

Nota  
Técnica  
Nº 16

**TRASPASO DE AFILIADOS**  
**Elección de Fondos y Timing**

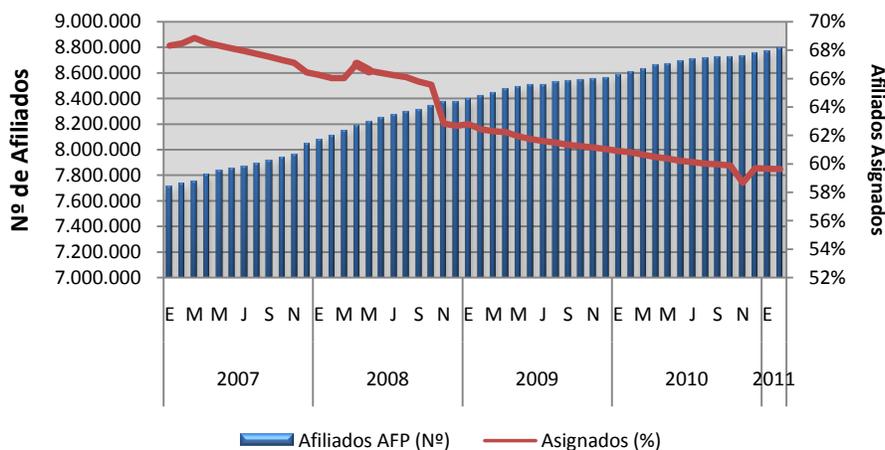
*En tiempos de volatilidad de los mercados y su impacto en las rentabilidades de los fondos de pensiones, es común observar un aumento en los traspasos de los afiliados desde fondos riesgosos hacia conservadores y viceversa. Sin embargo, esta decisión puede convertirse en un grave error considerando el timing de las personas y aprovechar realmente los períodos de mayor rentabilidad. Cabe destacar que la información que se emite es clave, ya que la mayoría de los afiliados al sistema no escoge su fondo y es asignado por defecto.*

**1. Antecedentes**

Durante los últimos años es posible observar un aumento sostenido en el número de afiliados al sistema de capitalización individual (ver Gráfico Nº 1). A diciembre de 2009 el total de afiliados era de 8,56

millones, mientras que al mismo mes de 2010 la cifra fue de 8,75 millones, lo que corresponde a un alza de 2%. A su vez, desde comienzos de los multifondos a febrero de 2011 el aumento es de 34% (6,55 millones a 8,79 millones respectivamente).

**Gráfico Nº 1**  
**Afiliados al Sistema de Capitalización Individual**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración: CIEDESS.

Los elementos que han contribuido a la incorporación de nuevos afiliados son las medidas a favor de la contratación, disminuyendo el empleo informal; la figura del Afiliado Voluntario, creado por la Reforma Previsional e implementado en octubre de 2008 y que a febrero de 2011 ascienden a 45.071 personas; y los esfuerzos por incorporar a los trabajadores independientes, que en la misma fecha anterior llegaron a 356.763.

Cabe destacar que de las personas afiliadas al sistema al inicio de los multifondos, 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 23º del DL Nº 3.500.. A su vez, a febrero de 2011 los afiliados que optan por su fondo

representan el 40% y el restante 60% es asignado (ver Gráfico Nº 1).

Asimismo, a partir del primero de agosto de 2010, se incorporó un mecanismo adicional al Contrato básico de contratos futuros para ejercer el derecho a elegir los fondos de pensiones en los que se desean mantener los recursos. La nueva opción contempla la misma asignación por defecto mencionada anteriormente, agregando los Fondos Tipo A y Tipo E, la 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.

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 Nº 1.

**Cuadro Nº 1**  
**Contratos de traspasos futuros**

	Tramo de edad				
	Hombre Mujer	Hasta 30	31 a 35	36 a 55	56 a 60 Desde 61
Fondo A					
Fondo B					
Fondo C					
Fondo D					
Fondo E					

 = Contrato Básico.  
 = Contrato Ampliado.

Elaboración: CIEDESS en base a la normativa vigente.

La cuenta de capitalización individual de cotizaciones obligatorias debe estar siempre en una misma AFP, aún cuando se haya distribuido su saldo en dos Tipos de fondos de pensiones. Además, los afiliados hombres hasta 55 años y las mujeres hasta 50 años de

edad, tienen la alternativa de optar por cualquiera de los multifondos. Por otra parte, los afiliados hombres desde los 56 años y las mujeres desde los 51 años de edad, respecto del saldo de su cuenta de capitalización individual de cotizaciones

obligatorias, cuenta de capitalización individual de afiliado voluntario y cuenta de ahorro de indemnización, no pueden optar por el fondo Tipo A. Sin embargo, esta restricción no corre en el caso que se mantengan recursos en otras cuentas personales (Cotizaciones Voluntarias, Depósitos Convenidos, APV Colectivo y Cuenta de Ahorro Voluntario).

➤ ***Cambio de Fondo en la misma AFP***

La AFP, al momento de recepcionar el formulario 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 Nº 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

<sup>1</sup> De acuerdo a la Circular 1.540, capítulo 10, Nº 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.

**Ejemplo Nº 1**  
**Traspaso de Fondo en misma AFP iniciado el 1º de Abril de 2011**



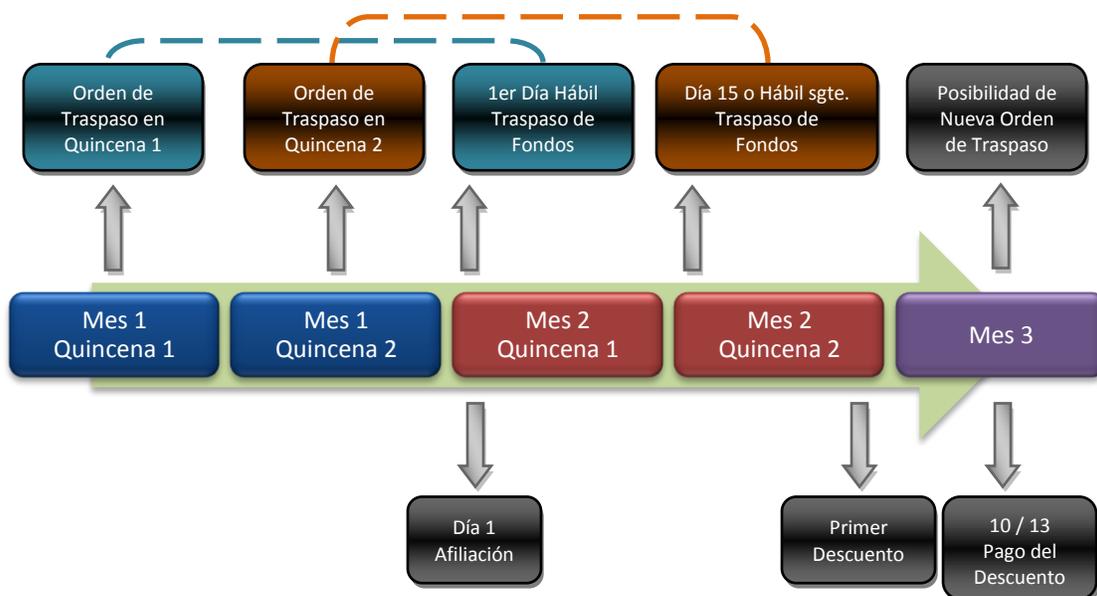
Elaboración: CIEDESS en base a la normativa vigente.

➤ **Traspaso a otra AFP**

Quando 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 Nº 2 se exponen las principales fechas de este tipo de traspaso.

**Ejemplo Nº 2**  
**Traspaso a otra AFP**



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.

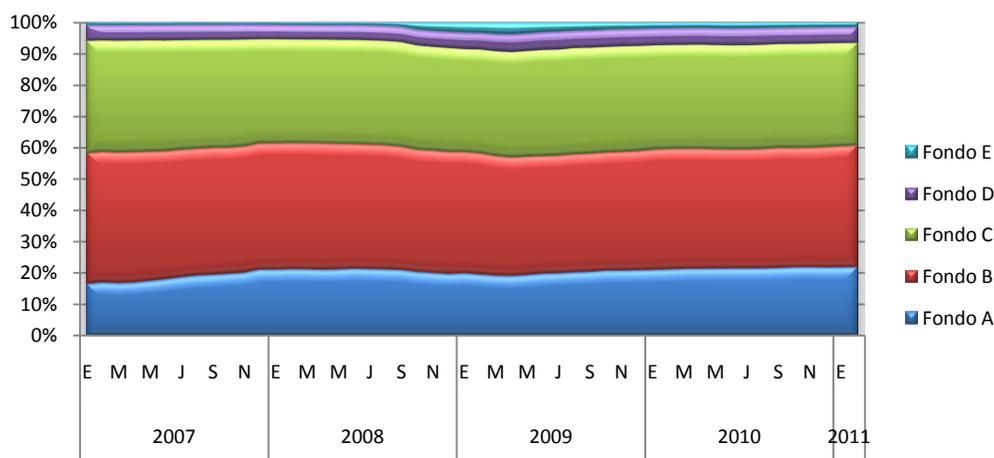
## 2. Timing de Traspasos

En el Gráfico Nº 2 se presenta la distribución de los cotizantes según el Tipo de Fondo de Pensión, destacando el mal *timing* de estos, debido a que no es posible predecir el retorno esperado del mercado ni los cambios de volatilidad, reaccionando de forma tardía.

Si se analiza la distribución de los cotizantes respecto al Tipo de Fondo al que se pertenece, es posible observar una relación con los resultados bursátiles, aunque con un desfase respecto a los acontecimientos. Los fondos más conservadores, Tipo C, D y E, aumentan su proporción durante el período pre crisis y a fines de 2008 y comienzos de 2009, mientras que durante el pleno desarrollo de la crisis y a partir de fines de 2009 ocurre el efecto contrario, aumentando la participación de los Fondos más riesgosos, Tipo A y B. Lo anterior también se repite si se consideran los afiliados al sistema.

La guía de estos resultados es la visión de largo plazo que se mantiene sobre las inversiones de los fondos. A febrero de 2011 un 22%, 39%, 33%, 5% y 2% cotizaba en los Fondos Tipo A, B, C, D y E respectivamente.

**Gráfico Nº 2**  
**Distribución de Cotizantes por Tipo de Fondo**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración: CIEDESS.

El timing es una medida de desempeño que busca ver la habilidad que posee el cotizante de anticiparse a las variaciones del mercado y ajustar el portfolio de acuerdo a ello. Es posible tener un riesgo mayor durante

subidas del mercado y un riesgo menor durante caídas de éste, aprovechando los períodos de expansión y siendo conservador en los de recesión. Esta medición se aplica generalmente a los administradores

Considerando que los cotizantes son inversores más bien pasivos y que existen limitaciones al traspaso inmediato de los fondos, el timing se aplica generalmente a las Administradoras. Sin embargo también existen limitaciones de inversión y movilidad, ya que los resultados están en función de las regulaciones y límites de instrumentos propios del sistema, lo que no deja espacio para adelantarse a los eventos.

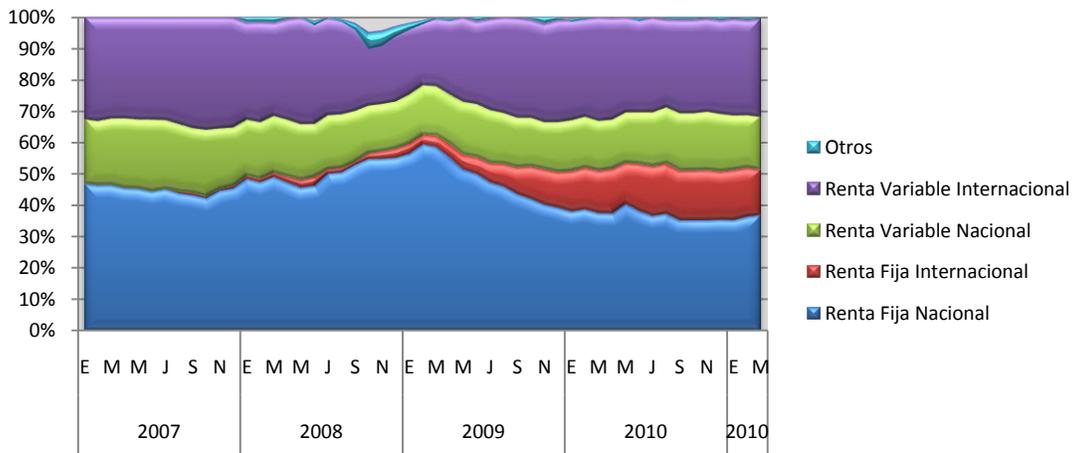
Expandiendo esta medición a las AFP, los resultados muestran un timing negativo en todos los fondos, es decir, los resultados siguen el mismo ritmo que el mercado, si el mercado sube los fondos también y viceversa. Por lo tanto los administradores no son capaces de predecir cuándo los mercados van a caer, de este modo se producen las variaciones del tipo de instrumentos adquiridos.

El sistema establece límites de inversión para la conformación del portfolio para cada fondo, los que son fijados por el DL Nº 3.500 o en el Régimen de Inversiones. Los límites

se aplican por instrumento o grupos de instrumentos y por emisor, con los objetivos de lograr una diversificación adecuada, evitar que el fondo de pensiones adquiera un peso significativo en las decisiones de cierto emisor y controlar la exposición en instrumentos riesgosos. Así se cumple el objetivo definido en el artículo 45º del DL Nº 3.500, que es *lograr una adecuada rentabilidad y seguridad*.

Respecto a lo anterior, los límites de mayor importancia son los que dan sentido al sistema de multifondos, es decir, límites estructurales sobre renta variable y fija. La cartera de inversiones de acuerdo a estos límites y diferenciados por renta nacional e internacional para la totalidad del sistema se presenta en el Gráfico Nº 3, observándose los cambios de cartera en línea con los acontecimientos económicos y regulada bajo las posibilidades de inversión. Se aprecia una proporción protagonizada por la renta fija nacional, la que se acrecentó en períodos de mayor volatilidad, dada la crisis financiera, así como importantes ajustes en la inversión en el exterior.

**Gráfico Nº 3**  
**Diversificación de Cartera de los Fondos de Pensiones**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
 Elaboración: CIEDESS.

### 3. Efectos del Traspaso

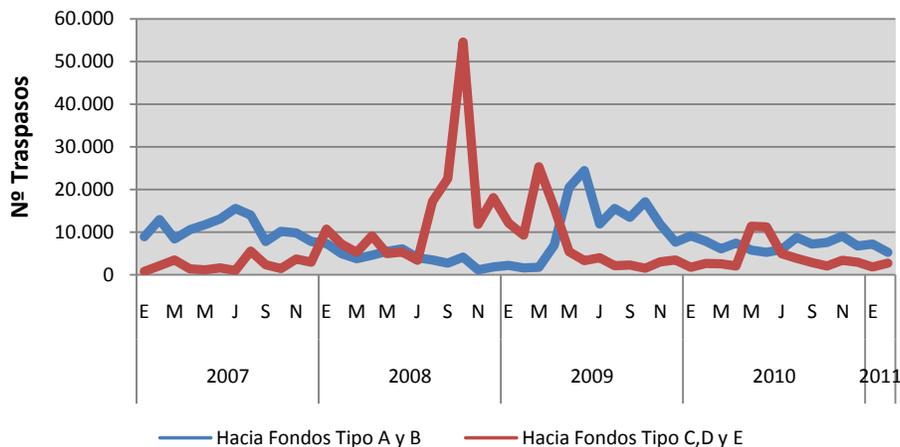
Pese al mal desempeño en el timing de mercado por razones estructurales, existe un contraste con el positivo resultado en cuanto a la dirección de la inversión de los multifondos, o sea, hacia el cotizante “común”.

El timing de mercado es primordial para los operadores de corto plazo, pero va perdiendo importancia conforme se extiende el plazo de la inversión, como sucede en los multifondos. Por tal motivo, para el afiliado medio es más importante que sus fondos estén bien diversificados en vez de predecir

el mercado. En este sentido se pone especial atención a los afiliados que acentúan las fluctuaciones en plazos que no corresponden a su inversión, como efectuar un cambio de fondo por el mal resultado en la rentabilidad de un mes en particular.

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 Nº 4 se presenta la cantidad de traspasos de afiliados desde fondos conservadores hacia riesgosos y viceversa.

**Gráfico Nº 4**  
**Traspasos de Afiliados**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
Elaboración: CIEDESS.

Aquellos afiliados que ejercieron un traspaso desde un fondo riesgoso a uno conservador hacen efectiva su pérdida al vender a un valor cuota inferior. Por ejemplo, si se consideran los datos punta del Gráfico Nº 4 (mayores traspasos a los dos 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 a valor cuota de 18.800. Si bien obtuvo ganancia por parte del fondo conservador, éstas se revierten al volver al fondo riesgoso.

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 noviembre de 2002, todos los fondos poseen resultados positivos, pero existe una gran diferencia si se sabe escoger la alternativa correcta.

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. Además se incorpora un portafolio llamado Informado, siguiendo sólo dos traspasos desde la fecha base, siguiendo información relevante del mercado<sup>2</sup>, cuyo primer hito es el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac en julio de 2008<sup>3</sup>, 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.

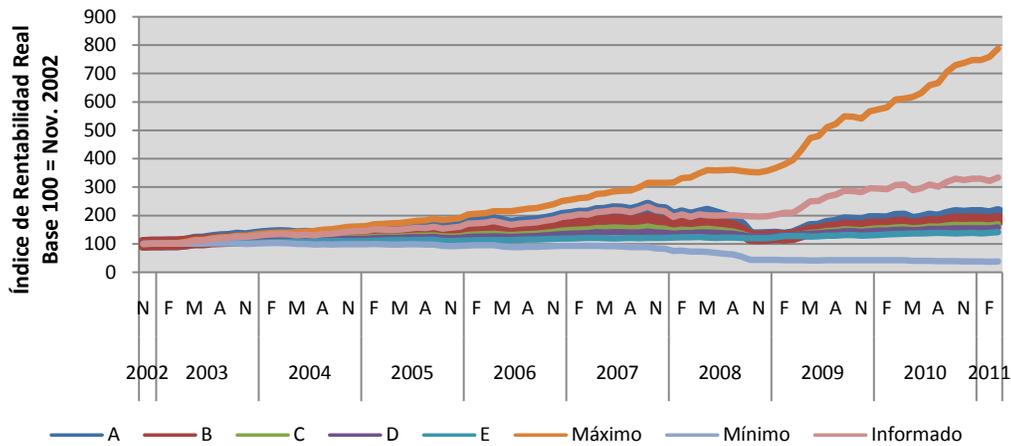
Según los datos, al invertir 100 unidades en cualquiera de los multifondos se obtienen ganancias a marzo de 2011, siendo el fondo Tipo A el mayor con 208,4 unidades, y el más bajo el fondo Tipo E con 141. Del mismo modo, considerando los tres portafolios

hipotéticos se observa una gran diferencia en los retornos, lográndose 787,5 unidades en el portafolio Máximo, 333,5 en el Informado y 36,8 en el Mínimo. Los resultados se presentan en el Gráfico Nº 5, 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.

<sup>2</sup> Se consideran eventos importantes con el propósito de que un inversor medianamente informado pueda ser capaz de distinguir la alta volatilidad y proteger sus Fondos de Pensiones.

<sup>3</sup> En julio de 2008 el Sistema de Reserva Federal de EEUU (FED) se ve obligada a rescatar a las dos principales entidades hipotecarias de aquel país, Fannie Mae (Asociación Federal de Hipotecas Nacionales) y Freddie Mac (Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda), considerada la mayor nacionalización de la historia, con un costo al erario público de cerca de US\$ 200.000 millones.

**Gráfico Nº 5**  
**Índice de Rentabilidades**

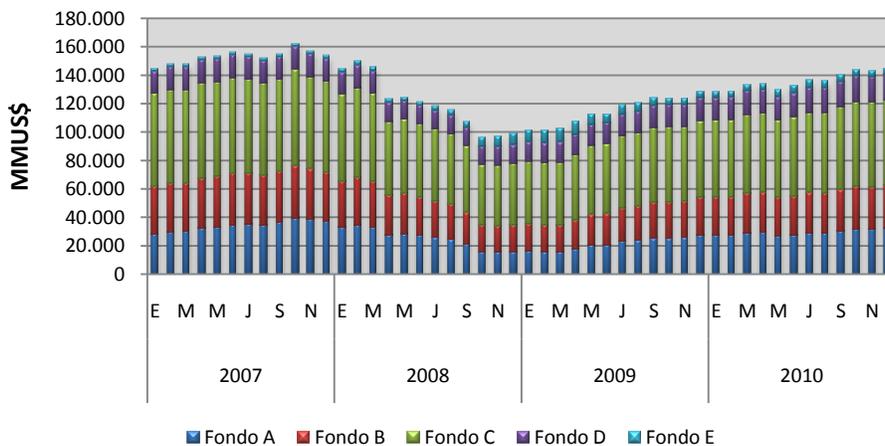


Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
 Elaboración: CIEDESS.

Otro efecto de importancia en los traspasos de afiliados es el impacto sobre los portafolios de los Fondos de Pensiones. Como se expuso en el Gráfico Nº 3, 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 a US\$ 95.891 millones en octubre de 2008, fecha en que comienzan a aumentar, lo que equivale a una caída de 41% (ver Gráfico Nº 6). Estos cambios se debieron tanto a gestiones de administración de cartera por parte de las Administradoras como al alto traspaso de los afiliados hacia fondos más conservadores.

**Gráfico Nº 6**  
**Valor de los Fondos de Pensiones**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.  
 Elaboración: CIEDESS.

De acuerdo a un informe del Banco Central<sup>4</sup>, 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. 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 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 Nº 4). 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 marzo de 2011 la cifra es de 8,4%. 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. Los activos de las AFP en renta variable internacional no son lo suficientemente grandes como para incidir en las bolsas de los respectivos países.



### Bibliografía y Lectura Recomendada

- Crisis de las hipotecas subprime, Wikipedia.
- Desempeño Financiero de los Fondos de Pensiones, Salvador Zurita y Carlos Jara, 1999.
- Desempeño Financiero de los Multifondos: Análisis de rentabilidad y riesgo, Christopher Clavero, Nota Técnica Nº 8, CIEDESS, agosto 2010.
- Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile, Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel, FIAP, editado por CIEDESS, septiembre de 2003.
- Modernización de la Seguridad Social en Chile 1980-2009, CIEDESS, diciembre 2010.
- Recuadro III.1: Impacto de los traspasos de afiliados sobre los cambios en los portafolios de los fondos de pensiones, Informe de Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile, Segundo Semestre de 2009.

<sup>4</sup> Informe de Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile, Segundo Semestre de 2009.