## Mayores castigos y pérdidas bancarias (\*)

Bancos	Total (miles de millones de dólares)
Merril Lynch (EE.UU.)	24,5
Citigroup (EE.UU.)	22,1
UBS (Suiza)	18,4
HSBC (Reino Unido)	10,7
Morgan Stanley (EE.UU.)	9,4
Bank of America (EE.UU.)	7,9
Washington Mutual (EE.UU.)	6,5
Credit Suisse (Suiza)	5
Crédit Agricole (Francia)	5
Wachovia (EE.UU.)	4,7
Société Generale (Francia)	3,6
JP Morgan (EE.UU.)	3,2
Canadian Imperial CIBC (Canadá)	3,2
Barclays (Reino Unido)	3,1

Fuente: Financial Times, 20/2/2008

(\*) Desde enero 2007 al 19 de febrero 2008

Analistas del gigante suizo UBS – el tercero más afectado hasta el momento – han pronosticado castigos adicionales de \$123.000 a \$203.000 millones de dólares en papeles relacionados con hipotecas "subprime," vehículos de inversión estructurada (SIV), préstamos apalancados e hipotecas comerciales (NYT 19/2/2008). Ello ha motivado las renuncias de los más altos jefes, del Citigroup, así como los de Merrill Lynch y Morgan Stanley, dos de los mayores en el rubro inversiones, entre otros altos ejecutivos. Esos cuatro bancos, tras anotar pérdidas por decenas de miles de millones de dólares, han debido recurrir a inversionistas del oriente, quiénes les han inyectado cerca de 30.000 millones de dólares en capital para evitar caer en insolvencia.

De este modo, los bancos se acercan gradualmente a las cifras de pérdidas que ha estimado la prensa especializada, que ha informado que el total originado en hipotecas irrecuperables fluctúan entre 200.000 millones de dólares en la estimación más conservadora y más de 400.000 en una estimación más reciente (BW 13/11/2007). A estas cifras agregan otro monto similar por deudas impagas de tarjetas de crédito y automotrices. De este modo, las pérdidas totales alcanzarían a lo menos el orden de un billón de dólares (FT 9/11/2007).

La mayor parte de las pérdidas sigue sin salir a la superficie y se encuentran repartidas por todo el mundo. Hace pocas semanas se ha informado, por ejemplo,

que algunos municipios del norte de Noruega han demandado al banco que les vendió unos instrumentos financieros emitidos por Citigroup que ahora no valen nada. Se les han sumado ahora otros de Australia, que se consideran estafados por una filial del banco de inversiones Lehman Brothers (FT 16/12/2007). Todos coinciden que entre las instituciones más afectadas por las pérdidas aún no asumidas se encuentran los fondos de pensiones.

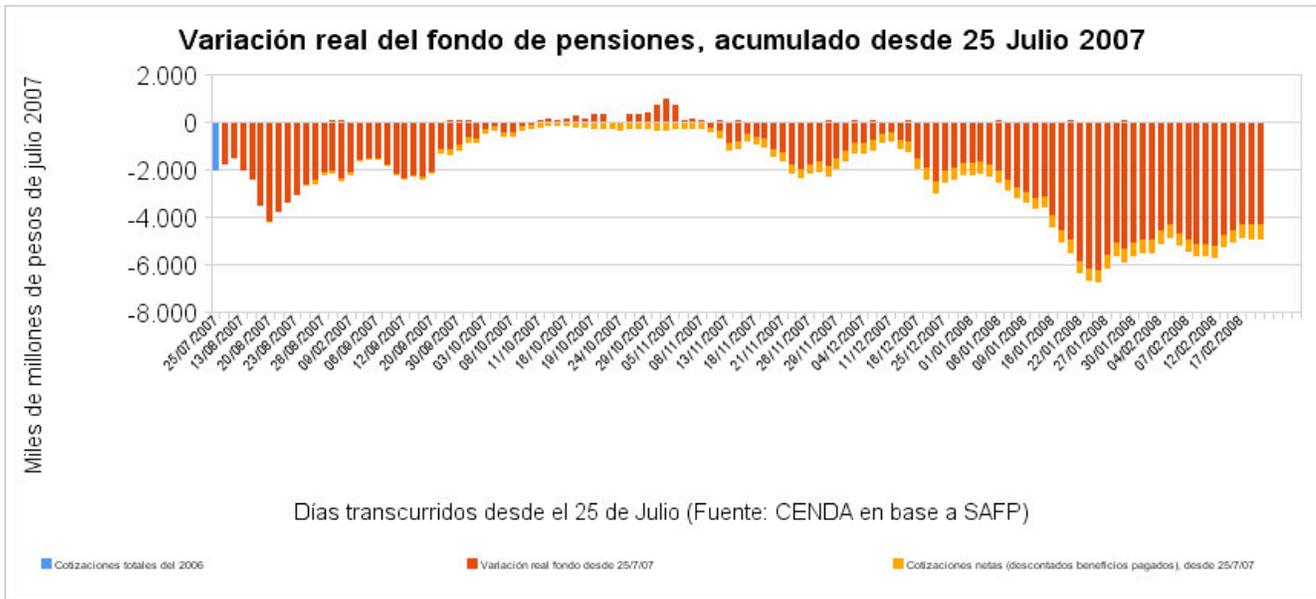
La probabilidad que EE.UU. enfrente lo que el Financial Times ha denominado "la madre de todos los fundimientos" (20/2/2008) crece día a día. El diario resume así su posible agravamiento catastrófico: La peor crisis de la historia en el mercado de la vivienda ha generado una paralización del crédito que ha afectado a todo el mundo. Su agravamiento puede empeorar aquella aún más y extenderla a otros préstamos de consumo como los automotrices y tarjetas de crédito. La baja en la clasificación de riesgo de las aseguradoras de crédito redundará en nuevas pérdidas bancarias, el que puede ser seguido de una crisis en las hipotecas de propiedades comerciales, lo que acarrearía la quiebra de algún banco importante. A ello se suman las inminentes pérdidas de los préstamos apalancados para fusiones y adquisiciones, la falencia de muchas empresas y la posible quiebra de algunas aseguradoras. A continuación se menciona el derretimiento del "sistema financiero sombra," es decir, los "hedge funds," "vehículos especiales de inversión (SIV)" y especies similares. Luego se menciona el colapso de los mercados accionarios, una renovada crisis de iliquidez y finalmente "un círculo vicioso de pérdidas, reducción de capital, contracción del crédito, liquidación forzada y venta de activos por debajo de sus precios." Las posibilidades de los bancos centrales e instituciones financieras mundiales de enfrentar una crisis de estas proporciones es muy limitada, a juicio del periódico.

De ningún modo este escenario de catástrofe constituye una certeza, por cierto, sin embargo, el solo hecho que sea presentado de este modo por el principal editorialista económico del periódico mencionado resulta muy decidor. Adicionalmente, lo más temido ha sido finalmente publicado. El 5 de febrero del 2008, el Financial Times publicó una columna del ex Director de Estudios del FMI y actual profesor de Harvard, Kenneth Rogoff, en la cual dice lo que todos saben pero nadie se atreve a recordar. A lo largo de la historia, ninguna economía emergente ha sido capaz de sostener tasas elevadas de crecimiento en forma indefinida. Tarde o temprano, todas han atravesado una crisis de grandes proporciones de su propia factura. Es inevitable – afirma Rogoff – que ello ocurra asimismo en algún momento con la economía China. Esa es la principal espada de Damocles que pende sobre la economía mundial.

Todo esto ha llevado al financista George Soros a calificarla como "la crisis más grave de los últimos 60 años." Tales declaraciones fueron hechas en Davos, Suiza donde se reúnen anualmente los mandamases de la economía mundial. Muy asustados por lo que está ocurriendo, han aplaudido la enérgica respuesta de las autoridades monetarias, que han inundado el mercado de dinero y rebajado dramáticamente las tasas de interés en los EE.UU. Sin embargo, lo más sorprendente es que nada menos que el jefe del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Kahn, ha llamado a los gobiernos del mundo a complementar las medidas monetarias con un fuerte aumento del gasto fiscal ¡El "Consenso de Washington" ha muerto! ¡Viva el "Consenso de Davos"!

## Variación de los fondos de pensiones AFP

Tal como CENDA resaltaba en cartas enviada a la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados el 29 de Agosto del 2007, y nuevamente el 12 de noviembre, la crisis ha afectado de modo violento a los fondos de pensiones chilenos. Ello se refleja en las cifra que son reportadas por las AFP e informadas por la Superintendencia respectiva (SAFP). Sobre esta base, CENDA ha venido calculando las variaciones diarias de los fondos a partir del 25 de julio pasado, que publica en el gráfico que sigue, corregido por la inflación:



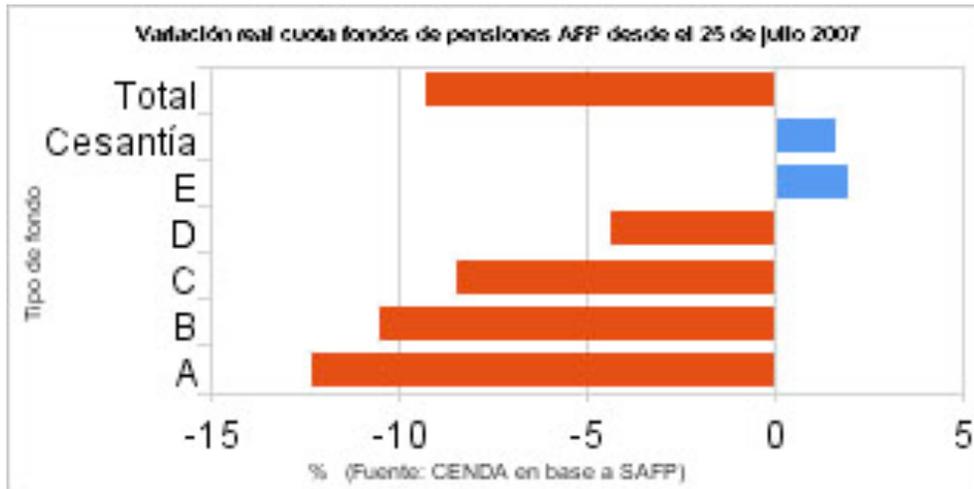
Fuente: CENDA, Cuadro de variación de fondos de pensiones actualizado diariamente en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) en base a SAFF.

En el gráfico se aprecia la evolución de las pérdidas reportadas por las AFP descritas más arriba, que hasta el momento alcanzan el 24 de enero un total 6,8 billones de pesos (equivalentes en ese momento a más de 14.000 millones de dólares), que equivale como se ha mencionado a más de triple de las cotizaciones totales del 2006 (que se muestran en color azul, como referencia).

A las pérdidas del fondo se agregan - o se descuentan a los aumentos del mismo, según sea el caso - las cotizaciones efectuadas por los afiliados, netas de beneficios pagados por las AFP, lo que se calcula como la diferencia entre la variación de la cuota y el monto del fondo en el período (las cotizaciones netas de beneficios se muestran en color naranja) (ver CENDA, cuadro anexo "variación diaria" y "gráfico pérdidas" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp)). Todas las cifras anteriores están deflactadas por la UF para corregirlas por la inflación.

Sin embargo, la turbulencia no han afectado por igual a todos los fondos, sino especialmente a los que están invertidos en renta variable. Éstos acumulan todas la pérdidas, mientras el fondo E y el modesto fondo de cesantía, invertidos en renta fija y en el país en su mayor parte, ha continuado creciendo hasta el momento. Esto se aprecia en el gráfico que sigue, que muestra la variación real de

la cuota de los diferentes fondos, es decir, la rentabilidad de \$100 invertidos en cada uno de ellos:



Fuente : CENDA, cuadro "Totales por Fondo", en CENDA, Cuadro de variación de fondos de pensiones actualizado diariamente en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) en base a SAFF.

Parece importante clarificar la situación del mes de enero en particular. Celfin capitales ha afirmado que los fondos de pensiones crecieron un 1,2% en enero pasado respecto a diciembre 2007, alcanzando un total de US\$112 mil millones, información que fue reproducida por algunos medios. Esa cifra está distorsionada, puesto que no considera la inflación del mes ni la desvalorización del dólar, ni tampoco el hecho que hubo cotizaciones en el período. Medidos en moneda constante, los fondos de pensiones alcanzaron el 30 de diciembre 2007 un total de \$52.094.350 millones, es decir, un poco menos de \$52,1 billones. Al 31 de enero del 2008, los fondos alcanzaban \$48.859.790 millones de pesos, es decir, un poco más de \$48,8 billones. Ambas cifras están expresadas en pesos de julio 2007, es decir, corregidos por la inflación del período. En otras palabras, durante enero del 2008 los fondos de pensiones se contrajeron en \$3.234.560 millones, un poco más de \$3,2 billones.

Sin embargo, hay que considerar adicionalmente que durante el mes de enero los afiliados efectuaron cotizaciones y por su parte las AFP "pagaron beneficios" – es decir, principalmente, expropiaron los fondos de los afiliados que contrataron renta vitalicia y los traspasaron a las arcas de sus compañías de seguros coligadas. El valor neto de las cotizaciones menos los beneficios durante el mes de enero alcanzó a \$44.280 millones, los que fueron totalmente a pérdidas. Por lo tanto, las pérdidas totales de los fondos de pensiones durante enero sumaron \$3.278.840 millones, es decir, casi \$3,3 billones. Todas estas cifras están expresadas en pesos de julio del 2007, es decir, corregidas por inflación, como se ha mencionado.

Expresado en dólares del 31 de enero (tipo de cambio \$465.30) las pérdidas de los fondos de pensiones durante enero 2008 alcanzaron a US\$7.046,7 millones.

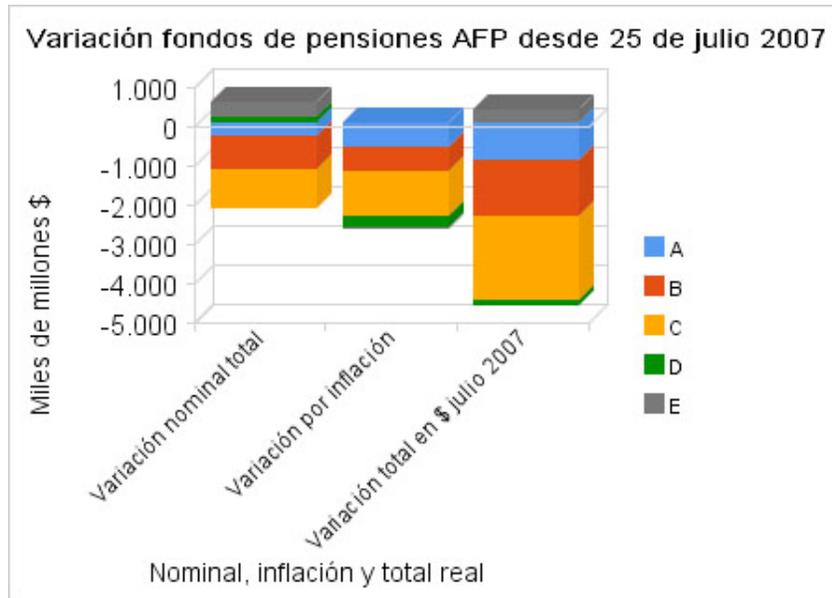
Lo anterior se confirma con las cifras entregadas por la SAFP, que reconoció que enero 2008 fue el peor mes de la historia de los fondos de pensiones, puesto que el valor de la cuota se redujo en un -6,36% en términos reales. Es decir, cada 100 pesos invertidos en el fondo al 31 de diciembre del 2007 se redujeron en 6,36 pesos durante enero.

Las pérdidas no fueron iguales en todos los fondos, sin embargo. El fondo A, que es el más expuesto a inversiones en renta variable y en el exterior, vio reducida su cuota en -9,55%, el B en -7,18%, el C en -5,33%, y el D en -2,67%. La cuota del fondo E, en cambio, que casi en su totalidad está invertido en renta fija y en el país no solo no experimentó pérdidas, sino que ganó un 0,61% en el mes, en términos reales.

Desde el 25 de julio del 2007 cuando alcanzaron su valor máximo de \$53.839.260 millones, es decir, poco más de 53,8 billones, y hasta el 31 de enero, las pérdidas de los fondos alcanzaron a -\$4.979.470 millones, a los que hay que agregar \$570.040 millones en cotizaciones netas del período. Por lo tanto, las pérdidas acumuladas desde el inicio de la crisis alcanzan a un total de \$5.549.510 millones, es decir, más de 5,5 billones. Expresada esa cifra en dolares del 31 de enero pasado, equivale a US\$11.927 millones. Las pérdidas reales de la cuota fueron de --10,31% para el promedio de los fondos. Sin embargo, el fondo A perdió 13,71% , el fondo B -11,65%, el fondo C -9,36%, y el fondo D -5,06%. El fondo E, en cambio, no experimentó pérdidas en enero, sino una ganancia real de 1,44%. (ver CENDA, cuadro anexo "variación diaria" y "gráfico pérdidas" en [www.cendachile.cl/perdidas\\_afp](http://www.cendachile.cl/perdidas_afp))

### **Los afiliados han aumentado el nivel de riesgo de sus fondos en medio de la crisis**

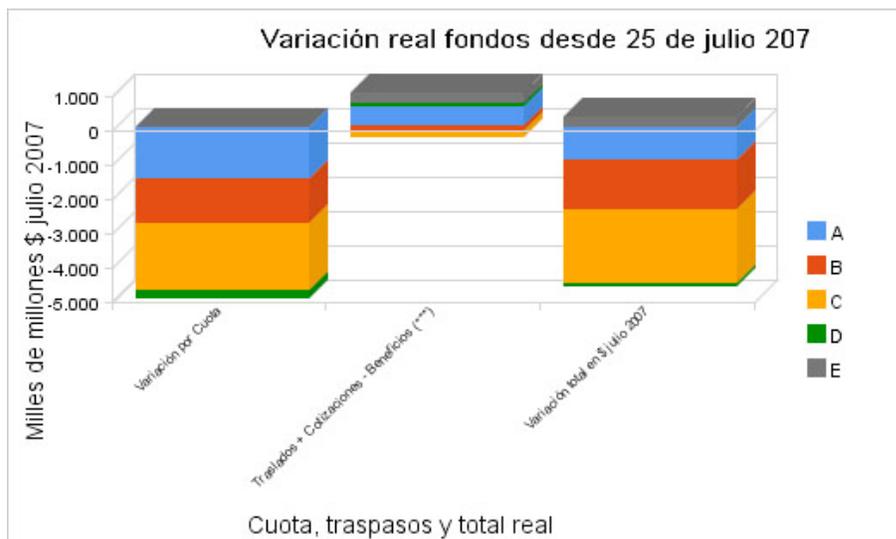
Como se aprecia en el gráfico que sigue, a excepción del fondo E, todos los fondos han perdido en términos nominales desde el 25 de julio a la fecha. Sin embargo, la inflación del período ha sido aún mayor, por lo cual en general todos ellos a excepción del E se han reducido, cuando se miden en pesos de julio 2007. Al mismo tiempo los fondos han arrojado pérdidas según constata el valor de la cuota respectiva ajustada por UF (ver gráfico anterior).



Fuente : CENDA, cuadro "Totales por Fondo", en CENDA, Cuadro de variación de fondos de pensiones actualizado diariamente en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) en base a SAFF.

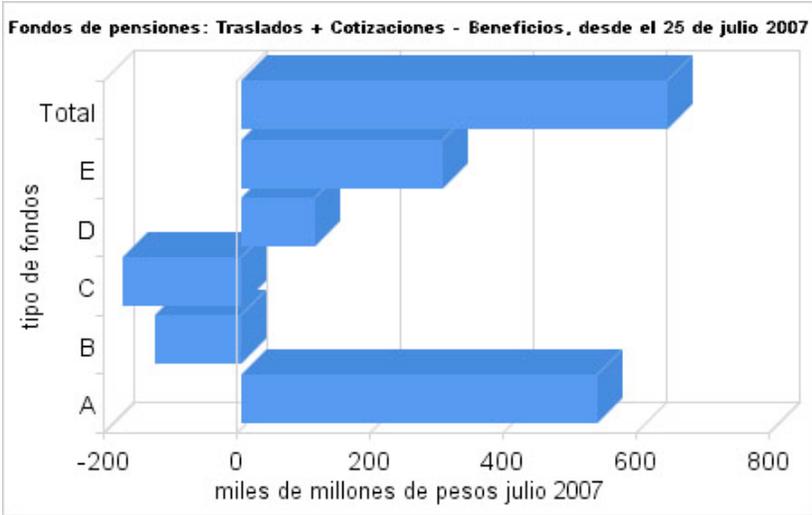
Asimismo, a lo largo de estos meses se han venido verificando cuantiosos trasposos netos entre los fondos, además de las cotizaciones ingresadas en cada uno de ellos. En parte, lo afiliados han respondido a los llamados de alerta y han comenzado a cambiar sus dineros a los fondos D y E. A pesar de lo anterior, en el curso de los meses recientes y en medio de la crisis, todavía son más los recursos que los afiliados han trasladado ¡al fondo A!

Elo se aprecia en el gráfico que sigue, que muestra en primer lugar la variación de todos los fondos según las fluctuaciones de la cuota real respectiva. A excepción del fondo E que ha crecido levemente, todos los otros han sufrido pérdidas cuantiosas. Sin embargo, paralelamente, se han verificado entre uno y otro fondo, además de las cotizaciones de los afiliados. Como se aprecia en la segunda columna del gráfico, los trasposos y cotizaciones netas se han dirigido hacia el fondo A, E y D, mientras se han restado principalmente del fondo C y también del B.



Fuente : CENDA, cuadro "Totales por Fondo", en CENDA, Cuadro de variación de fondos de pensiones actualizado diariamente en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) en base a SAFF.

Lo anterior se aprecia más claramente en el gráfico que sigue, que muestra los traspasos y cotizaciones netas desde el 25 de julio. Se puede observar que las cotizaciones netas totales suman algo más de 400.000 millones de pesos desde el 25 de julio, expresadas en moneda de esa fecha. Sin embargo, se aprecian fuertes traspasos desde el fondo C y B al fondo A, pero asimismo al D y E. Estos últimos han venido creciendo, mientras los traspasos netos al fondo A vienen disminuyendo tras alcanzar un máximo cercano a los 800.000 millones de pesos en noviembre pasado.

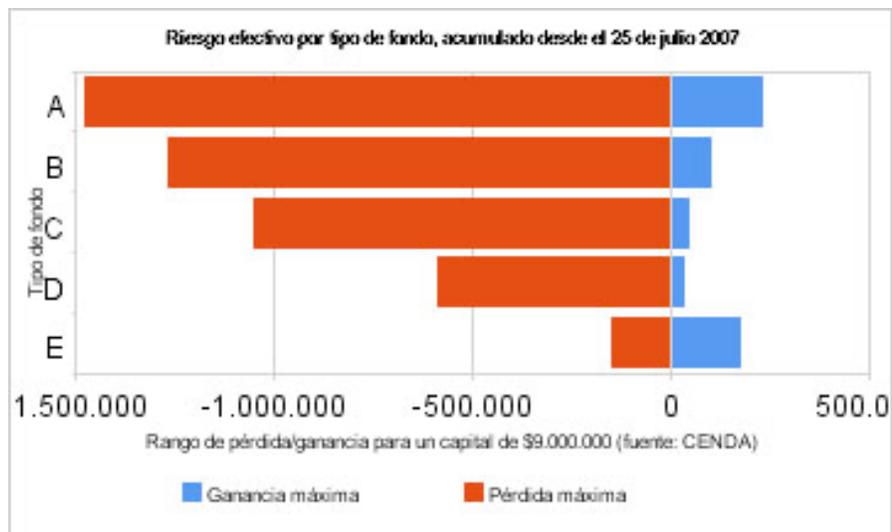


Fuente : CENDA, cuadro "Totales por Fondo", en CENDA, Cuadro de variación de fondos de pensiones actualizado diariamente en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) en base a SAFP.

## La información oficial de la Superintendencia de AFP aparece sesgada hacia el Fondo A

Los fondos que tienen una mayor proporción invertida en renta variable han quedado más expuestos a los vaivenes de los mercados financieros. En el caso del fondo A, al 24 de enero había perdido un  $-16,39\%$  de su valor, mientras en algún momento de octubre en algún momento había logrado una ganancia de  $2,61\%$ , es decir, ha experimentado una fluctuación de  $19,0\%$  en el curso de estos meses. El caso opuesto es el fondo E, cuyas pérdidas en el peor momento han alcanzado a  $-1,66\%$  y su ganancia máxima a  $1,96\%$ , con una fluctuación total de sólo  $3,62\%$ . Todas las cifras anteriores se han corregido por inflación (Ver: CENDA, Cuadro "Riesgo por Fondo"). Para ejemplificar lo que significan las fluctuaciones referidas, si el 25 de Julio pasado, antes de desencadenarse la crisis, un afiliado tenía un ahorro de  $\$9.000.000$  invertido en el fondo A, al 24 de enero había perdido casi  $-\$1.475.788$ . En un momento logró acumular una ganancia de  $\$234.944$ . Es decir, vio fluctuar su fondo en más de  $\$1.710.132.-$  (Ver: CENDA, Cuadro "Riesgo por Fondo").

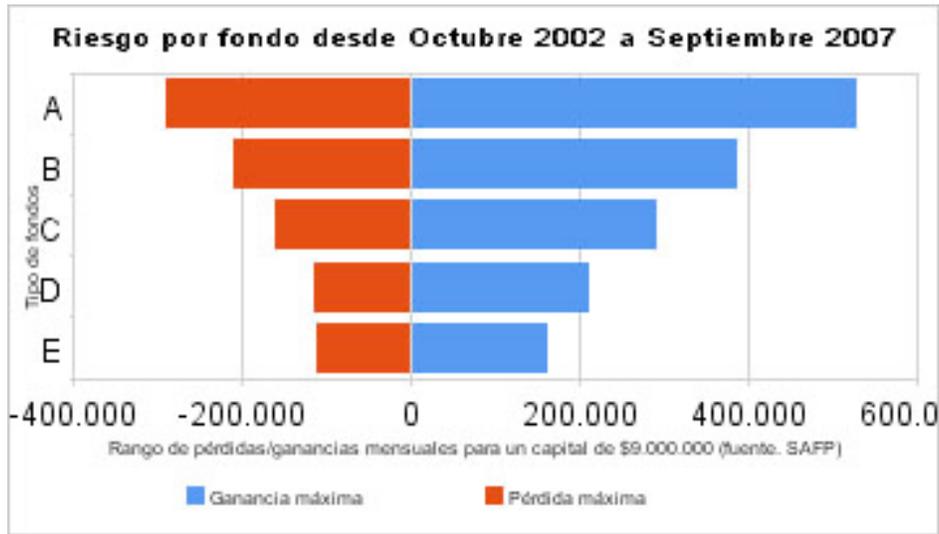
Las cifras del cuadro anterior se presentan en el gráfico que sigue, en el cual se aprecia claramente el riesgo que de los ahorros invertidos en el fondo A y B, principalmente, así como en el C y D en menor medida. Todos ellos se hayan expuestos a la fluctuación de los mercados financieros en un momento en el cual todo indica que la probabilidad de un desplome de los mismos es muy elevada, sino inminente. En cambio, se aprecia que el fondo E ha corrido riesgo menor en el curso de la crisis.



La prudencia parece aconsejar de modo bien evidente la conveniencia de resguardar los fondos de pensiones en la relativa seguridad del fondo E, al menos hasta que amaine la tormenta. Sin embargo ¿cual es el la información que están recibiendo en este momento a los afiliados de parte de las AFP? Lo que es más grave, ¿Que está recomendando la propia SAFF?

A la pregunta "¿Cual es el riesgo de los fondos?, esta última institución responde lo siguiente: "*Considerando un ahorro acumulado de \$9.000.000 y la rentabilidad*

histórica de los Fondos de Pensiones, la ganancia o pérdida mensual en cada Fondo podría situarse en los rangos que se indican en este gráfico:" (www.safp.cl):



Fuente: Superintendencia de AFP, www.safp.cl visitado 22 de Octubre 2007

**Rango de pérdidas y ganancias mensuales por fondo, desde Octubre 2002 a Septiembre 2007, para un capital de \$9.000.000**

Fondo	A	B	C	D	E
Ganancia	\$529.171	\$386.285	\$292.505	\$211.318	\$163.679
Pérdida	-\$288.679	-\$209.051	-\$160.005	-\$113.458	-\$111.791

Fuente: Superintendencia de AFP, www.safp.cl visitado 22 de Octubre 2007

El cálculo de la SAFP es cuidadoso y refleja de manera precisa y con un 95% de confianza el rango de variación que puede esperar un afiliado de cada uno de los fondos... ¡si estos se comportasen siempre del modo que lo han venido haciendo desde Octubre del 2002 y hasta Septiembre del 2007! Sin embargo, como se muestra en el gráfico inmediatamente anterior, ha sido bien diferente el comportamiento de los mercados financieros durante los últimos meses, y probablemente lo seguirá siendo todavía por un buen tiempo más.

La estimación de riesgo de la SAFP está basada, ni más ni menos, en el período de crecimiento más acelerado que han experimentado las bolsas mundiales, el que se prolongó precisamente entre 2002 y 2007. Corresponde a la etapa de recuperación desde su punto más bajo tras la profunda caída iniciada el 2000, la cual ya ha excedido el período usual de cinco años para esta fase de los ciclos económicos. En los cinco años en que se basa dicha estimación, las bolsas mundiales han duplicado, triplicado y hasta septuplicado sus rendimientos de más largo plazo, como se aprecia en el cuadro que sigue:

**Rendimiento de bolsas mundiales, 2002-2007  
(% promedio anual)**

Región / país	1 año (euro)	3 años (euro)	5 años (euro)	10 años (moneda local)
China	26,60%	36,65%	29,28%	4,39%
Brasil	48,84%	44,09%	50,35%	20,00%
Chile	-4,13%	17,50%	24,90%	10,33%
EE.UU.	-17,24%	0,17%	3,26%	2,64%
Mundo	-15,86%	3,28%	6,82%	2,60%

Fuente: MSCI, [www.msicbarra.com](http://www.msicbarra.com), visitado el 20 de febrero 2008.

### **Los árboles crecen pero no llegan al cielo**

Como es sabido, los rendimientos de largo plazo de las bolsas, corregidos por inflación, no resultan muy diferentes al crecimiento promedio del producto interno bruto (PIB). Mal podría ser de otra manera, por lo demás, puesto que el dinero no nace del aire.

La información más reciente al respecto de la bolsa más antigua del mundo, la de Londres, resulta impresionante puesto que muestra resultados aún peores. A mediados de febrero del 2008 se publicó la última edición – lleva 53 años consecutivos – del "Barclays Equity Gilt Study," un estudio de acciones y bonos. El Financial Times (19/2/2008) resume así sus conclusiones: "A lo largo de la historia, el gran enemigo de los inversionistas ha sido la inflación. Las acciones han hecho poco más que ofrecer un seguro contra ella. Entre 1899 y 1985 el retorno real de las acciones del Reino Unido (RU) comparado con los precios a consumidor del RU, fue negativo. A menudo las acciones no lograron mantener el ritmo de la inflación. Al 2007, el retorno real de las acciones del RU desde 1899 fue de 109 por ciento, todo lo cual fue logrado de hecho en los últimos veinte años. En el mismo período los bonos perdieron el 99,3 por ciento de su poder adquisitivo real."

Todo el mundo sabe que los árboles crecen pero nunca alcanzan el cielo. Rendimientos bursátiles como los de años recientes no se van a repetir hacia el futuro. Muy por el contrario, lo que están indicando es precisamente la inminencia de una brusca baja como la que ya se ha iniciado a partir de noviembre pasado. Por lo tanto, si los promedios de los años anteriores han alcanzado los insostenibles niveles indicados, lo más probable es que pronto sobrevenga una corrección significativa.

Ésta es la convicción que expresan los principales analistas y medios financieros mundiales, aunque nadie descarta la posibilidad de varios enviones alcistas, como

usualmente ocurre durante de las caídas. La arriesgada disposición de algunos a intentar lograr ganancias hasta el último minuto ha sido descrita como "recoger chauchas delante de una aplanadora." Los más respetados inversionistas privados hace ya tiempo que han retirado sus inversiones de las bolsas más exuberantes. En cambio, la información proporcionada por la SAFP sigue al parecer ajena al inminente cambio en la tendencia de los años recientes. ¿Como es posible que un error de apreciación de esta magnitud sea cometido por la institución responsable de informar a millones de afiliados acerca del modo que ellos supuestamente decidan libremente donde colocar sus fondos?

#### Reflexiones finales

El impacto de la crisis en curso sobre los fondos de pensiones AFP ha sido muy fuerte. En pocas semanas sus fluctuaciones han superado varios años de cotizaciones. Tras experimentar pérdidas inmensas se recuperaron transitoriamente y luego han vuelto a perder de modo dramático. Lo más probable es que antes que pase la crisis, los fondos de pensiones vean esfumarse en gran parte las ganancias de años recientes.

Lo ocurrido está poniendo a prueba el esquema de diferentes fondos con diversos tipos de riesgo. Lo menos que se puede decir es que no está saliendo bien parado de la misma. En efecto, el resultado del esquema vigente es que los ahorrantes están siendo inducidos a trasladarse masivamente al fondo de mayor riesgo precisamente en el momento en que una mínima prudencia parece recomendar exactamente lo opuesto.

Sin embargo, mas allá de los efectos puntuales de la crisis sobre tal cual tipo de fondo, lo que está sucediendo debe llamar la atención acerca de la conveniencia de mantener la totalidad de las pensiones de millones de chilenas y chilenos a merced de las veleidades cíclicas del ámbito más inestable y fluctuante de la economía como son los mercados financieros. No parece razonable ni equitativo que mientras algunos pueden tener la suerte de jubilar en condiciones muy favorables de mercado, otros en cambio pueden tener la desgracia de hacerlo cuando aquellos se encuentran sumidos en la crisis o la depresión.

Menos equitativo todavía resulta el hecho que mientras los afiliados pueden perder cada día las cotizaciones de un mes y en dos semanas las de dos años como ocurrió durante agosto del 2007 y luego de nuevo en enero del 2008, las AFP y sus compañías de seguros relacionadas se embolsan mes a mes con toda regularidad ¡llueva o truene! comisiones y traspasos de fondos. Desde 1982 al 2006 estos suman exactamente uno de cada tres pesos cotizados en dicho período (ver CENDA 2007, "Resultados para sus afiliados de las AFP y Cías. de Seguros Relacionadas con la Previsión, Consideradas en Conjunto, 1982-2006". en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) )

Más escandaloso resulta el hecho aquella parte que no ha ido a parar a los bolsillos de las AFP y compañías de seguros, además de todos los intereses ganados, se encuentran en manos de un grupo reducido de grandes grupos económicos que han recibido estos dineros en forma de capital o préstamos. Baste recordar que la mitad de los fondos invertidos en Chile se encuentran en

manos de doce conglomerados, entre ellos los propietarios de las AFP. La mitad de lo invertido en el extranjero se encuentra en solo ocho fondos de inversión, todos los cuales se encuentran en estos momentos con una inmensa incógnita respecto del valor de los activos financieros en los cuales han invertido. Ese ha sido el destino de los fondos, puesto que muy pocos han ido a pagar pensiones. En Chile éstas se financian con fondos públicos, incluidas las que pagan las AFP que se financian con bonos de reconocimiento en su mayor parte (ver CENDA 2007 Inversiones en el Exterior de los Fondos de Pensiones AFP, Julio 2007 en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) ).

Los grandes grupos financieros han hecho y deshecho con los dineros de los afiliados a lo largo de todos estos años, obteniendo inmensas comisiones y utilidades. Ahora, en cambio, dichas inversiones perfectamente pueden esfumarse en parte o en todo en medio de las turbulencias de la crisis. Desde luego, no cuentan con seguro alguno que proteja a los ahorrantes.

De este modo, las pensiones basadas en la capitalización dejan de depender del esfuerzo de ahorro de los afiliados a lo largo de sus vidas, para quedar en cambio a merced de las incertidumbre de fuerzas lejanas y misteriosas sobre las cuales los afiliados no tienen control alguno. Especialmente si dependen de modo exclusivo como ocurre en el extremista e ideologizado sistema chileno de AFP, el único en el mundo de tales características.

Muy diferente es la lógica que reside tras los sistemas de reparto. En efecto, dichos sistemas dependen para pagar las pensiones del flujo más seguro y establemente creciente de la economía: las contribuciones mensuales de los asalariados a la seguridad social. Dicho flujo en Chile era en 1981 suficiente para pagar todas las pensiones y sobraba todavía un tercio, como ha demostrado un reciente estudio de la UC. Por otra parte, ha venido creciendo todos los años – incluso durante las recesiones y crisis – a razón de 6,5% anual en promedio desde 1990 al 2006, mientras el número de adultos mayores aumentaba a razón de 3% por año. Por cierto, tan atractivo flujo se lo han embolsado en Chile en buena parte las AFP y Cías. de seguros, y casi todo el resto los grandes conglomerados que han recibido las inversiones. Mientras tanto, a los afiliados se los ha dejado a merced de las veleidades de los mercados financieros (ver CENDA 2006 "Necesidad y Factibilidad de Restablecer Gradualmente un Pilar Previsional de Reparto" en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) ).

Por cierto, a la mayoría de los afiliados todo esto ni siquiera le importa, puesto que sus pensiones van a depender por entero de la nueva pensión solidaria. Sin embargo, si interesa vitalmente a los sectores medios asalariados, y especialmente a las mujeres, que se encuentran en peor condición todavía. Todo esto puede y debe cambiar (ver CENDA Propuesta de Reforma Previsional en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl) y Riesco, Manuel 2007 "Derrumbe de un Mito" )

Parafraseando a Eric Hobsbawm, el capitalismo ciertamente va a superar esta crisis, como lo ha hecho en las treinta y tantas que le precedieron desde 1825. Lo que no va a superar la crisis son las AFP. Quedará al desnudo la locura que la pura capitalización individual pueda proveer de por vida pensiones definidas, dignas y no discriminatorias, a millones de trabajadoras y trabajadores chilenos.

(ver más antecedentes recientes de la evolución de la crisis en [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl))

**Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo**

**CENDA,**

Vergara 578, Santiago, Chile

Tel: (562) 6883760

Web Site: [www.cendachile.cl](http://www.cendachile.cl)

e-mail: [mriesco@cendachile.cl](mailto:mriesco@cendachile.cl)