

JUNIO 2015

NOTA  
TÉCNICA  
N° 38

# EVOLUCIÓN DE TRASPASOS DE FONDOS DE PENSIONES: ANÁLISIS COMPARATIVO Y SIMULACIONES

## CONTENIDO

1. ANTECEDENTES GENERALES .....	2
2. TRASPASO Y ASIGNACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES .....	3
2.1 Aspectos Legales.....	3
2.2 Evolución de traspasos en el sistema de AFP .....	6
3. SIMULACIÓN DE RENTABILIDADES SEGÚN ESTRATEGIA DE TRASPASOS .....	10
4. CONCLUSIONES.....	13

## 1. ANTECEDENTES GENERALES

En tiempos de volatilidad de los mercados es común observar un aumento en los traspasos de los afiliados desde fondos riesgosos hacia conservadores, registrándose el efecto contrario en la medida que las economías se recuperan. Sin embargo, esta decisión puede convertirse en un grave error si se aplica un mal timing en dichos traspasos, desaprovechando los períodos de mayor rentabilidad.

De acuerdo a la evidencia de la crisis financiera de 2008, se presentaron cambios hacia fondos conservadores después de la caída de los mercados, mientras que el regreso a los fondos riesgosos se produce posterior al repunte inicial (que suele ser el de mayor impacto y el que recupera la baja anterior), generándose una pérdida considerable en los ahorros previsionales.

El presente documento pretende analizar la evolución de los afiliados al sistema de pensiones en su calidad de asignados o electores de fondos, así como comparar las rentabilidades históricas bajo las diferentes opciones de traspasos -ya sean por defecto o mediante estrategias activas-. La pertinencia recae en las diferencias de rentabilidades y los efectos que produce esta variable sobre la pensión final.

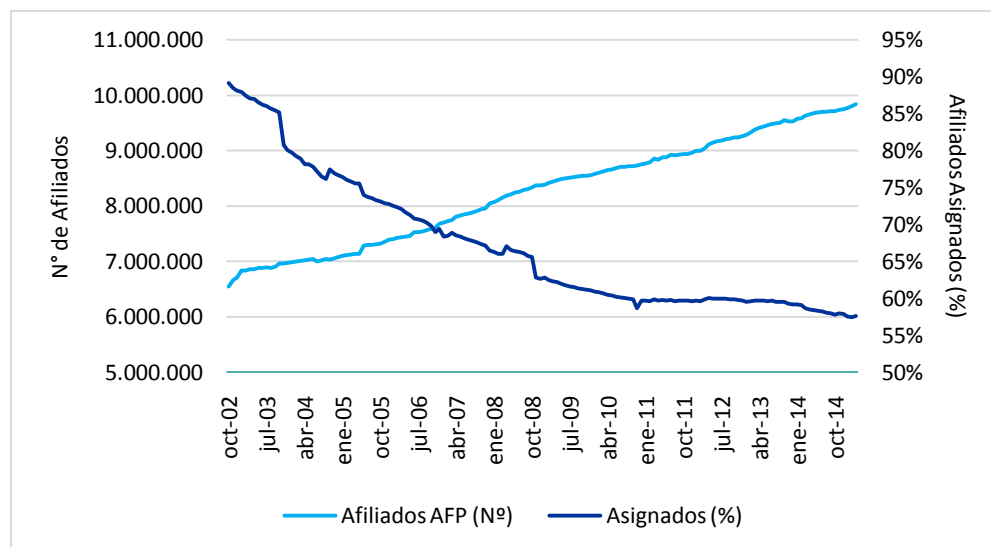
Durante los últimos años es posible observar un aumento sostenido en el número de afiliados al sistema de capitalización individual, llegando a los 9,8 millones en marzo de 2015. Algunos factores que han contribuido a la incorporación de nuevos afiliados son las medidas a favor de la contratación formal y la figura del Afiliado Voluntario creado por la Reforma Previsional de 2008, mientras que en el corto plazo se verán los resultados de la incorporación obligatoria de los trabajadores independientes.

De las personas afiliadas al sistema al inicio de los multifondos (septiembre de 2002), tan solo el 11% escogió su fondo de pensiones, mientras que el restante 89% fue asignado de forma automática según el mecanismo de asignación de fondos por defecto que se establece en el inciso quinto del artículo 23° del DL N° 3.500. Este último porcentaje se ha reducido significativamente, ya que los afiliados que optan por su fondo representan el 42% a marzo de 2015 (ver Gráfico N° 1).

Dada la relevancia de la asignación de los fondos de pensiones, a partir del primero de agosto de 2010 se estableció un mecanismo adicional al Contrato Básico de Traspasos Futuros. La nueva opción contempla la misma asignación por defecto en función de la edad, pero esta vez abriendo el abanico a los Fondos Tipo A y Tipo E, el cual se denomina Contrato Ampliado de Traspasos Futuros. Esta medida apunta a incentivar que los recursos previsionales sean administrados en función del horizonte de inversión de los afiliados y lograr una mayor rentabilidad.

En este sentido, resulta pertinente analizar los efectos que conlleva seguir tales contratos de traspasos, así como su comparación con eventuales estrategias seguidas por afiliados más activos que optan por fondos específicos. La posibilidad, tanto de incrementar los fondos de pensiones como de generar una pérdida considerable, debiera ser supervisada y atendida por la Superintendencia del ramo.

**Gráfico N° 1: Evolución de afiliados de AFP y asignación de fondos**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

## 2. TRASPASO Y ASIGNACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES

### 2.1 ASPECTOS LEGALES

En principio los afiliados pueden escoger cualquier tipo de fondo, a excepción de quienes están prontos a retirarse o ya son pensionados, protegiendo sus fondos de posibles fluctuaciones en las alternativas más riesgosas. Los afiliados no pensionados, hombres hasta 55 años de edad y mujeres hasta 50 años de edad, pueden destinar sus cotizaciones obligatorias a cualquiera de los cinco tipos de fondos. Por otra parte, los afiliados hombres desde 56 años y mujeres desde 51 años de edad, no pensionados, podrán optar por cualquiera de los cuatro fondos a excepción del Fondo A (B, C, D y E). Finalmente, los afiliados pensionados podrán optar por cualquiera de los tres Fondos de menor riesgo relativo (C, D y E).



No obstante, estas últimas prohibiciones (de incorporarse a los fondos tipo A o B) no se aplican respecto de aquella parte de los saldos que exceda al monto necesario para financiar una pensión anticipada. Cabe señalar que en el caso del ahorro previsional voluntario no hay ningún tipo de restricción de fondos, ya sea por edad o para los pensionados.

La normativa legal vigente establece que si al momento de producirse la afiliación al sistema, el trabajador no opta por alguno de los tipos de fondos, será asignado según su edad al Contrato Básico de Traspasos Futuros, compuesto por los fondos tipo B, C y D. A su vez, a contar del primero de agosto de 2010 los afiliados también pueden optar con el Contrato Ampliado de Traspasos Futuros, el cual incorpora, además de los tres tipos de fondos anteriores, las opciones A y E. Las dos posibilidades de suscripción a contratos de traspasos futuros entre los multifondos para el ahorro obligatorio, de acuerdo a la edad, se presentan en el Cuadro N° 1.

Cuando el afiliado haya sido asignado a un fondo y posteriormente no haya manifestado su elección por alguno de ellos, los saldos serán traspasados parcialmente al fondo que corresponda, mediante una gradualidad del 20% cada año desde que el afiliado cumpla la edad para cambiar de tramo etario.

**Cuadro N° 1: Distribución de afiliados según contratos de traspasos futuros de fondos**

	Tramo de edad etapa activa					Etapa pasiva
	Hombre	Hasta 30	31 a 35	36 a 55	56 a 60	
Mujer	Hasta 30	31 a 35	36 a 50	51 a 55	Desde 56	Pensionado
Fondo A	[Red]			[Black] Restringido		
Fondo B	[Blue]		[Red]			Sin restricción.
Fondo C			[Red]			
Fondo D				[Blue]	[Blue]	
Fondo E					[Red]	

 Contrato Básico (CBTF).  
 Contrato Ampliado (CATF).

Elaboración CIEDESS en base a la normativa vigente.

Pese a las restricciones de fondos antes señaladas, el sistema de capitalización individual se caracteriza por la libre elección de estos y de la AFP. El trabajador tiene derecho a elegir la entidad a la cual se vincula, a excepción de los nuevos afiliados que son designados mediante licitación por los dos primeros años, pudiendo cambiarse de una AFP a otra cuando lo estime conveniente, de acuerdo a calidad de servicio, precio y rentabilidad. Por lo tanto, existirán procesos detallados tanto para el cambio de fondos dentro de la misma Administradora como para el traspaso de saldos a una gestora diferente.

➤ **Cambio de Fondo en la misma AFP**

La AFP, al momento de recibir el formulario de Cambio de Fondo de Pensiones, debe proceder en un plazo de tres días hábiles a verificar lo siguiente:

- a) Que el formulario suscrito en la agencia, centro de servicio o representante de la AFP registre la firma del afiliado e indique el Tipo de Fondo de Pensiones de destino.
- b) Que se haya adjuntado fotocopia claramente legible, por ambos lados, de la cédula nacional de identidad del afiliado.
- c) Que el afiliado cumpla con los requisitos exigidos para el cambio de Tipo de Fondo de Pensiones de sus cuentas personales.

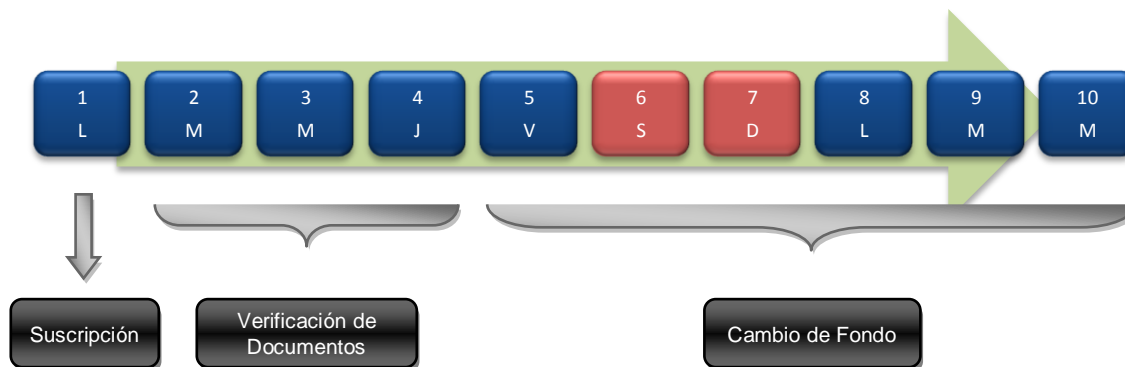
Del mismo modo, la Administradora debe realizar el cambio de Tipo de Fondo en las cuentas personales de los afiliados entre el cuarto y séptimo día hábil siguiente al de la suscripción del formulario Cambio de Fondo de Pensiones, ambos días inclusive, según se expone en el Ejemplo N° 1.

Los afiliados que efectúen más de dos cambios de Tipo de Fondo de Pensiones en un año calendario por cada cuenta personal<sup>1</sup>, deben pagar una comisión fija de su cargo cada vez que realicen dichos traspasos adicionales. Esta comisión no puede descontarse del saldo de las cuentas personales, ni de las cotizaciones efectuadas por el afiliado, y su pago se hace directamente a la AFP antes de suscribir el

<sup>1</sup>De acuerdo a la Circular 1.540, capítulo 10, N° 17 de la Superintendencia de Pensiones, esta situación excluye a la Cuenta de Ahorro de Indemnización de trabajadores afiliados a la Administradora, ya sea que tenga o no el saldo distribuido hasta en dos Tipos de Fondos.

formulario de Cambio de Tipo de Fondo. Si bien la ley autoriza el cobro de esta comisión, actualmente ninguna AFP lo hace efectivo.

**Ejemplo N° 1: Traspaso de Fondo en misma AFP iniciado el 1º de Junio de 2015**

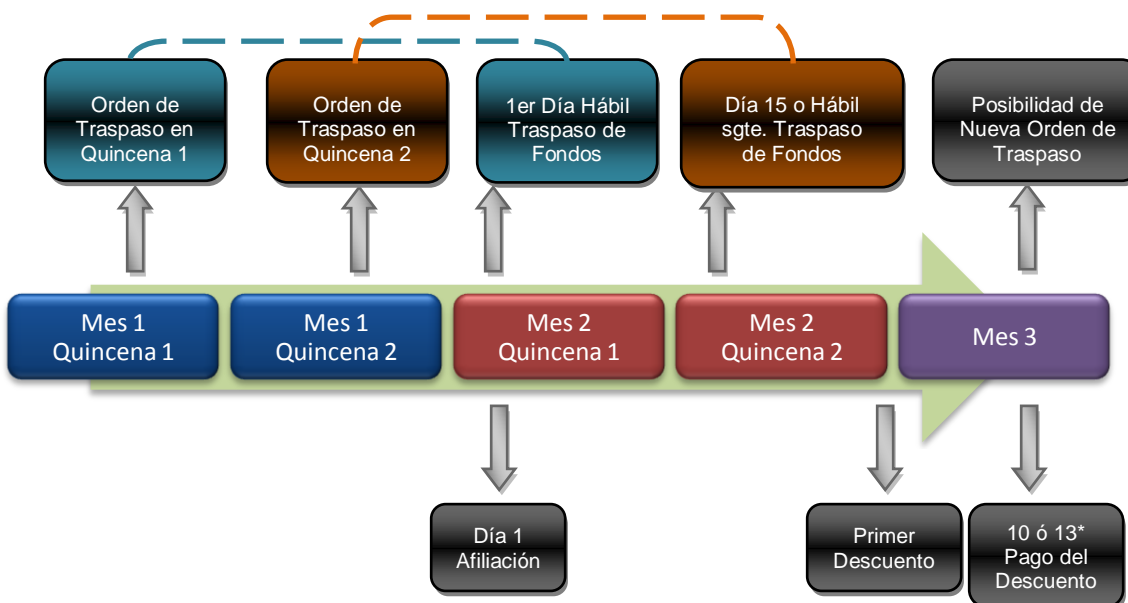


Elaboración CIEDESS en base a la normativa vigente.

➤ **Traspaso a otra AFP**

Cuando se trata de un traspaso a una nueva Administradora, la afiliación se produce el primer día del mes siguiente a la fecha de suscripción de la Orden de Traspaso. Asimismo, el primer mes de pago en la nueva AFP es el mes siguiente al de la legítima afiliación a ésta. Además, es posible suscribir otra orden de traspaso a contar del primer día del mes subsiguiente a la suscripción de la última. En el ejemplo N° 2 se exponen las principales fechas de este tipo de traspaso.

**Ejemplo N° 2: Traspaso a otra AFP**



(\*) El pago deberá realizarse a la institución administradora (AFP) durante los 10 primeros días del mes siguiente a aquel en que se devengaron las remuneraciones que las originan. Dicho plazo se prorroga al día hábil siguiente si el último día del plazo fuera inhábil. Si el pago se realiza por vía electrónica, el plazo es de 13 días (sin prórroga).  
Elaboración: CIEDESS en base a la normativa vigente.

El traspaso de los fondos se hace efectivo dependiendo de la fecha en que se haya suscrito la respectiva Orden de Traspaso irrevocable. Si la Orden se suscribe en la primera quincena, entonces los fondos se traspasarán el primer día hábil del mes siguiente a la suscripción. Mientras que si la suscripción fue en la segunda quincena, el traspaso de recursos se verificará el día 15 o hábil siguiente del mes que sigue a la suscripción.

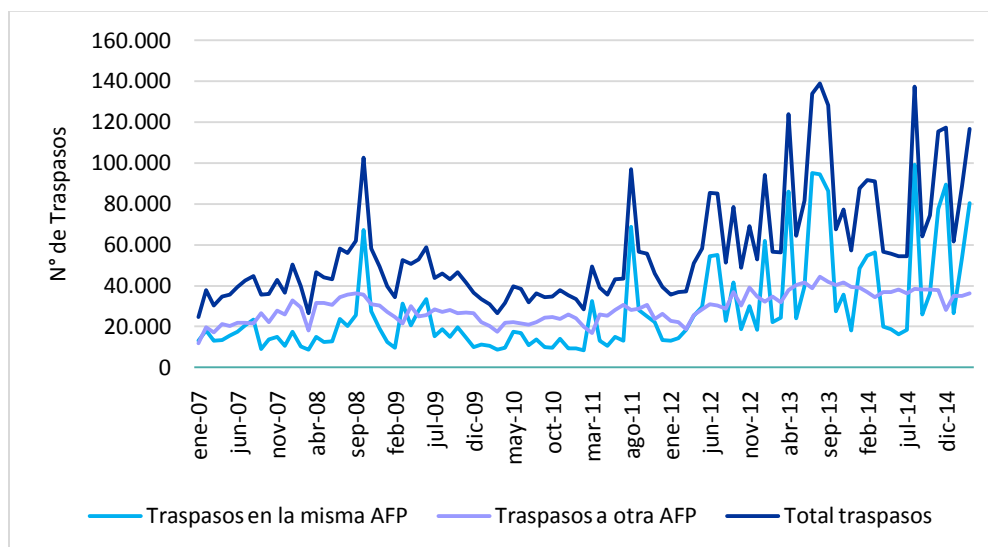
## 2.2 EVOLUCIÓN DE TRASPASOS EN EL SISTEMA DE AFP

Por lo general, la tendencia del número de traspasos había estado en línea con la volatilidad de los mercados. Sin embargo, en el último tiempo se han posicionado con fuerza los traspasos en base a recomendaciones de entidades externas, registrándose traspasos masivos en determinados periodos sin una directriz clara respecto a los resultados de los mercados.

Según se presenta en el Gráfico N° 2, la tendencia inicial respecto al cambio de fondos eran las caídas bursátiles a nivel internacional, como fue lo registrado en octubre de 2008 –en plena crisis subprime– y en agosto de 2011 –también en el marco de una crisis financiera global–. No obstante, a contar de junio de 2012 se observan peaks en el número de traspasos, de magnitudes superiores a las anteriores, pero no asociadas a un clima de inestabilidad o volatilidad mundial, sino que se vincularía a las recomendaciones de cambio de fondos mencionadas. De este modo, el aumento en los traspasos es por cambios de fondos en la misma AFP más que en traspasos a otra entidad.

Por su parte, la mayor variación en traspasos hacia otra Administradora se presenta en virtud de los resultados de las licitaciones de cartera de nuevos afiliados.

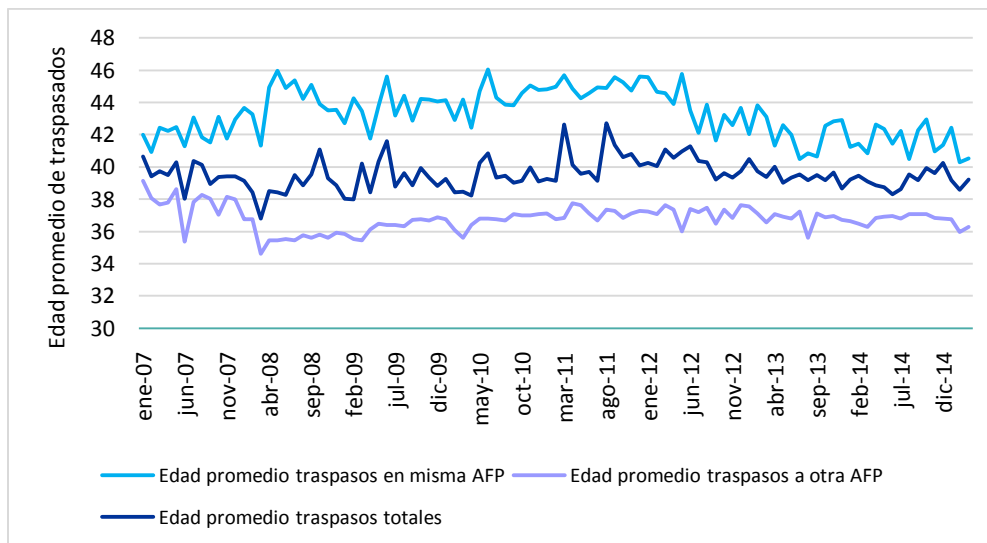
**Gráfico N° 2: Evolución de traspasos según tipo**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

A su vez, según las cifras de la Superintendencia de Pensiones, la edad promedio de los traspasados para el período enero de 2007 a marzo de 2015 fue de 40 años. No obstante, existen diferencias según el tipo de proceso, ya que quienes se cambian a otra AFP son en promedio más jóvenes, con una edad de 37 años, mientras que los afiliados traspasados a otro fondo en la misma AFP tienen una edad promedio de 43. Estos datos no han registrado mayores cambios durante la serie analizada, lo que se expone en el Gráfico N° 3.

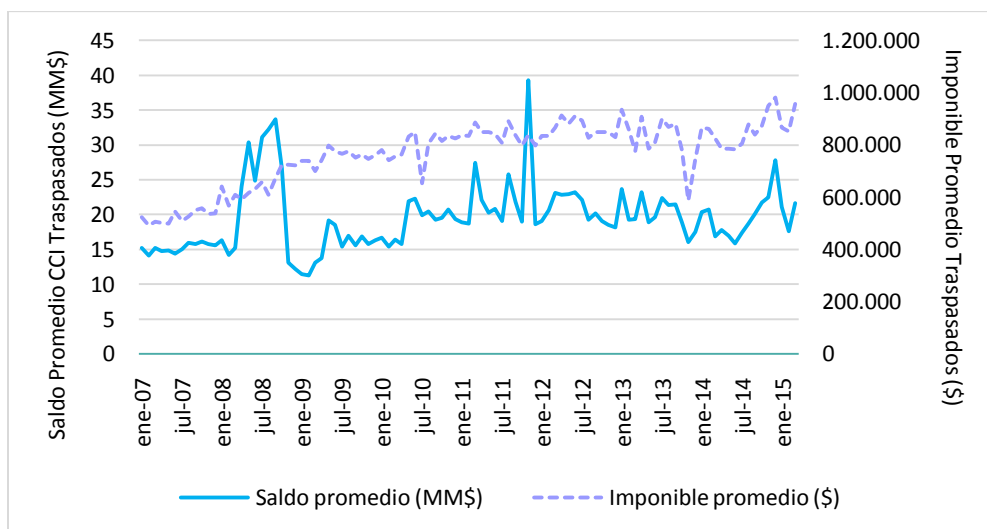
**Gráfico N° 3: Edad promedio de traspasados**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

Adicionalmente, el ingreso imponible promedio de los afiliados traspasados ha experimentado un incremento casi sostenido, pasando de \$500 mil a comienzos de 2007 a \$900 mil en estos últimos meses, siendo superior al promedio del sistema. Mientras que el saldo promedio mantenido en la cuenta de capitalización individual de quienes realizan estos movimientos muestra una alta variación, aunque con un monto creciente, pasando de los \$17 millones promedio a comienzos de 2007 a \$22 millones en estos últimos meses (ver Gráfico N° 4). En términos comparativos según tipo de traspaso, no se observan mayores discrepancias en la renta imponible promedio, a diferencia del saldo en la cuenta obligatoria, donde los traspasados en la misma AFP poseen una cuantía superior a los que se cambian a otra gestora, con promedios de \$25 y \$15 millones respectivamente.

**Gráfico N° 4: Edad promedio de traspasados**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.



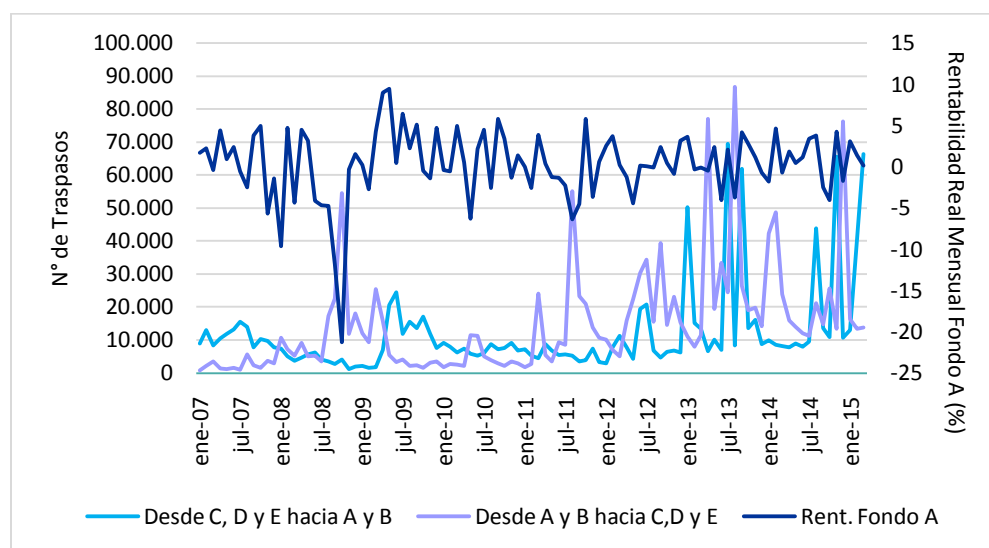
En el último tiempo se han manifestado inquietudes por traspasos que responden a recomendaciones de entidades externas, lo que genera ciertos impactos en los saldos de los afiliados. El traspaso de fondos masivo desvaloriza al fondo de origen, por tales motivos la normativa vigente (Circular N° 1540 de septiembre de 2008) establece un límite de traspasos diario de 5% de los activos del fondo, tanto del de destino como del de origen. En este sentido, esta restricción amortigua las pérdidas de quienes deciden permanecer en su fondo. En segunda instancia, quienes decidieron traspasarse dependerán del orden de llegada de la solicitud, absorbiendo la supuesta caída del fondo dado el rezago del cambio.

Para incorporar el alza o prevenir la pérdida en los fondos acumulados, el traspaso debe realizarse con cierta anticipación –que varía entre 4 días hábiles o hasta un mes, dependiendo si es en la misma AFP o a otra respectivamente–, lo que requiere de capacidades predictivas sobre los mercados.

El timing de mercado –práctica de quienes tratan de anticiparse a los movimientos del mercado– es primordial para los operadores de corto plazo, pero va perdiendo importancia conforme se extiende el período de la inversión, como sucede en los fondos de pensiones. Por tal motivo, para el afiliado medio es más importante que sus fondos estén bien diversificados en vez de predecir el mercado.

Un ejemplo fue lo acontecido durante la reciente crisis financiera, donde muchos afiliados traspasaron sus fondos a portafolios más conservadores una vez transcurrida la crisis, perdiendo los mejores resultados de rentabilidad de principios de 2009. En el Gráfico N° 5 se presenta la cantidad de traspasos de afiliados desde fondos conservadores hacia los riesgosos, así como el proceso inverso.

**Gráfico N° 5: Traspasos de afiliados según tipo de fondo**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

Aquellos afiliados que ejercieron un traspaso desde un fondo riesgoso a uno conservador una vez iniciada la crisis hacen efectiva su pérdida al vender a un valor cuota inferior. Por ejemplo, si se consideran los datos punta del Gráfico N°5 (mayores traspasos según tipos de fondos) y una AFP en particular, un afiliado que traspasó sus fondos desde el Tipo A en octubre de 2008, vendió a un valor cuota en torno a los 17.000 y compró en el Fondo Tipo E a un valor cuota cercano a los 19.000, mientras que cuando volvió al fondo de origen (Tipo A) en mayo de 2009 vendió en el Tipo E a un valor cuota de 19.800 y compró en el Tipo A con valor cuota de 18.800. Si bien obtuvo ganancia por parte del fondo conservador, éstas se revierten al volver al fondo riesgoso con un valor superior al inicial, no

incorporando el efecto rebote inicial del mercado (que suele ser el de magnitud mayor). Por consiguiente, el neto de ese lapso fue de -5,8%, a lo que se debe agregar la caída inicial estando en el fondo A y el haber perdido la opción de la recuperación inicial por estar en el fondo E.

Otro efecto de importancia en los traspasos de afiliados es el impacto sobre los portafolios de los Fondos de Pensiones. La composición de las carteras de inversión sufrió grandes variaciones por las turbulencias de la crisis financiera, así como fuertes cambios en el valor de estos fondos. A partir de octubre de 2007 el valor de los fondos de pensiones comenzó a disminuir drásticamente, pasando de US\$ 161.929 millones en dicho mes a US\$ 95.891 millones un año más tarde (caída de 41%), fecha en que comienzan a aumentar. Estos cambios se debieron tanto a gestiones de cartera por parte de las Administradoras como al alto traspaso de los afiliados hacia fondos más conservadores.

En efecto, de acuerdo al Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central para el segundo semestre de 2009, las decisiones de traspaso de los afiliados sí tienen un impacto sobre los ajustes de cartera de los fondos de pensiones durante períodos de crisis; sin embargo, el ajuste total de los portafolios sigue siendo determinado por las decisiones de sus administradores. Según este informe, en promedio, el 33% de las transacciones trimestrales (compras netas) se explican por los traspasos de afiliados o cotizantes entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009. Sin embargo, dicho porcentaje varía por clase de activos, para las transacciones de instrumentos de renta variable nacional los traspasos de cotizantes explican un 40% de los movimientos totales del fondo en promedio para el período señalado, mientras que para las transacciones de instrumentos de renta fija nacional e inversión en el exterior, el promedio es de 24% y 35%, respectivamente.

Es de especial interés el impacto de liquidar los activos de los fondos más afectados por los traspasos durante el período de crisis, en particular la redistribución del fondo tipo A hacia los más conservadores. Entre agosto de 2008 y abril de 2009 hubo 186.874 traspasos hacia fondos conservadores, siendo el mes de octubre de 2008 el que registró la mayor concentración, con 54.568 traspasos (ver Gráfico N°5). En ese último mes, la participación indirecta de los afiliados a través de los fondos de pensiones en las acciones de las principales empresas del país fue del 2,8% de su patrimonio total, mientras que a abril de 2015 la cifra es de 7,9%. Asimismo, la participación en bonos de empresas nacionales también sufrió modificaciones justamente por los ajustes de cartera de las Administradoras. Por lo tanto, los traspasos en masa influenciarían el desarrollo económico del país, al momento de vender acciones nacionales y adquirir instrumentos de renta fija o vender estos últimos y comprar los primeros. Los activos de las AFP en renta variable internacional no son lo suficientemente grandes como para incidir en las bolsas de los respectivos países, caso contrario se evidencia en el mercado local, dada la mayor exposición relativa en renta variable nacional.

Por su parte, la Superintendencia de Pensiones establece una serie de riesgos que inciden en el monto de la futura pensión, entre los cuales destaca el asociado a la toma de decisiones. Considerando la dificultad en predecir el desempeño del mercado y la escasa información financiera de gran parte de los afiliados, una gestión activa en torno a la elección del fondo de pensiones representa un riesgo relevante. En este sentido, el esquema de asignación por default trata de reducir dicho riesgo.

De acuerdo a información del ente regulador respecto de afiliados que se cambiaron de fondo al menos una vez después de la crisis del 2008 hasta marzo de 2013 (166 mil afiliados con 450 mil cambios) se concluye lo siguiente: asumiendo una estrategia estática (fondo de origen), el 45,7% de los afiliados obtuvo un mayor retorno cambiándose de fondo; mientras que asumiendo una estrategia por defecto (asignación según edad), sólo el 19,9% obtuvo un retorno mayor cambiándose de fondo. Los resultados del análisis se presentan en el Cuadro N° 2.

**Cuadro N° 2: Análisis de resultados de decisiones activas en la elección de fondos (2008 - 2013)**

Estrategia	Retorno obtenido	N° de afiliados	%
Estática	con cambio < sin cambio	90.584	54,3
	con cambio > sin cambio	76.271	45,7
	Total	166.855	100
Default	con cambio < con default	133.734	80,1
	con cambio > con default	33.121	19,9
	Total	166.855	100

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

### 3. SIMULACIÓN DE RENTABILIDADES SEGÚN ESTRATEGIA DE TRASPASOS

Con la finalidad de comparar la significancia de saber escoger el fondo correcto, se crean dos portafolios hipotéticos, llamados "Máximo" y "Mínimo", que permiten traspasarse de fondo de forma ilimitada y cambiarse a la alternativa que reporta la mayor y peor rentabilidad en ese mes respectivamente (gestiones con timing perfecto y peor timing posible respectivamente). Además se incorpora tres portafolios, uno llamado "Informado", siguiendo sólo dos traspasos desde la fecha base en función de información relevante del mercado, cuyo primer hito es el rescate de FannieMae y Freddie Mac en julio de 2008, donde se pasa del fondo Tipo A al Tipo E, mientras que el segundo hito es la recuperación de la economía internacional a comienzos de 2009 tras los múltiples planes de rescate por parte de los sistemas bancarios centrales de EEUU y Europa (Fed y BCE respectivamente), volviendo al fondo Tipo A en abril de ese año. Un segundo fondo llamado "Desinformado", siguiendo de forma diferida la información anterior. Y un tercero denominado "Rezagado", que se traspasa al mensualmente al fondo de pensiones que mejor rentó en el período previo.

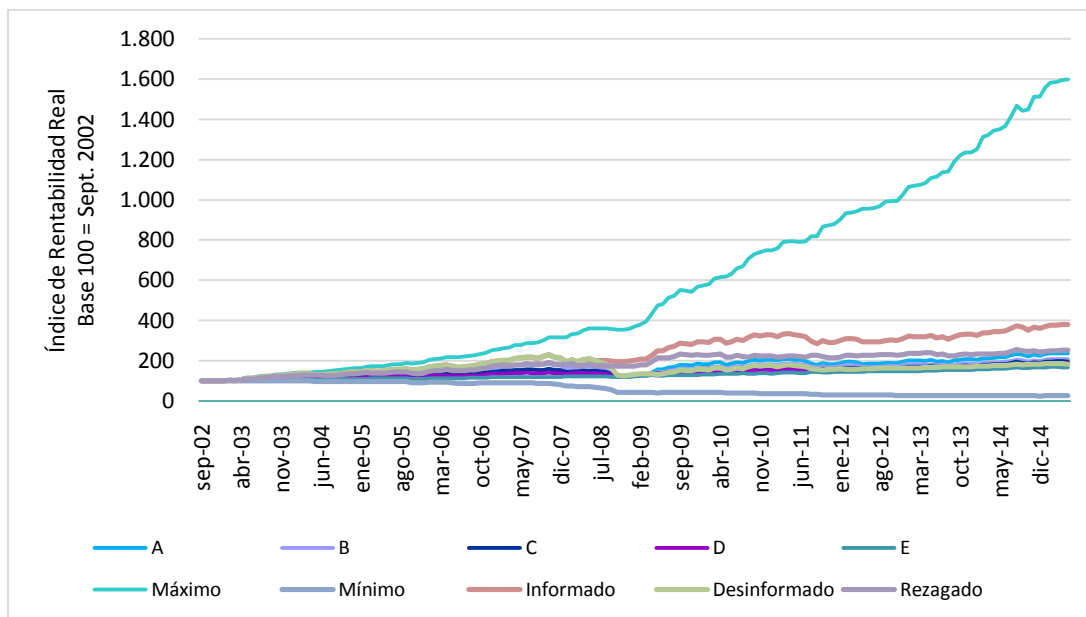
Según los datos, al invertir 100 unidades en cualquiera de los multifondos se obtienen ganancias a mayo de 2015, siendo el fondo Tipo A el mayor con 237 unidades, y el más bajo el fondo Tipo E con 165. Del mismo modo, considerando los tres portafolios adicionales se observa una gran diferencia en los retornos, lográndose 380 unidades en el portafolio "Informado", 182 en el "Desinformado" y 252 en el "Rezagado". Los resultados se presentan en el Gráfico N° 6, destacando la relevancia que implica un traspaso de fondos oportuno, ya que la rentabilidad puede representar casi el 80% del saldo acumulado al momento de pensionarse.

Como alternativa de inversión a largo plazo, los multifondos destacan por sus buenos resultados, superando las expectativas de retorno contempladas en su inicio, así como la posibilidad de elegir la alternativa de acuerdo a las preferencias de riesgo de cada afiliado. Si se toma como base 100 el mes de septiembre de 2002, todos los fondos poseen resultados positivos, pero existe una gran diferencia si se sabe escoger la alternativa correcta.

Mediantes las simulaciones anteriores se evidencia la lógica de los fondos de pensiones según los diferentes niveles de riesgo. Al respecto, un mayor riesgo se asocia con un retorno esperado superior,

comparando las rentabilidades y volatilidades del Cuadro N° 3. Desde la implementación del sistema de multifondos hasta mayo de 2015 el fondo tipo A es el que más veces ha obtenido la rentabilidad real mensual más alta, con el 55% de los casos, seguido del fondo tipo E con el 38%.

**Gráfico N° 6: Índice mensual de rentabilidad real según tipo de estrategia (sep. 2002-may. 2015)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

**Cuadro N° 3: Índice mensual de rentabilidad real, estadística descriptiva (sep. 2002-may. 2015)**

	A	B	C	D	E	Máximo	Mínimo	Informado	Desinformado	Rezagado
Promedio	0,64%	0,52%	0,46%	0,41%	0,34%	1,86%	-0,89%	0,93%	0,45%	0,64%
Desv. Estándar	0,0370	0,0267	0,0178	0,0111	0,0091	0,0197	0,0262	0,0297	0,0329	0,0231
Varianza	0,1372	0,0711	0,0317	0,0124	0,0083	0,0390	0,0689	0,0885	0,1086	0,0532
Máximo	9,50%	6,47%	4,25%	2,90%	3,40%	9,50%	2,67%	9,50%	7,22%	9,50%
Mínimo	-21,28%	-14,25%	-8,00%	-4,00%	-2,81%	-2,81%	-21,28%	-9,60%	-21,28%	-6,31%
Base 100	237	208	196	183	165	1.600	24	380	182	252
Rent. Anualizada	7,97%	6,40%	5,64%	4,99%	4,10%	24,74%	-10,19%	11,68%	5,57%	7,95%

Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración CIEDESS.

Asimismo, se puede estimar la rentabilidad promedio de las opciones de traspasos por edad para quienes no optan por algún fondo. Considerando las rentabilidades históricas de los multifondos a abril de 2013, se proyecta el ciclo laboral de un afiliado promedio y los resultados de su futura pensión. Si bien la rentabilidad promedio de la estrategia por defecto (Contrato Básico) es inferior a la del Contrato

Ampliado, en la primera se obtiene un saldo final mayor, ya que en los últimos años la rentabilidad de un fondo con rentabilidad esperada más alta -fondo D en vez del E- compensa el aporte inicial del fondo A en la opción ampliada. La mayor acumulación de fondos de los últimos años explica estos resultados. Según se aprecia en el Cuadro N° 4, la rentabilidad promedio ponderada por saldo acumulado es superior para el Contrato Básico, así como la tasa de reemplazo asociada.

**Cuadro N° 4: Tasas de reemplazo según estrategia de elección de fondo (montos en UF)**

Estrategia	Rentabilidad promedio		Saldo Acumulado*	Pensión*	Tasa de Reemplazo
	Simple	Ponderada			
<i>Hombres</i>					
Fondo A	6,80%	6,80%	2.822	15,9	86,3%
Fondo B	5,74%	5,74%	2.086	11,8	63,8%
Fondo C	5,14%	5,14%	1.767	10,0	54,0%
Fondo D	4,65%	4,65%	1.548	8,7	47,3%
Fondo E	3,91%	3,91%	1.274	7,2	38,9%
Contrato Básico	5,24%	4,92%	1.735	9,8	53,1%
Contrato Ampliado	5,42%	4,74%	1.717	9,7	52,5%
<i>Mujeres</i>					
Fondo A	6,80%	6,80%	1.976	8,4	46,7%
Fondo B	5,74%	5,74%	1.521	6,5	36,0%
Fondo C	5,14%	5,14%	1.318	5,6	31,2%
Fondo D	4,65%	4,65%	1.175	5,0	27,8%
Fondo E	3,91%	3,91%	992	4,2	23,5%
Contrato Básico	5,25%	4,92%	1.297	5,5	30,7%
Contrato Ampliado	5,45%	4,74%	1.285	5,5	30,4%

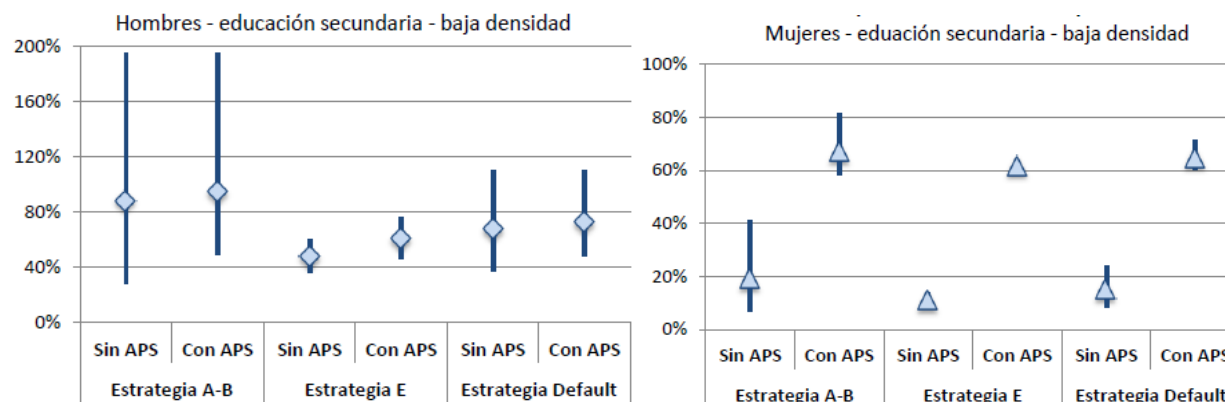
(\*) A la edad legal de jubilación, 60 años para las mujeres y 65 años para los hombres.

Supuestos: Aportes desde los 20 años de edad, densidad de cotizaciones del 60%, ingreso imponible de 10 UF, incremento salarial anual de 2% hasta los 50 años, tablas de mortalidad RV-09 y B-06y grupo familiar compuesto por cónyuge 2 años menor para el caso de hombres y 2 años mayor para el caso de mujeres.

Elaboración CIEDESS.

De igual forma, datos de la Superintendencia de Pensiones muestran una situación favorable para la estrategia por defecto frente a fondos conservadores, aunque con una dispersión mayor dada la mayor volatilidad de los fondos escogidos (ver Gráfico N° 7). Los fondos riesgosos, tipo A y B, obtendrían una mayor pensión estimada, pero el tope mínimo posible es inferior al de las alternativas conservadoras. El aporte del Pilar Solidario es fundamental para los afiliados de menores ingresos, especialmente para las mujeres, estableciendo en cierta forma una cota inferior para las prestaciones.

**Gráfico N° 7: Dispersión de tasas de reemplazo según estrategia de elección de fondos**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

## 4. CONCLUSIONES

El problema que existe con gran parte de los traspasos es el rezago en la operación, es decir, que se efectúan una vez que se produjo el alza o caída. Adicionalmente, se trata principalmente de afiliados que regresan a su fondo de origen, por lo que sufren un importante deterioro en sus saldos.

No debe usarse los fondos de pensiones con fines especulativos, por lo que la recomendación es siempre invertir en el fondo cuyo período de retorno esté alineado con nuestro perfil de jubilación, es decir, quienes estén más próximo a jubilar deben pensar en invertir en fondos más conservadores; mientras que los jóvenes pueden apostar con mayor tranquilidad en el A o B, ya que tienen un horizonte de retorno más largo y períodos más extensos para recuperarse de eventuales caídas. Las restricciones respecto a la cartera de inversiones y a los plazos de traspasos impiden un buen timing por parte de las Administradoras. No obstante, el timing de mercado pierde relevancia conforme se extiende el período de la inversión, como sucede en los fondos de pensiones.

Como alternativa de inversión a largo plazo, los multifondos destacan por sus buenos resultados, superando las expectativas de retorno contempladas en su inicio, así como la posibilidad de elegir la alternativa de acuerdo a las preferencias de riesgo de cada afiliado.

Además, con el fin de que los ahorros previsionales sean administrados en función del horizonte de inversión de los afiliados y mitigar el riesgo asociado a la toma de decisiones, la normativa establece dos estrategias de traspasos para quienes no han optado a un fondo (asignación por defecto), el Contrato de Traspasos Básico y el Ampliado.

En la medida que las recomendaciones de traspasos sean dadas por un solo actor, la posibilidad de generar impacto es mayor dada la masividad de movimientos (volumen mayor de recursos). Por una parte, quienes permanecen en su fondo debe considerar un efecto negativo, pese a las limitaciones señaladas anteriormente (tope del 5%). Por otra parte, dada su mayor participación en términos relativos al mercado, la renta nacional -tanto fija como variable- se ve afectada por la oferta o demanda generada.

Por último, el régimen de inversiones de las AFP no se vería afectado dada la normativa legal existente, que apunta a la correcta diversificación de cada fondo según su nivel de riesgo. Más que cambios en la

política de inversiones, las AFP realizan ajustes en la distribución de sus inversiones cuando el mercado financiero lo amerita (según sus propias mesas de inversiones) y no por factores de arbitraje o especulaciones de terceros.

#### REFERENCIAS:

- Banco Central: "Informe de Estabilidad Financiera", Segundo Semestre de 2009.
- Berstein, Solange: "Medidas para mejorar mecanismo de traspasos de Fondos de Pensiones", Presentación a Comisión de Trabajo y Previsión Social del Senado, Junio 2013.
- CIEDESS: "Nota Técnica N° 8: Desempeño Financiero de los Multifondos, Análisis de rentabilidad y riesgo", 2010.
- CIEDESS: "Nota Técnica N° 16: Traspasos de afiliados, elección de fondos y timing", 2011.
- CIEDESS: "Nota Técnica N° 33: Asignación de afiliados por defecto y elección activa de fondos de pensiones", 2013.
- Corbo, Vittorio y Schmidt-Hebbel, Klaus: "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile", FIAP, editado por CIEDESS, septiembre de 2003.
- Superintendencia de Pensiones: "Nota Técnica: Objetivo de los Fondos de Pensiones y los Traspasos Frecuentes de Fondo", Junio 2013.
- Superintendencia de Pensiones: "Riesgo financiero, volatilidad e inversiones de los Fondos de Pensiones", Seminario Fundación Chile21, Santiago, abril de 2013.
- Zurita, S., y C. Jara: "Desempeño Financiero de los Fondos de Pensiones", 1999.