

Primeros meses de 2018:

## Grupos de Afiliados Aplican Estrategias De Mayor Riesgo en Cambio de Fondos

---

- Destaca el alto número de cambios de fondos, probablemente movilizados por las rentabilidades de meses inmediatamente anteriores y por vaticinios de empresas no reguladas que se dedican a recomendar portafolios.
- En los primeros tres meses se acumulan 640.219 traspasos totales (equivalentes al 45% del registro de 2017). Casi la mitad, 310.521, se registraron sólo en el mes de marzo.
- Del total de afiliados, hay 3.605.207 trabajadores, es decir, 31% del total que están en un fondo que no es el que les corresponde por edad.
- La mayor parte de los que eligen fondos distintos a los que les correspondería por edad, seleccionan fondos de mayor riesgo.
- En los últimos 12 meses la desinversión en renta fija local alcanza 4% equivalentes a aproximadamente US\$8.600 millones que se invirtieron en renta variable extranjera.
- La inversión en Norteamérica se redujo a la mitad en el último año, alcanzando casi US\$16.000 millones, el 17% de la inversión extranjera de los Fondos de Pensiones.

## Introducción

En el contexto de un creciente número de traspasos de fondos en el 2017 y en el primer trimestre de este año, es indispensable que las personas estén conscientes que lo que está en juego es el valor de su pensión. En consecuencia, deben estar en pleno conocimiento del funcionamiento, de las opciones que tiene el Sistema y de los riesgos que se asumen.

Es imprescindible reiterar que el objetivo del ahorro en los multifondos es financiar la etapa del retiro de los afiliados. Es una inversión a largo plazo que debe manejarse de manera diversificada, con riesgos limitados.

Si los afiliados no eligen un multifondo, por voluntad o desconocimiento, sus ahorros obligatorios se destinan a tres alternativas; los fondos Tipo B, C y D, excluyendo los de mayor riesgo como los Tipo A y los de menor riesgo, los E. Si el afiliado nunca elige un fondo transitará por los Fondos B, C y D a lo largo de la vida. Los fondos se diseñaron sobre la base de los ciclos de vida de las personas. En consecuencia, esas fases determinan muy pocos cambios de fondos. Así lo expresan los trabajos realizados por la Superintendencia de Pensiones.

En los últimos años se ha producido un aumento significativo en los cambios de fondos, ya sea con el fin de ganarle al mercado o para contener bajas de precios. Esta es una conducta riesgosa. El rango de riesgos asociado a cambiar de multifondo puede ser mucho mayor que el rango de riesgo de las carteras A y E sin hacer ningún cambio.

## Market Timing

Los especialistas de la Superintendencia son terminantes, y señalan que: “preocupa en el ámbito de los fondos de pensiones la práctica conocida como “market timing”, que es una estrategia en la que los activos financieros son comprados o vendidos de acuerdo a una “predicción” sobre los futuros movimientos que tendrán sus precios en periodos cortos de tiempo”<sup>1</sup>.

Los que recomiendan cambios de fondos, que son empresas no reguladas, deberían tomar en consideración una serie de características relevantes de sus clientes, tales como patrimonio, aversión al

---

<sup>1</sup> Superintendencia de Pensiones: Nota Técnica Objetivo de los Fondos de Pensiones y los Traspasos Frecuentes de Fondo. Junio 2013.

riesgo, horizonte de inversión, presencia o ausencia de otros ingresos vitalicios y necesidades particulares. Una estrategia que intente ganarle al mercado puede ser perfectamente válida, pero conlleva riesgos, y es cuestionable tomar los riesgos asociados a este tipo de estrategia con fondos previsionales de carácter obligatorio cuyo objetivo es financiar una pensión”.

Las estrategias de market timing son similares a “lanzar una moneda al aire”, se concluye. Por lo tanto, tras numerosas repeticiones, su resultado se acercará al 50% de aciertos y 50% de fallas. En una visión más amplia del tema, se debe tener en cuenta que si bien habrá personas favorecidas, otro grupo podría verse afectado negativamente en el monto final de sus pensiones con este tipo de movimientos, lo que dependerá del momento en que comiencen a seguir las recomendaciones de cambios de fondos.

Los asesores previsionales y entidades reguladas deben estar inscritos en el registro conjunto de la Comisión del Mercado Financiero y la Superintendencia de Seguros, estando sujetas a la fiscalización por parte de ambas instituciones, y contar con pólizas de garantía y responsabilidad civil en resguardo de sus clientes, según consta en el Libro V Título VIII del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones. De esta manera la ley protege a los clientes de malos manejos por parte de asesores previsionales *regulados* y es importante considerar que aquellos afiliados que confíen en asesores o entidades no reguladas no cuentan con esta protección.

## **Efectos colaterales**

Adicionalmente preocupan los potenciales efectos en los precios de los activos financieros locales, al experimentar movimientos de gran magnitud. Las alteraciones de los precios podrían afectar no sólo a los afiliados que tienen un horizonte largo de inversión y que, por lo tanto, podrían absorber los efectos transitorios en el valor de sus fondos, sino que también pueden afectar personas que están en ese momento efectuando retiros de dinero o pensionándose y no tienen plazo remanente para recuperarse de estas distorsiones. Más aún, las decisiones de un grupo de afiliados que se cambia frecuentemente de fondo podría llegar a afectar el valor de los ahorros de los afiliados que no se cambian de fondo.

La autoridad, a fin de evitar esos efectos colaterales, reguló los cambios de fondos, de forma que estos se efectuaran con un valor cuota desconocido, de dos días a futuro, lo cual impide que aquellos afiliados que se cambian puedan “arbitrar” el valor de sus fondos. Así, la existencia de un monto máximo diario de cambios de fondo obedece a una lógica de protección de los propios afiliados en situaciones de “torrentes” de cambios que pueden producir alteraciones importantes de precios, los que finalmente podrían impactar negativamente a grupos importantes de afiliados.

## Decisiones de cambios de fondos

El afiliado activo con su ahorro previsional se enfrenta a algunas decisiones relacionadas con sus fondos. La primera es elegir uno de los cinco fondos disponibles, y la segunda, es elegir dos fondos para dividir sus ahorros.

Para tomar decisiones el afiliado debe tener en cuenta que el **horizonte de inversión** del ahorro está marcado por las edades legales de pensión. El eje de tiempo de acumulación abarca entre 35 y 40 años. Además, debe tener en cuenta su **perfil de riesgo**, que va a depender de varios factores, siendo el más importante la tolerancia a los cambios de valor del ahorro por movimientos en los precios de mercado. Se asume que un afiliado joven es más tolerante al riesgo, porque puede compensar parte de la eventual baja de valor que se pueda producir en un momento determinado en su ahorro, sea porque le quedan muchos años de acumulación; o por la vía de un aumento razonable de tiempo de contribución o con ahorro voluntario.

Otros factores a considerar son el **patrimonio, otros ingresos vitalicios** y necesidades particulares. A lo largo del ciclo de vida el perfil de riesgo y el horizonte de inversión cambian lentamente, lo cual coincide con muy pocos cambios de fondo durante la vida laboral.

El ciclo de vida del afiliado está en la base de la asignación por ley de aquellos que no eligen fondo como se aprecia en la **Tabla N°1**.

El afiliado que no manifieste su elección será traspasado de fondo de manera gradual al cumplir la edad de cambio de tramo y el traspaso se realiza de la siguiente manera:

Si afiliado cambia de tramo etario y no manifiesta preferencia de fondo, se trasladará 20% por año de su ahorro al nuevo fondo asignado, mientras el 80% seguirá en el fondo origen hasta que en cuatro años tenga la totalidad de sus ahorros en el nuevo fondo asignado según su edad.

**Tabla N°1: Asignación ahorro obligatorio de quienes no eligen fondo**

Tipo de cuenta	Hombre < 35 años	Hombres entre 36 y 55 años	Hombres > 56 años	Pensionados
	Mujeres < 35 años	Mujeres entre 36 y 50 años	Mujeres > 51 años	
Cotizaciones Obligatorias	Pueden elegir cualquier fondo		Pueden elegir cualquier fondo excepto el Fondo A	Pueden elegir entre los Fondos C, D y E
Cotizaciones Voluntarias			Pueden elegir cualquier fondo	
Si no elige un fondo	Asignado al Fondo B	Asignado al Fondo C	Asignado al Fondo D	Asignado al Fondo D

En cuanto a los afiliados que sí manifiestan su elección por algún fondo para sus ahorros obligatorios, la restricción se produce a los 55 años para los hombres y a los 50 años para las mujeres, quedando excluidos del Fondo A. En el caso de los pensionados por retiro programado, no pueden elegir los Fondos A y B. Las cotizaciones previsionales voluntarias y la cuenta 2 no tienen restricción de elección de fondo.

Considerando la asignación por defecto establecida en la ley y teniendo en cuenta la distribución de los afiliados por fondo, a marzo, en función de las edades, hay trabajadores que se encuentran en fondos que no corresponden a su edad, como se observa en la **Tabla N°2**.

Entre los afiliados jóvenes menores de 35 años hay un 12% que está en fondos **menos riesgosos** de los que tendrían según asignación legal. A medida que avanzan en edad, crece el porcentaje de afiliados que no deberían estar en los fondos de mayor **riesgo**.

**Tabla N°2: Afiliados por edad y Fondo**

	Fondos Riesgosos A y B	Fondos Moderados C	Fondos conservadores D y E	% de los que no están en el fondo recomendado
<b>Afiliados menores de 35 años</b>	<b>3.821.475</b>	251.635	288.774	<b>12%</b>
<b>Hombres entre 35 y 55 años</b>	866.795	<b>1.566.118</b>	264.236	<b>42%</b>
<b>Mujeres entre 35 y 50 años</b>	673.073	<b>1.116.146</b>	170.165	<b>43%</b>
<b>Hombres mayores de 55 años</b>	99.050	397.194	<b>611.905</b>	<b>45%</b>
<b>Mujeres mayores de 50 años</b>	118.297	475.988	<b>791.219</b>	<b>43%</b>

Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Afiliados por fondo al 31 de marzo 2018.

Fondos riesgosos: Fondos Tipo A y B

Fondos Moderados: Fondos Tipo C

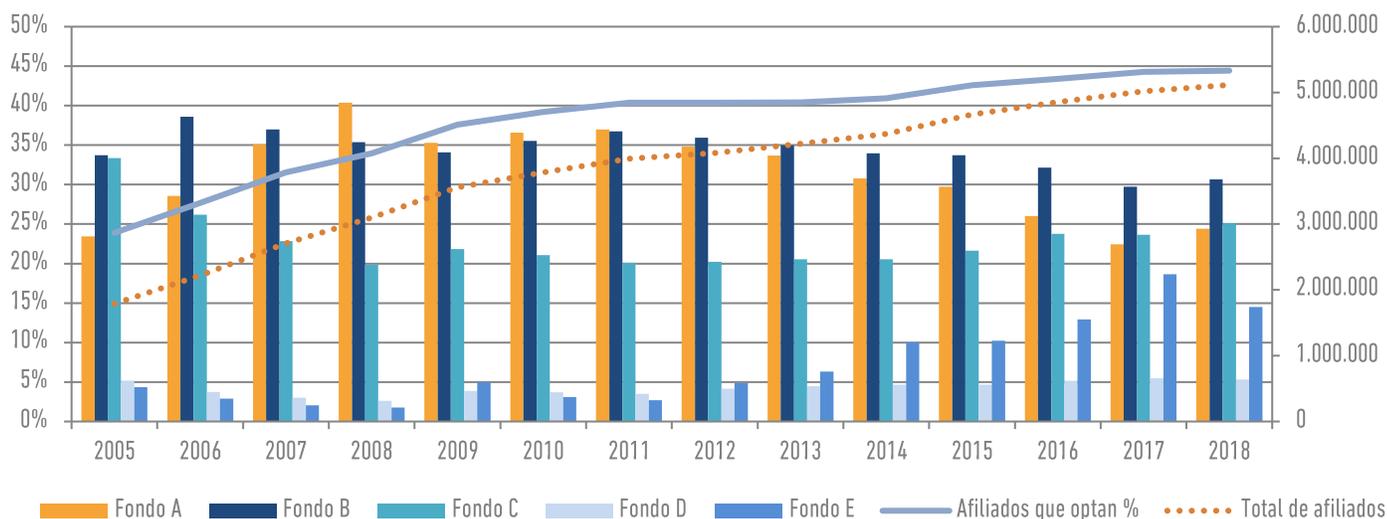
Fondos Conservadores: Fondos Tipo D y E

Del total de afiliados, hay 3.605.207 trabajadores, es decir 31% del total que están en un fondo que no es el que les corresponde por edad.

A marzo de 2018 el 44,3% de los afiliados opta por un fondo, es decir, de los 11 millones y medio de afiliados al sistema de AFP más de 5 millones elige uno de los multifondos para invertir sus ahorros.

Este porcentaje ha tenido un crecimiento explosivo en los últimos años pasando de 23,9% en 2005 a niveles por sobre el 40% desde 2011, como muestra el **Gráfico N°1**. Lo que se explica por un mayor involucramiento y conciencia de la importancia del sistema previsional y cómo las diferencias de rentabilidad entre fondos afectan la pensión futura.

Gráfico N°1: Afiliados que optan  
Por fondo (%)



De Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Afiliados por fondo, sexo y tipo al 31 de marzo 2018.

ase

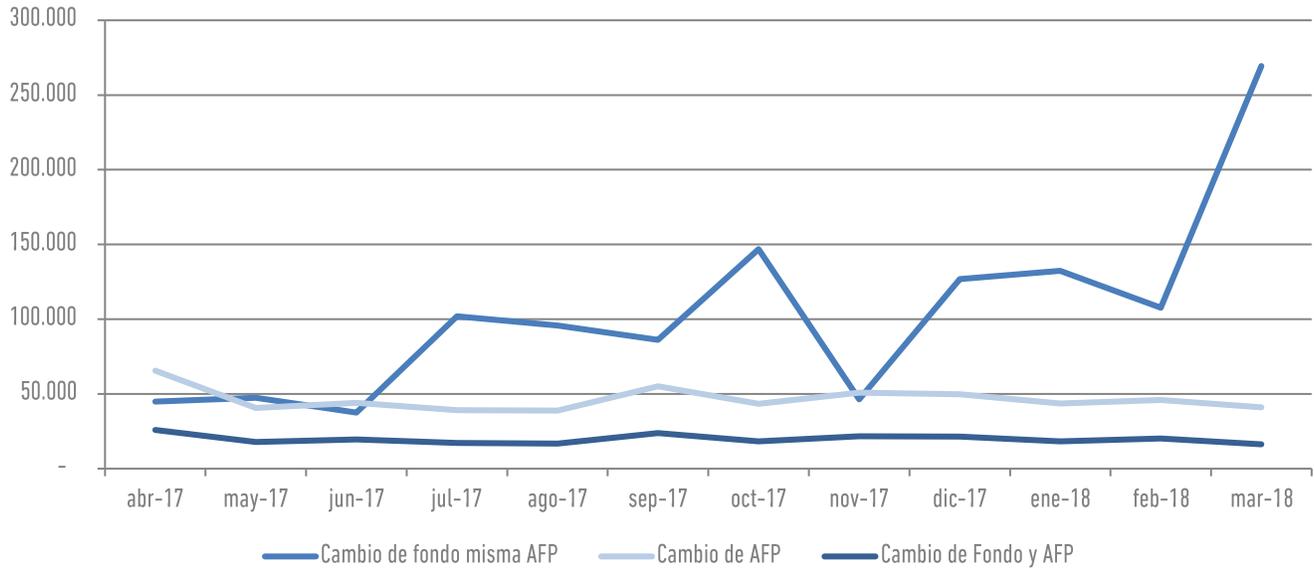
mismo fondo, destacan los cambios en las preferencias a lo largo del tiempo. En 2005 los fondos más escogidos eran los Fondos Tipo B y C, mientras los Fondos Tipo E eran los menos preferidos. Hoy sigue el liderazgo de los Fondos Tipo B y C, pero llama la atención que el Fondo E ha ganado terreno, pasando de captar el 2% de las preferencias en 2007 al 19% de ellas en 2017. Desde 2005 a 2007 se mostró un gran interés por el Fondo Tipo B, que comienza a mermar para dar paso al Fondo Tipo A, situación que vuelve a revertirse a partir de 2011, siendo hoy el Fondo Tipo C el más preferido, lo que muestra una disminución del apetito por riesgo de los afiliados.

El término **traspaso de fondos** se refiere a los cambios de fondo en la misma AFP, a los casos en que hay cambio de AFP y cambio de fondo respecto al de origen. El término **traspasos totales** incluye además de los traspasos de fondos, los cambios a otra AFP al mismo fondo de origen.

Considerando los últimos 12 meses los cambios de fondo dentro de la misma AFP promedian 103.631 al mes; los traspasos de AFP se han mantenido en un nivel estable, promediando casi 47 mil al mes, mientras que en promedio se registran 19.778 traspasos mensuales de fondos y de administradora.

Los traspasos a otros fondos han tenido un crecimiento marcado a partir del segundo semestre de 2017, como se observa en el **Gráfico N°2**.

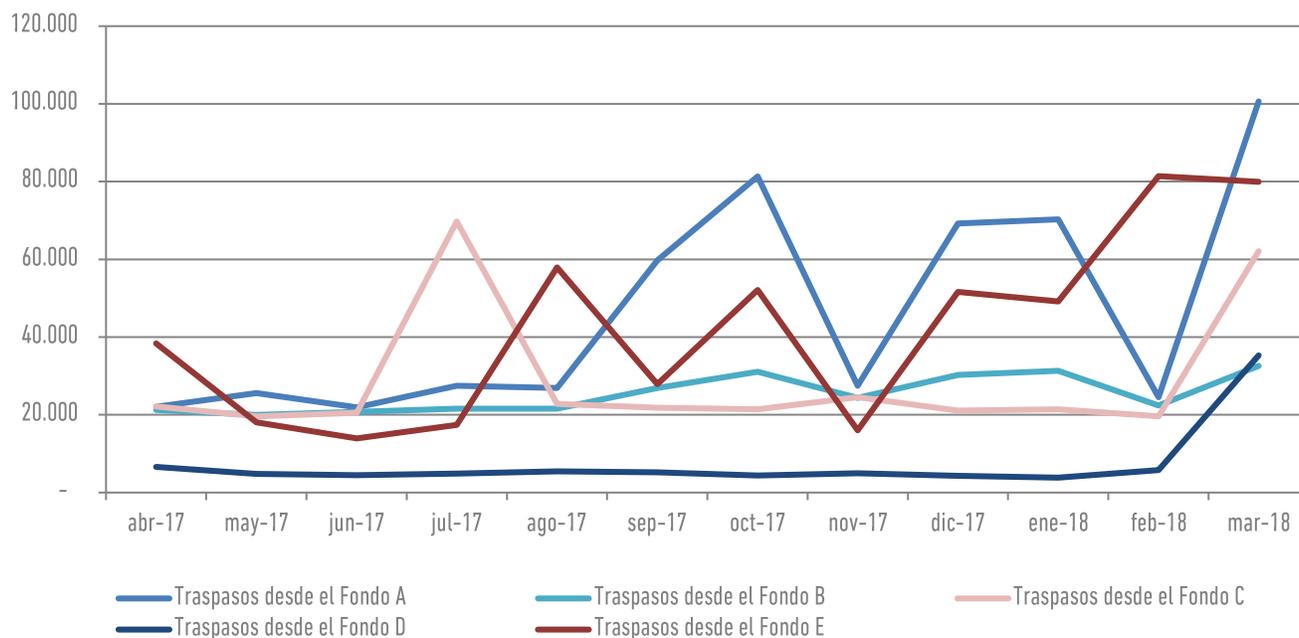
Gráfico N°2: Traspasos totales  
Misma AFP y a otras AFP



Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Traspasos de fondos mensuales.

Analizando los traspasos por fondo, los con mayores salidas en los últimos 12 meses son los Fondos A y E. El mayor éxodo se produjo en el Fondo A durante el mes de octubre, registrando más de 81 mil traspasos como se observa en el **Gráfico N°3**. En el mes de marzo todos los fondos, excepto el Fondo E, tuvieron salidas masivas, las que se explican por los resultados en rentabilidad del mes de febrero.

Gráfico N°3: Traspasos totales por fondo



Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Traspasos de fondos mensuales.

Los movimientos de afiliados entre distintos fondos responden a las rentabilidades de corto plazo, específicamente a las rentabilidades de los fondos durante el mes inmediatamente anterior al cambio. Durante el último mes de 2017 y el primer trimestre del año los resultados en rentabilidad de los Fondos de Pensiones han sido volátiles, en especial los obtenidos por los fondos más riesgosos, como se observa en la **Tabla N°3**. En opinión de especialistas, esto se debe a además de incertidumbre a ajustes de portafolio de los inversionistas a nivel mundial, cuando los mercados han mostrado alzas de precios persistentes en el tiempo, tal como lo muestran los resultados bursátiles del año pasado. La rentabilidad continuó siendo volátil en los meses de abril y mayo, por lo que se podría esperar que continúe la tendencia alcista de los traspasos de fondos.

**Tabla N°3: Rentabilidad real mensual**

Tipo de Fondo	Rentabilidad real mensual					
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
Fondo A	-0,58%	3,91%	-4,66%	-1,23%	1,30%	-0,16%
Fondo B	-0,10%	3,11%	-3,45%	-0,69%	1,02%	-0,17%
Fondo C	0,04%	2,20%	-2,35%	-0,01%	0,71%	-0,37%
Fondo D	0,23%	1,21%	-1,09%	0,33%	0,40%	-0,39%
Fondo E	0,60%	0,41%	-0,13%	0,57%	0,30%	0,25%
<b>Promedio</b>	<b>0,04%</b>	<b>2,22%</b>	<b>-2,33%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>0,76%</b>	<b>-0,22%</b>

Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones.

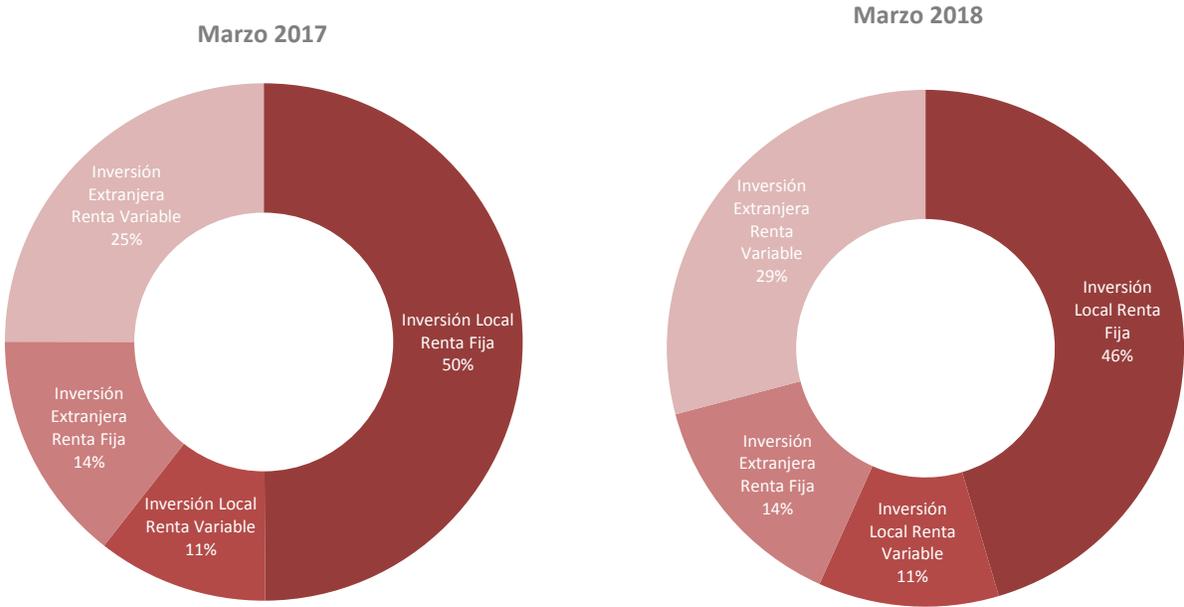
Es muy importante tener en cuenta que no da lo mismo el fondo elegido. En el pasado hemos tenido años en que los resultados han sido negativos y si bien el menor valor se ha recuperado posteriormente, hay que tener en cuenta los años que nos quedan para jubilar para no asumir riesgos que puedan afectar sobremanera nuestra pensión futura. Además, cada afiliado tiene un perfil de riesgo distinto, dependiendo de sus preferencias, por lo que la decisión de en qué fondo estar es personal y debe atender a las características únicas e individuales de cada afiliado, más que a recomendaciones de grupos contrarios al sistema o entidades no reguladas.

# Composición de la cartera

A marzo 2018 los Fondos de Pensiones acumulan activos por \$130.458.648 millones, (US\$215.541 millones), aumentando los fondos respecto del mismo mes del año anterior en 17,9%, equivalentes a \$19.803.342 millones (US\$32.719 millones).

Con el fin de diversificar las inversiones, la cartera varía en el tiempo en su composición de renta fija y variable (Ver **Gráfico N°4**). Comparando la cartera de marzo 2018 con la de hace 12 meses, destaca la desinversión en renta fija local en 4 puntos porcentuales, llegando a 46% en 2018, equivalentes aproximadamente a US\$8.600 millones, igual monto en que aumenta la inversión en renta variable extranjera durante el mismo período. Ex post, sabemos que 2017 fue un buen año para las bolsas mundiales; el índice MSCI rentó 20,4%, impulsado principalmente por los mercados emergentes; el MSCI China durante 2017 fue de 55,31%, mientras que los Bonos reajustables del Banco Central a 4 años aumentaron su tasa en 36 puntos base y los Bonos de Tesorería en pesos aumentaron sus tasas en 25 puntos base, lo que afecta negativamente la cartera de inversiones en renta fija local, vía menor valorización.

**Gráfico N°4: Cartera de inversiones**



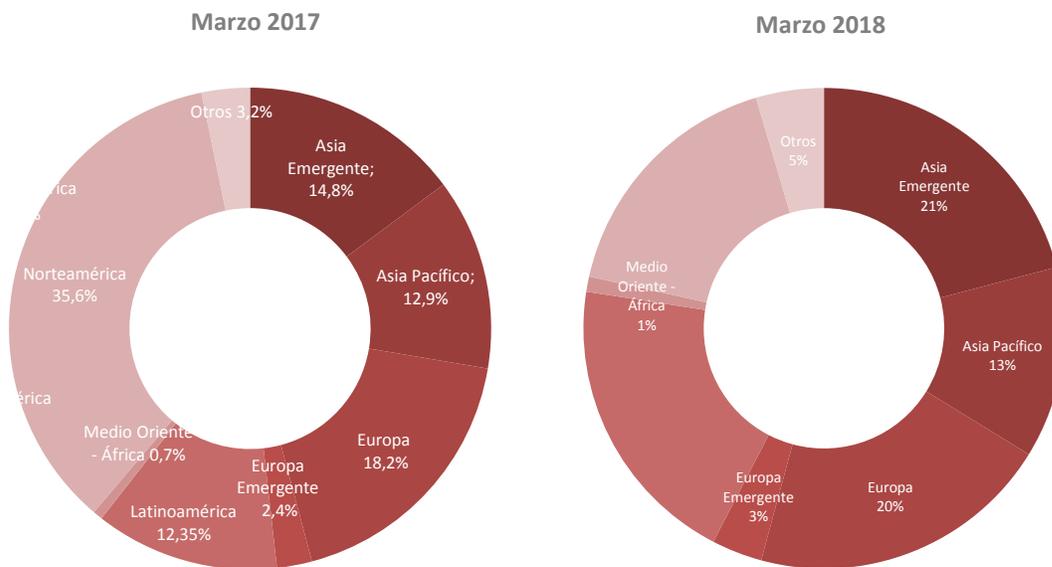
Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Cartera de Inversiones agregada.

## Cartera por zona geográfica y emisor

Desde 1993 los Fondos de Pensiones invierten fuera del país. Ese mismo año la inversión en el exterior representaba 0,57% del total de activos. Al cierre del primer trimestre de 2018 la inversión en el extranjero llega a \$56.357.677 millones (US\$93.113 millones), equivalentes al 43,21% del Fondo de Pensiones, como se observa en el **Gráfico N°5**. De esta cifra 20,9% está invertido en Asia Emergente, mientras que 20,4% está en Europa y 19,83% en Latinoamérica.

En comparación al primer trimestre 2017, la inversión en el extranjero aumentó (en términos reales) \$6.760.340 millones (US\$11.169 millones)

### Gráfico N°5: Cartera de inversiones en el extranjero por área geográfica



Elaboración propia de acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones: Cartera de Inversiones agregada.

Como se observa en el **Gráfico N°5**, la composición de la cartera agregada actual contrasta con la que estaba presente hace 12 meses; la inversión en Norteamérica se redujo a casi la mitad, pasando de US\$29.128 millones a US\$15.812 millones, de 35,6% al 17% de la cartera extranjera. Durante los últimos 12 meses hubo una mayor preferencia por inversiones en Latinoamérica, fondos que aumentaron en \$5.053.529 millones; poco más de US\$8 mil millones, cambio que representa 7,65 puntos porcentuales

(pp) sobre el total de inversión extranjera. En Asia Emergente las inversiones de los Fondos de Pensiones aumentaron \$4.435.976 millones, más de US\$7.300 millones y con un aumento de 6,2 pp respecto al total de la cartera en el extranjero. (Todas cifras en pesos y dólares 2018).

A marzo 2018 el 89,31% de los Fondos de Pensiones en el extranjero estaban invertidos en Fondos Mutuos y de Inversión extranjeros, siendo el principal vehículo de inversión en el exterior. Están de lejos seguidos por la inversión indirecta en el extranjero mediante Fondos Mutuos y de Inversión nacionales con el 5% y las empresas extranjeras que captan el 3% de las inversiones en el exterior. En términos reales el mayor aumento lo tuvo la inversión en empresas extranjeras, pasando de \$675.745 millones (US\$1.116 millones) a \$1.675.251 millones (US\$2.768 millones) lo que representa un aumento de 148%. También destaca la desinversión en Estados extranjeros que fue de \$ 1.889.394 millones (US\$3.121 millones) equivalentes a una disminución del 61% respecto a la cartera de marzo 2017.

En cuanto a la inversión directa en empresas extranjeras a marzo 2017 eran 27 las compañías en las que invertían los Fondos de Pensiones, cifra que aumentó a 45 en marzo 2018. La empresa Petróleos Mexicanos (PEMEX) sigue manteniendo el primer lugar, aunque con una menor importancia relativa, pasando de 19% al 13% de la inversión directa en empresas extranjeras. En el segundo lugar se encuentra la Comisión Federal de Electricidad, empresa estatal mexicana, que le arrebató el puesto a la también mexicana América Móvil, que se situaba en el segundo lugar en 2017.

Con respecto a la inversión en Estados nacionales en 2017 los Fondos de Pensiones en el extranjero invertían en títulos de 9 Estados distintos, cifra que se redujo a 7 en 2018, por la desinversión en bonos de España y de Colombia. También se registraron cambios en el ranking de Estados con los mayores montos de inversión. A 2017 la inversión en títulos estadounidenses representaba el 50% de los poco más de US\$4.500 millones en Estados extranjeros, mientras los títulos mexicanos tenían el segundo lugar, con el 46%. En 2018 la situación se invirtió, pasando los títulos mexicanos a representar el 88% de los casi US\$2.000 millones en Estados extranjeros, y los bonos estadounidenses llegaron solo al 11%.

Otra variable que incide en la volatilidad de los precios de activos en los que invierten los Fondos de Pensiones dice relación con la normalización financiera en las que están inmersas las economías norteamericanas, europeas y de Japón. Las tasas de los bonos de gobierno a 10 años comenzaron a subir y hasta ahora no existe claridad sobre la velocidad que tendrán estos procesos.

## Multifondos: Alternativas de Elección

El sistema Multifondos opera desde septiembre de 2002, dando la posibilidad a los afiliados de poder escoger un fondo donde invertir sus ahorros previsionales.

Existen cinco alternativas de inversión, diferenciadas por sus combinaciones de riesgo/retorno producto de los distintos porcentajes de inversión en renta fija y variable. Desde el fondo A que puede alcanzar hasta un 80% con un mínimo de 40% de inversión en renta variable, proporción que va disminuyendo en los fondos B, C, D y E, teniendo el último un tope máximo de 5% en renta variable.

El objetivo de los Multifondos es ajustarse a los distintos perfiles de riesgo de los afiliados, dándoles la libertad de optar entre fondos. Como es una opción y no una obligación, en caso de no elección, la Ley asignará entre los fondos B, C o D que corresponda según la edad del afiliado. Es importante destacar esto último, ya que los afiliados en los fondos A y E, están en ellos solo por elección propia y los movimientos hacia esos fondos revelan solo preferencia y aversión al riesgo.

El ahorro de los Fondos de Pensiones, así como el incremento de éste gracias a la rentabilidad, es de exclusiva propiedad de los trabajadores. Las AFP no se apropian de ningún peso. Los ingresos de las AFP provienen de las comisiones que cobran por la administración de los fondos.

**Nota 1:** Los valores están en dólares al 31 de marzo 2018.

**Nota 2:** Los aumentos en pesos o dólares de la inversión están en pesos y dólares a marzo 2018 así como también la equivalencia de puntos porcentuales a dólares.

Importante: Los comentarios y afirmaciones de este documento deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional y bajo ninguna circunstancia pueden ser considerados como una recomendación que reemplace la evaluación y decisión personal, libre e informada de los afiliados.

La información de este Boletín puede ser reproducida por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación de AFP

Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile.

Fono: (56 - 2) 2 935 33 00 E-mail: alopez@aafp.cl Website: www.aafp.cl