

# Documento de Trabajo N° 69

## Evolución y desempeño individual de los cambios de fondos en el Sistema de Pensiones

Marzo 2022

### Documento elaborado por

**Olga Fuentes Contreras**

*Jefa Unidad de Proyectos Estratégicos y Asuntos  
Internacionales*

**Eugenio Salvo Cifuentes**

*Analista Senior Departamento de Investigación  
División Estudios*

**Cristian Hernández Fuentes**

*Analista Departamento de Investigación  
División Estudios*

# Evolución y desempeño individual de los cambios de fondos en el Sistema de Pensiones<sup>1</sup>

**Abstract:** *Los cambios de fondos han aumentado de manera significativa en los últimos años, con cifras récord durante el 2020, año que evidenció más de nueve millones de traspasos de cuentas obligatorias con volúmenes acumulados equivalentes a casi el 80% del valor de los activos totales administrados. La mayoría de los traspasos que se observan en el período, tanto en cantidad como en montos, son desde el fondo Tipo A al fondo tipo E y viceversa. Destaca como resultado que un elevado porcentaje de los afiliados que ha realizado cambios de fondos en el periodo 2014-2021 evidenció un peor desempeño versus los benchmarks considerados. En efecto, el 77,5% y el 72,3% de los afiliados que ha realizado traspasos ha tenido un peor desempeño en su estrategia que si se hubiera quedado en el fondo original o en la estrategia por defecto, respectivamente. Respecto al desempeño financiero de la estrategia de cambio de fondos elegida por el afiliado, se observa que en promedio, la rentabilidad acumulada de los afiliados que cambiaron sus fondos fue 6,2% menor que la que hubiesen obtenido de haber seguido la estrategia por defecto y de 10,1% inferior en relación a haberse mantenido en el fondo donde se encontraban inicialmente.*

**Palabras claves:** *Household Finance, Pension Savings, Investment Performance, Investment decisions*

**Clasificación JEL:** G11, G5, D14

---

<sup>1</sup> Olga M. Fuentes, Superintendencia de Pensiones, Chile, E-mail: ofuentes@spensiones.cl  
Cristian Hernández, Superintendencia de Pensiones, Chile, E-mail: cahernandez@spensiones.cl  
Eugenio Salvo, Superintendencia de Pensiones, Chile. E-mail: esalvo@spensiones.cl

## 1. Introducción

Los Fondos de Pensiones tienen como objetivo financiar pensiones, siendo por ello una inversión de largo plazo. El afiliado puede seleccionar qué tipo de fondo está más acorde a su horizonte de inversión y perfil de tolerancia al riesgo. Una estrategia de inversión de estas características requiere cambios acotados a través del ciclo de vida del individuo con el fin de resguardar sus ahorros previsionales de riesgos excesivos y optimizar el valor de la pensión en el largo plazo.

Esta lógica de largo plazo se ve reflejada en la estrategia de inversión por defecto definida en la regulación, en la cual los ahorros previsionales son invertidos en distintos tipos de fondos, dependiendo de la edad del afiliado. Consistente con una estrategia de inversión de ciclo de vida, dichos ahorros son gradualmente traspasados a fondos menos riesgosos en la medida que los afiliados se acercan a la edad de retiro.

Específicamente, en el sistema de pensiones chileno los afiliados tienen la opción de elegir entre cinco tipos de fondos, los que se diferencian según su nivel de riesgo, determinado por la proporción del fondo invertido en activos más volátiles. Así, el fondo tipo A es el más riesgoso, al invertir una mayor proporción en renta variable y el fondo tipo E es el menos riesgoso, dado que su cartera está menos expuesta a renta variable. Si bien los afiliados al sistema tienen la opción de elegir libremente el tipo de fondo dónde invertir sus ahorros previsionales, aquellos que no lo hacen son asignados a una estrategia de inversión por defecto definida en la ley. La estrategia por defecto asigna a los afiliados hasta los 35 años al fondo tipo B; a las mujeres entre 36 y 50 años, y a los hombres entre 36 y 55 años, al fondo tipo C; y a las mujeres de 51 años o más y a los hombres de 56 años y más, al fondo tipo D. Los ahorros previsionales son traspasados gradualmente, 20% por año, al fondo de destino.

Existen, además, ciertas restricciones en la elección de fondos. Las mujeres mayores de 50 años y los hombres mayores de 55 años no pueden elegir el fondo tipo A. Adicionalmente, los pensionados no pueden elegir el fondo tipo B.

Luego de la crisis financiera de 2008 y especialmente en los últimos años se ha observado un aumento significativo de cambios de fondo. Que los afiliados tomen decisiones más activas con sus ahorros previsionales puede ser positivo si dichas decisiones son informadas y, considerando el riesgo asociado, con el foco puesto en lograr una mejor pensión al momento del retiro. Este caso puede ser el de un afiliado que seleccionó un fondo más riesgoso a una edad temprana y que, llegado a cierta edad, toma conciencia que es preferible trasladar sus ahorros previsionales a un fondo de menor riesgo. Esta sería una estrategia deseable para un afiliado del sistema de pensiones.

Sin embargo, el importante aumento en los cambios de fondos estaría dando cuenta, como se verá más adelante, de cambios frecuentes en un período acotado de tiempo, posiblemente en

la búsqueda de ganancias (o de evitar pérdidas) de corto plazo. Esta perspectiva de corto plazo de los cambios resulta no deseable, si con ello se ve afectado negativamente el valor de los ahorros previsionales de los individuos. Adicionalmente, resulta preocupante que los afiliados pudiesen no entender o percibir a cabalidad los riesgos que están tomando con estas estrategias de corto plazo.

Llevar a cabo una estrategia de cambios frecuentes de fondos buscando una rentabilidad de corto plazo conllevaría un riesgo relevante para la pensión. Es muy difícil saber el momento exacto en que un cambio de fondo resultará en un beneficio para el afiliado. No existe evidencia empírica concluyente de que la práctica de “*market timing*”, en la cual se trata de predecir el valor futuro de los activos financieros en un horizonte corto de tiempo y realizar compras o ventas de activos para obtener una ganancia, permita obtener resultados positivos de manera predecible y permanente, independiente del método o mecanismo utilizado para realizar dicha predicción.

Este estudio tiene como objetivo analizar la tendencia de los cambios de fondos y el desempeño que obtuvieron los afiliados que realizaron traspasos de manera voluntaria, es decir, que no fueron asignados por defecto a algún tipo de fondo, en el período marzo 2014 – mayo 2021. Se observa un aumento considerable de los traspasos durante el año 2020, tanto en el número de cambios como en los montos involucrados. Por otro lado, para determinar si la estrategia seguida por los afiliados de cambiarse de fondos ha resultado o no exitosa, se analiza el desempeño obtenido con los cambios de fondos y se compara este desempeño en base a dos estrategias posibles: i) haber mantenido el saldo en la estrategia de inversión por defecto y ii) haber mantenido el saldo en el fondo donde se encontraban los afiliados antes de haber realizado cualquier cambio. El principal resultado de nuestro estudio indica que la gran mayoría de los afiliados (80%) que realizó cambios de fondos voluntarios en el periodo bajo análisis tuvo un peor desempeño con su estrategia de inversión comparado con haber mantenido su saldo en el fondo que les hubiera correspondido según la estrategia por defecto, o incluso habiendo mantenido su saldo en el fondo en el que se encontraban originalmente.

El resto del documento se estructura de la siguiente manera. La sección 2 resume el marco conceptual para las estrategias de inversión de los fondos de pensiones e identifica las principales regulaciones de cambios de fondos y asesoría previsional a nivel internacional. La sección 3 presenta la evolución de los traspasos de ahorros previsionales entre fondos durante el período marzo 2014-mayo 2021. La sección 4 muestra los efectos en el desempeño individual producto de los cambios de fondos, comparando las decisiones activas de cambio de fondos por parte de los afiliados versus dos *benchmarks* relevantes. La sección final concluye abordando los principales resultados y las últimas medidas de política pública.

## 2. Regulación de los cambios de fondos y la asesoría previsional

Existe un marco conceptual para las inversiones de los ahorros previsionales asociado al diseño de estrategias de inversión de ciclo de vida. Como se señaló en la sección anterior, la regulación para el sistema de pensiones chileno contempla una estrategia de inversión por defecto que sigue una estrategia de ciclo de vida al traspasar gradualmente con la edad, entre los fondos B, C y D, los ahorros previsionales de aquellos afiliados que no seleccionan activamente un tipo de fondo. La estructura de la estrategia de inversión por defecto se presenta en el cuadro N°1.

**Cuadro N°1: Opciones posibles de fondos en función de la edad, Estrategia por Defecto y perfil de riesgo de los Multifondos**

	% renta variable	% inversión cartera		Defecto
		en el extranjero	Hombres ≤ 55 años Mujeres ≤ 50 años	
Fondo A: Más riesgoso	40%-80%	100%	✓	
Fondo B: Riesgoso	25%-60%	90%	✓	✓ Hombres ≤ 35 Mujeres ≤ 35
Fondo C: Intermedio	15%-40%	75%	✓	✓ 36 < Hombres ≤ 55 36 < Mujeres ≤ 50
Fondo D: Conservador	5%-20%	45%	✓	✓ Hombres > 56 Mujeres > 51
Fondo E: Más conservador	0%-5%	35%	✓	✓
Condición	A > B > C > D > E	80% (∑ fondos)		

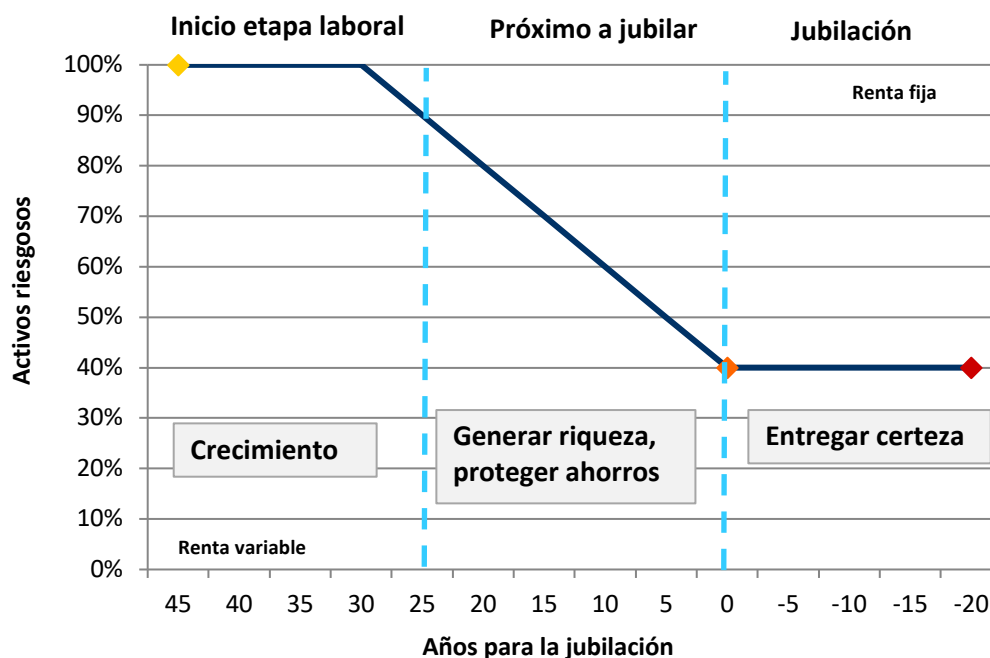
Fuente: Superintendencia de Pensiones

En línea con esta definición, *Blake et al. (2014)*, *Gómez et al. (2008)* y *Viceira (2007)* argumentan que la riqueza total de un trabajador típico está compuesta por su riqueza financiera y capital humano. El capital humano lo podemos definir como el valor presente de sus ingresos laborales futuros. Dependiendo de qué tan variables sean estos ingresos, se puede argumentar que el capital humano se puede asimilar a un seguro, equivalente a una inversión implícita en bonos.

Cuando el afiliado es joven su riqueza total está compuesta principalmente por su capital humano. Cuando es mayor y se acerca a la edad de jubilación en cambio su riqueza total está compuesta principalmente por su riqueza financiera. Por tanto, la literatura recomienda buscar alternativas de inversión de mayor retorno esperado (y mayor riesgo), es decir arriesgar en la inversión financiera en busca de un mayor retorno al inicio de la vida laboral. En cambio, cerca del retiro es necesario resguardar la riqueza financiera para la etapa de des-acumulación. Por lo tanto, el diseño de la estrategia de inversión que se recomienda es tener una mayor ponderación en activos riesgosos al inicio de la vida laboral, para luego ir cambiando gradualmente con la edad la composición hacia activos de menor riesgo. Cabe precisar que el menor riesgo asociado a la renta fija en comparación a la renta variable se da en la medida que la duración de los instrumentos de renta fija sea consistente con el horizonte de inversión

relevante para el afilado. El Gráfico N°1 muestra a modo referencial, la estructura general del diseño de una estrategia de inversión de ciclo de vida, la que es utilizada por los principales fondos mutuos internacionales para la administración de las inversiones de los ahorros con fines previsionales. En este caso, la estrategia no solo considera la etapa activa, sino también la etapa de des-acumulación.

**Gráfico N°1: Estructura general estrategia de inversión de ciclo de vida**



Fuente: Elaboración propia en base a <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/strategies/multi-asset/target-date>

El horizonte de largo plazo de las inversiones de los fondos previsionales y la existencia de la estrategia de inversión por defecto definida por regulación le da un marco de acción a la asesoría previsional en lo que respecta a los traspasos entre tipos de fondos. En este contexto, los asesores de inversión, al aconsejar una estrategia, pueden realizar un aporte al afiliado cuando se trata de aconsejar respecto de cambios poco frecuentes originados en cambios en el plazo restante hasta la edad de retiro, tolerancia al riesgo u otra situación particular. Para ello deberían tomar en consideración una serie de características relevantes de los afiliados tales como patrimonio, aversión al riesgo, nivel de pensión esperada, horizonte de inversión, la presencia de otros ingresos vitalicios y sus necesidades particulares. Estrategias distintas orientadas a ganarle al mercado en el corto plazo resultarían problemáticas pues conllevan altos riesgos de pérdida y sería cuestionable llevar a cabo este tipo de estrategias con fondos previsionales de carácter obligatorio cuyo objetivo primordial es financiar una pensión en el largo plazo.

Respecto a la regulación internacional, la OCDE en su informe *“Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact”* (OECD 2020), documenta las distintas medidas introducidas por los países para regular las asesorías previsionales y los cambios de fondos.

En relación con las regulaciones sobre cambios de fondos, se observa que en países donde se restringe el número de fondos que pueden ofrecer los administradores es más común que se establezcan límites o restricciones a los traspasos. Este es el caso en Colombia, México y Eslovenia; donde existen límites explícitos a la frecuencia de los traspasos. Por su parte en Chile, Perú, Singapur, República Eslovaca y Eslovenia; existen ciertas restricciones para el traspaso de fondos. En el caso de Chile estas restricciones se dan para los fondos más riesgosos A y B. Las mujeres mayores de 50 años y los hombres mayores de 55 años no pueden elegir el fondo tipo A. Adicionalmente, los pensionados no pueden elegir el fondo tipo B. Solo en Lituania no existen restricciones de este tipo. Se encuentra que, por lo general, los esquemas de pensiones obligatorios establecen mayores restricciones a los traspasos que los sistemas voluntarios.

En países donde existe mayor libertad por parte de los administradores para ofrecer fondos, por lo general también existen menos restricciones a los cambios de fondos. En 17 de los 20 países encuestados en el estudio, en los cuales los administradores tienen libertad en relación con la cantidad de fondos que pueden ofrecer, no se establecen límites para los traspasos. Sin embargo, también pueden existir obstáculos administrativos o tarifas de salida.

El límite explícito más común para cambiar entre fondos es la frecuencia con la que se pueden realizar dichos cambios. Los límites se pueden establecer como el máximo número de transferencias dentro de un año calendario o, alternativamente, el período mínimo de permanencia después de un traspaso antes de poder realizar un nuevo cambio. En siete de los países encuestados se imponen límites máximos de traspasos, que van desde seis veces al año (Turquía) hasta después de cinco años en el mismo fondo (*Pan-European Pension Product* o PEPP en Europa), aunque este último es un límite máximo y los administradores individuales pueden permitir transferencias más frecuentes.

En Letonia, las personas no pueden realizar traspasos más de dos veces al año, mientras que en los planes ocupacionales en Corea se permiten los traspasos cada medio año y en Colombia, después de 6 meses. En Eslovenia, las transferencias solo se pueden realizar una vez al año. En México, los individuos deben permanecer en el fondo recomendado durante al menos 3 años. Japón es el único país que impone un límite mínimo, y los empleadores deben permitir que los afiliados cambien de estrategia de inversión al menos una vez cada tres meses.

Adicionalmente existen barreras indirectas que pueden demorar el traspaso de fondos, pero estas barreras generalmente no son significativas. El período para hacer efectivo un traspaso es menor a una semana en casi todos los países, con excepción de Colombia, donde el proceso puede demorar hasta 10 días. Tanto Lituania como México requieren una solicitud por escrito

para transferir fondos y en México se exige una confirmación adicional por parte del afiliado de que está de acuerdo con que se ejecute el traspaso. Singapur exige que los afiliados que deseen transferir fondos respondan un cuestionario donde se evalúan sus conocimientos financieros para asegurarse de que son conscientes de los riesgos que corren.

Las tarifas de salida también pueden disuadir al afiliado de realizar cambios frecuentes. En Canadá, por ejemplo, las tarifas de salida se efectúan comúnmente si las personas realizan cambios dentro de un período mínimo de permanencia. En otros países se cobran tarifas si la frecuencia de traspasos excede un cierto número (tal es el caso de República Checa, Irlanda y Lituania). Otros países imponen límites al nivel de tarifas que se pueden cobrar (Colombia, República Checa, Estonia, Singapur). Cabe mencionar que el D.L. 3.500 en Chile permite a las AFP cobrar una comisión en caso de que se realicen más de dos cambios de fondos en un año calendario. Sin embargo, ninguna AFP cobra actualmente esta comisión.

El documento de la OECD también revisa la regulación existente sobre la asesoría financiera-previsional. La asesoría financiera puede tomar varias formas. La asesoría más básica es la simple entrega de información, sin realizar recomendaciones ni guiar a las personas en sus decisiones. Otro tipo de asesoría es una en la cual se entrega una recomendación general, pero sin considerar las circunstancias especiales de cada persona. Por último, una asesoría personalizada incluye una recomendación específica para cada persona, tomando en consideración sus ingresos, características demográficas, entre otros.

Las regulaciones se pueden aplicar para distintos niveles de asesorías. Por ejemplo, en el Reino Unido, la regulación se aplica para todo tipo de asesoría, ya sea personalizada o no. Sin embargo, existen regulaciones más específicas para asesorías personalizadas. Por su parte, en Australia y en la Unión Europea, solo la asesoría personalizada se encuentra en el ámbito regulatorio.

El objetivo de la asesoría también puede determinar la regulación aplicable. Por ejemplo, en Estados Unidos, la asesoría previsional al momento de la jubilación tiene un marco regulatorio específico y distinto a otros tipos de asesorías. Los asesores por lo general deben ser acreditados para poder ejercer, tal como ocurre en Chile con los asesores previsionales.

La OCDE recomienda establecer requisitos sobre la información que debe ser entregada por los asesores. Lo anterior ayuda a transparentar el contenido y naturaleza de la asesoría, los costos involucrados y posibles conflictos de interés. En Reino Unido, se obliga a que los asesores entreguen un informe sobre la idoneidad de la recomendación para la persona. El asesor, ya sea que preste una asesoría personalizada o no, no puede inducir a error ni engañar al cliente y debe actuar de manera diligente.

Además de proporcionar información clara y correcta, los asesores que entregan una asesoría personalizada deben comprender el perfil y la situación financiera del cliente para determinar si la recomendación proporcionada es adecuada. Algunos factores a considerar son la edad, la



situación familiar, la situación financiera, los conocimientos financieros, la experiencia y los objetivos de inversión, así como la tolerancia al riesgo.

En relación con los pagos que reciben los asesores, algunos países han impuesto límites sobre las remuneraciones de los asesores por sus servicios para eliminar los conflictos de intereses que enfrentan. En el caso de Chile, los asesores previsionales, en relación con la asesoría realizada al momento de que los afiliados realicen su trámite de pensión, reciben una comisión como porcentaje del saldo mantenido por el afiliado, la que tiene un tope en UF<sup>2</sup>.

En abril de 2021<sup>3</sup> Chile aprobó una legislación para regular las asesorías previsionales no personalizadas, que busca incluir dentro del ámbito regulatorio a aquellos asesores que realizan recomendaciones masivas de cambios de fondos. La ley obliga a este tipo de asesores a estar inscritos en el registro de asesores que lleva la Superintendencia de Pensiones y a cumplir requisitos de idoneidad y conocimientos técnicos para poder operar en el mercado. La posterior normativa secundaria que define la implementación de la ley establece ciertas obligaciones y prohibiciones a este tipo de asesores. Entre estas, se definen criterios en términos de la publicidad que deben realizar, la información que deben entregar a sus clientes, normas relacionadas a sitios web, definiciones mínimas a incluir en los contratos, entre otros aspectos.

La ley establece que los asesores financieros previsionales deben constituir una boleta de garantía o contratar una póliza de seguros para la prestación de los servicios de asesoría financiera previsional. El monto asegurado o garantizado tiene un mínimo de 500 UF y un máximo de 60 mil UF, dependiendo del número de clientes mensuales que haya tenido el asesor o entidad de asesoría en el año anterior. Se establecen además obligaciones de entrega de información a las entidades regulatorias, así como la facultad de estas últimas de fiscalizar y aplicar sanciones.

---

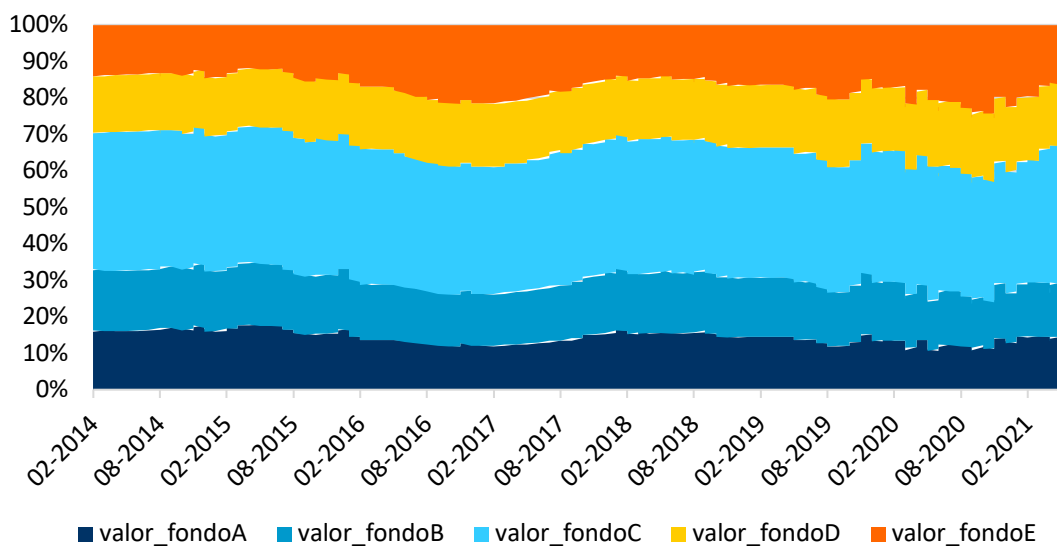
<sup>2</sup>La UF (Unidad de Fomento) es una unidad de medida vinculada a la inflación. Al 31 de mayo de 2021, 1 UF equivale a \$29.613,26

<sup>3</sup> <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1158144&idParte=10215833&idVersion=2021-04-13>

### 3. Evolución de los traspasos de ahorros previsionales entre fondos

Esta sección presenta información y estadística descriptiva sobre la evolución de los traspasos de ahorros previsionales entre fondos durante el período marzo 2014-mayo 2021. El Gráfico N°2 y el Cuadro N°2 muestran la distribución de los fondos del sistema de pensiones en función de la participación de cada multifondo A-E en el total de activos administrados, en el período enero 2014 – mayo 2021. Se observa que los fondos A, B y C han disminuido su participación en el total de los fondos, mientras que los fondos D y E han aumentado su participación durante el período analizado, totalizando ambos en el año 2021 un 35% del total de activos administrados por el sistema. En particular el fondo E pasó de tener una participación de un 13% en el año 2014 a un 18% durante el año 2021 consecuente con cambios de fondos hacia carteras más conservadoras. El *peak* del período se observó el año 2020 con una participación de 20% para el fondo E y la más baja para el fondo A con un 12%.

**Gráfico N°2: Distribución de fondos del Sistema de Pensiones**  
**Ene 2014 - May 2021**



Fuente: Superintendencia de Pensiones

**Cuadro N°2: Distribución de fondos del Sistema de Pensiones  
2014-2021**

Promedio	Fondo_A	Fondo_B	Fondo_C	Fondo_D	Fondo_E
<b>2014</b>	17%	17%	38%	16%	13%
<b>2015</b>	16%	17%	37%	16%	14%
<b>2016</b>	13%	15%	36%	17%	19%
<b>2017</b>	13%	15%	36%	17%	19%
<b>2018</b>	15%	17%	36%	17%	15%
<b>2019</b>	14%	16%	35%	18%	18%
<b>2020</b>	12%	15%	35%	18%	20%
<b>2021<sup>(1)</sup></b>	14%	14%	36%	17%	18%

(1) 2021 hasta 31-05-2021.

Fuente: Superintendencia de Pensiones

El cuadro 3 muestra el total de traspasos realizados en el período, el porcentaje de movimientos de cuentas obligatorias traspasadas en cada año sobre el total de cuentas obligatorias y los montos traspasados.

Se observa que en el periodo analizado los traspasos acumulados de ahorros en las cuentas de ahorro obligatorias superaron los 460 mil millones de dólares. El número de cuentas traspasadas ha crecido en el tiempo, alcanzando en 2020 casi 10 millones de cuentas obligatorias traspasadas, las cuales representan al 44% del total de cuentas traspasadas entre enero 2014 y mayo 2021. El monto anual de los traspasos también ha aumentado, alcanzando en 2020 el equivalente a 80% del valor total de los fondos de pensión.

En relación con la dirección de los traspasos realizados, se observa que desde enero 2014 a mayo 2021 los traspasos desde fondos extremos (del fondo E al fondo A y viceversa) representan más del 51% del total de traspasos realizados y más del 37% del total de los montos traspasados de las cuentas obligatorias.

**Cuadro N°3: Traspasos de fondos  
2014-2021**

Año	N° de Traspasos CCICO <sup>(1)</sup>	% de Cuentas CCICO Traspasadas <sup>(2)</sup>	Monto Traspasado (USD MM)	% Traspasado del Valor del Fondo <sup>(3)</sup>
2014	614.867	2,8%	26.398	15,3%
2015	1.032.083	4,6%	31.355	19,1%
2016	1.171.387	5,3%	34.186	20,2%
2017	840.421	3,8%	30.616	15,4%
2018	1.998.212	9,0%	58.671	28,2%
2019	1.945.258	8,8%	62.799	28,8%
2020	9.797.970	44,1%	153.349	79,9%
2021 <sup>(4)</sup>	4.820.353	21,7%	63.164	29,6%
<b>Total</b>	<b>22.219.551</b>	<b>100,0%</b>	<b>460.538</b>	

(1) Cuenta de Capitalización Individual de Cotizaciones Obligatorias. Esta cifra considera todos los traspasos realizados. Por ejemplo, si un afiliado traspasa saldo de dos fondos en un mismo día, se consideran como 2 traspasos.

(2) Porcentaje se calcula respecto al total de cuentas CCICO traspasadas entre enero 2014 y mayo 2021.

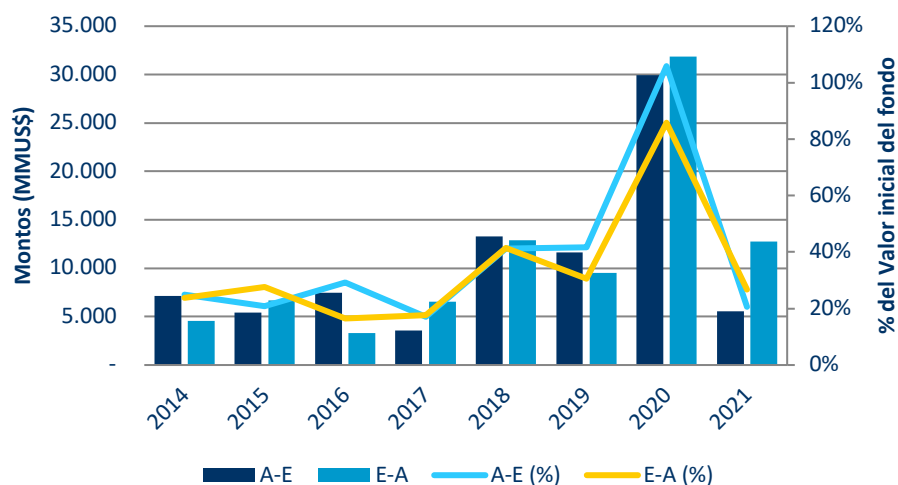
(3) Valor del Fondo al 31 de diciembre de cada año, excepto 2021 (31 mayo).

(4) Hasta mayo 2021.

Fuente: Superintendencia de Pensiones

El siguiente gráfico muestra los montos traspasados, en millones de dólares, desde y hacia los fondos tipo A y E; y estos como porcentaje del valor del total del fondo al comienzo de cada año. Se observa un aumento considerable de los montos traspasados en los últimos años, especialmente para el año 2020. En este último año se observa que los montos involucrados en los traspasos durante el año representaron 106% y 86% del valor inicial del fondo A y E, respectivamente. Los montos traspasados en los fondos A y E son similares entre los años 2018 – 2020, lo que es un reflejo de la dirección de los traspasos de los últimos años, donde la mayoría de los traspasos se ha realizado entre fondos extremos.

**Gráfico N°3: Montos traspasados Fondos A y E**



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Los siguientes cuadros muestran las mayores entradas y salidas de montos observadas en un día en el sistema:

**Cuadro N°4: Mayores entradas/salidas diarias de montos, por tipo de fondo**

A. Mayores entradas de montos por Fondo ene 2014-may 2021			
Fondo	Monto (USD MM)	% del Fondo	Fecha
Fondo A	1.370	4,71%	12/01/2021
Fondo B	1.055	3,45%	27/04/2021
Fondo C	<b>2.599</b>	3,55%	<b>02/03/2021</b>
Fondo D	218	0,56%	03/08/2020
<b>Fondo E</b>	<b>2.504</b>	<b>5,35%</b>	<b>03/08/2020</b>

B. Mayores salidas de montos por Fondo ene 2014-may 2021			
Fondo	Monto (USD MM)	% del Fondo	Fecha
Fondo A	1.554	<b>6,24%</b>	<b>03/08/2020</b>
Fondo B	1.125	3,69%	20/04/2021
Fondo C	1.839	2,60%	02/06/2020
Fondo D	190	0,53%	25/04/2018
<b>Fondo E</b>	<b>2.457</b>	<b>5,55%</b>	<b>12/01/2021</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones

En el periodo analizado el fondo C obtuvo la mayor entrada diaria (USD2.599MM) y el fondo E mayor salida diaria (USD2.457MM). En relación con el valor del fondo traspasado en un día, el fondo E ha tenido la mayor entrada (5,35%) y el fondo A la mayor salida (6,24%). Además, se

observa que el día 03 de agosto de 2021 los fondos D y E obtuvieron la mayor entrada y también la mayor salida del fondo A. Finalmente, se observa que las mayores entradas y salidas se han observado principalmente entre los años 2020 y 2021.

#### **4. Efectos de las decisiones de traspasos de fondos en el desempeño individual**

Para analizar el desempeño obtenido por los afiliados con sus traspasos de fondos, se utiliza información diaria recibida por la Superintendencia de Pensiones. La información registra todos los cambios de fondos que efectuaron los afiliados desde marzo de 2014. Se registran los datos del afiliado, el fondo de origen y destino, la cuenta desde donde se produce el traspaso y el monto destinado en cada operación. Para evaluar el desempeño de los cambios, sólo se utiliza la información de los traspasos de cuentas obligatorias.

Es relevante mencionar que, por normativa, los traspasos se materializan cuatro días después de la solicitud y el valor cuota que se utiliza para calcular el número de cuotas que adquiere un afiliado al cambiarse de fondo, es el valor cuota de dos días hábiles posteriores a la fecha de solicitud del traspaso.

La información utilizada tiene algunas restricciones:

- (1) Se registra sólo el saldo que el afiliado traspasa en cada momento del tiempo. Lo anterior permite evaluar solo parcialmente la estrategia de inversión de los afiliados que tienen su saldo distribuido en más de un fondo y/o que deciden cambiar sólo parte del saldo total<sup>4</sup>.
- (2) No se registran los cambios de AFP. Por lo tanto, sólo se evalúa el desempeño obtenido con los cambios de fondos y no con los cambios de AFP.

La fecha de corte hasta la cual se evalúa el desempeño depende de la situación de cada afiliado:

- Para los afiliados fallecidos, se utiliza la fecha de fallecimiento como fecha de corte.
- Para los afiliados pensionados en renta vitalicia, se utiliza la fecha de traspaso de la prima.
- Para el resto de los afiliados, se usa como fecha de corte la fecha de cierre de la base de datos (31/05/2021).

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, si un afiliado tiene distribuido su saldo entre los Fondos A y B, y en la base sólo se observa un traspaso desde el Fondo B al Fondo C, se estaría asumiendo que este afiliado traspasó todo su saldo del Fondo B al Fondo C, debido a que no se observa el saldo en el Fondo A que no se cambió. Asimismo, un afiliado que tiene todo su saldo en un fondo, si decide traspasar parte de su saldo a otro fondo, en la base se observa sólo esa parte del saldo que se estaría traspasando y se asumiría que se trata de todo su saldo. Actualmente, 12% de los afiliados tiene distribuido el saldo de cuenta obligatoria en más de un tipo de fondo.

Para cada cambio de fondo, se calcula la rentabilidad acumulada entre el valor cuota (en UF) al momento del cambio y el valor cuota del mismo fondo en la fecha en que se observa un siguiente cambio o bien hasta la fecha de corte.

Luego, se calcula el porcentaje del monto involucrado en cada operación sobre el total de los montos involucrados en cada fecha y con ese valor se calcula el aporte de la rentabilidad de cada operación al desempeño obtenido en cada fecha<sup>5</sup>.

Es importante notar que la ventana de evaluación de cada afiliado depende de cuánto tiempo haya transcurrido entre su primer cambio observado desde marzo 2014 hasta la fecha de corte. Así, mientras que para los afiliados que se cambiaron al inicio del período de evaluación se cuenta con poco más de siete años para evaluar el desempeño de sus estrategias, para los afiliados que se cambiaron por primera vez hacia el final de 2020 o principios de 2021, sólo se cuenta con algunos meses de desempeño efectivo, por lo que las inferencias para este segmento podrían ser no concluyentes ni definitivas. Se retoma este punto más adelante.

Para comparar el desempeño obtenido por los afiliados se establecen dos puntos de comparación (*benchmarks*):

- La rentabilidad que habría obtenido cada afiliado de haber mantenido su saldo en el fondo de origen que se observa en el primer movimiento.
- La rentabilidad que habría obtenido cada afiliado de haber seguido la estrategia por defecto, de acuerdo con la edad y sexo del afiliado.

El siguiente cuadro muestra algunas estadísticas relevantes de la base de datos utilizada

#### Cuadro N°5: Estadísticas descriptivas de afiliados que realizaron traspasos de fondos

Año	N° afiliados que traspasaron fondos	N° Traspasos		Edad afiliados que traspasaron fondos		Montos (en pesos, por afiliado)	
		Promedio	Mediana	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
2014*	194.575	2,4	1	41,7	40,0	26.293.287	14.433.273
2015	284.895	3,1	2	41,2	40,0	25.677.909	14.101.078
2016	512.887	2,1	1	41,0	39,0	22.629.228	12.475.546
2017	340.976	2,2	1	41,7	40,0	27.783.918	15.895.753
2018	304.164	5,0	1	41,8	40,0	27.794.942	15.976.249
2019	559.431	3,0	2	42,6	41,0	29.826.593	17.559.097
2020	1.087.512	6,1	2	40,5	39,0	19.970.544	11.029.181
2021**	603.501	3,6	3	41,7	40,0	20.500.156	11.895.559

\*Datos desde marzo 2014. \*\*Datos hasta mayo 2021

Fuente: Superintendencia de Pensiones

<sup>5</sup> Por ejemplo, si un afiliado que estaba en el fondo A distribuye su saldo en partes iguales a los fondos B y C, la rentabilidad acumulada que se calcula de este movimiento, equivaldría al 50% de la rentabilidad acumulada del fondo B y 50% de la rentabilidad acumulada del fondo C.

La base final registra un total de 22.054.756 observaciones (cambios de fondo), para un total de 1.796.919 afiliados, de los cuales 57% son hombres y 43% son mujeres. Se observa que 710.198 afiliados (40% sobre el total) sólo ha realizado un traspaso durante el período observado.

En 2020 se observa la mayor cantidad de personas que ha realizado cambios de fondos desde 2014, registrando cerca de 1,1 millón de afiliados que traspasaron sus fondos alguna vez. Este valor prácticamente duplica al total de personas que realizaron algún traspaso en 2019. Además, en el año 2020, se observa el mayor promedio de traspasos por afiliado, con más de 6 cambios durante el período analizado.

Los siguientes cuadros muestran los resultados del análisis. En cada cuadro se muestra el promedio y la mediana de la **diferencia entre la rentabilidad acumulada** obtenida por los afiliados con su estrategia de cambios de fondos y:

- 1) La rentabilidad acumulada que hubiesen obtenido, de haberse mantenido en el fondo inicial en el que estaban cuando se cambian por primera vez en el período de análisis. Por ejemplo, si se observa un cambio de fondo de un afiliado por primera vez en 2014 que originalmente se encontraba en el fondo B, entonces se calcula la rentabilidad acumulada de ese fondo entre la fecha en que se observa el cambio de ese afiliado y la fecha de corte de ese afiliado (la mínima fecha entre fecha de fallecimiento, fecha de compra de una renta vitalicia o mayo 2021).
- 2) La rentabilidad acumulada que hubiesen obtenido si, en lugar de traspasar sus fondos, hubiesen seguido la estrategia por defecto. Nótese que se excluyen de este ejercicio a los individuos que fueron asignados por ley a los distintos fondos. Es decir, sólo se utilizan los cambios que fueron voluntarios. Sin embargo, puede darse que un afiliado se haya cambiado de fondo siguiendo al defecto voluntariamente.

Además, se muestra el porcentaje de afiliados que, cambiándose voluntariamente de fondo, obtienen un desempeño (rentabilidad acumulada) peor que la rentabilidad que hubiesen obtenido de haberse mantenido en el fondo inicial en el que estaban cuando se observan por primera vez en la base o la rentabilidad que hubiesen obtenido si hubieran seguido la estrategia por defecto:



**Cuadro N°6: Diferencias en rentabilidad acumulada, según sexo**

		Hombres	Mujeres	Total
<b>Número de afiliados que traspasaron fondos</b>		1.025.052	771.867	1.796.919
Diferencia rentabilidad estrategia versus inicial	Promedio	-9,92%	-10,33%	-10,10%
	Mediana	-9,69%	-10,09%	-9,87%
Diferencia rentabilidad estrategia versus defecto	Promedio	-6,17%	-6,31%	-6,23%
	Mediana	-5,63%	-5,70%	-5,66%
<b>Perdedores estrategia</b>	<b>Fondo inicial</b>	<b>784.973 (76,6%)</b>	<b>608.152 (78,8%)</b>	<b>1.393.125 (77,5%)</b>
	<b>Fondo defecto</b>	<b>734.284 (71,6%)</b>	<b>564.882 (73,2%)</b>	<b>1.299.166 (72,3%)</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones

El Cuadro N°6 muestra que un 72,3% (27,7%) de los afiliados obtiene un desempeño peor (mejor) con los cambios de fondos que realizaron en relación con que si hubiesen seguido la estrategia por defecto. Asimismo, se observa que un 77,5% (22,5%) de los afiliados obtiene un desempeño peor (mejor) con los cambios de fondos que realizaron en relación con si hubiesen mantenido su saldo en el fondo donde tenían sus ahorros antes de realizar cambios. El porcentaje de afiliados con estrategias “perdedoras” respecto al *benchmark*, independiente del *benchmark* utilizado, es superior para el caso de las mujeres.

Respecto al desempeño financiero de la estrategia de cambio de fondos elegida por el afiliado, en promedio, la rentabilidad acumulada de los afiliados que cambiaron sus fondos fue 6,2% peor que la que hubiesen obtenido de haber seguido la estrategia por defecto y de 10,1% en relación con haberse mantenido en el fondo donde se encontraban inicialmente. No se observan diferencias importantes en el desempeño entre hombres y mujeres, aunque las mujeres obtienen un rendimiento levemente inferior.

Para analizar si el desempeño de la estrategia depende del número de cambios realizados en el periodo observado, se desagrega a los afiliados según el número de cambios que efectuaron durante el período observado. El siguiente cuadro muestra que, en promedio, las personas obtienen un mal resultado realizando cambios de fondos, independiente de la cantidad de cambios.

**Cuadro N°7: Diferencias en rentabilidad acumulada, según número de traspasos**

<b>Número de cambios observados en el periodo</b>		<b>[1 – 3]</b>	<b>[3 – 6]</b>	<b>[6 – 10]</b>	<b>&gt;10</b>
<b>Número de afiliados que traspasaron fondos</b>		1.066.022	186.207	125.362	419.328
Diferencia rentabilidad estrategia versus inicial	Promedio	-10,27%	-11,19%	-10,79%	-8,96%
	Mediana	-10,45%	-9,88%	-9,74%	-8,42%
Diferencia rentabilidad estrategia versus defecto	Promedio	-5,83%	-7,50%	-7,52%	-6,30%
	Mediana	-5,43%	-6,51%	-6,49%	-5,69%
<b>Perdedores estrategia</b>	<b>Fondo inicial</b>	<b>843.293 (79,1%)</b>	<b>148.325 (79,7%)</b>	<b>97.994 (78,2%)</b>	<b>303.513 (72,4%)</b>
	<b>Fondo defecto</b>	<b>761.385 (71,4%)</b>	<b>141.026 (75,7%)</b>	<b>96.020 (76,6%)</b>	<b>300.735 (71,7%)</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones

En relación con la edad de los afiliados que realizan traspasos de fondos, se observa que los afiliados que tienen 65 años o más tienen un desempeño levemente mejor que el resto, al comparar su desempeño con el desempeño que se habría obtenido en ambas estrategias (Fondo inicial y Defecto).

**Cuadro N°8: Diferencias en rentabilidad acumulada, según tramo de edad**

Tramo etario		[0;25]	[25;35]	[35;45]	[45;55]	[55;65]	[65;+]
Número de afiliados que traspasaron fondos		119.568	616.459	480.317	348.517	212.515	19.543
Diferencia rentabilidad estrategia versus inicial	Promedio	-10,84%	-11,98%	-10,21%	-8,99%	-6,45%	-2,73%
	Mediana	-10,66%	-12,47%	-10,40%	-8,98%	-4,73%	-1,65%
Diferencia rentabilidad estrategia versus defecto	Promedio	-10,77%	-10,13%	-6,05%	-2,07%	-0,11%	-0,48%
	Mediana	-10,25%	-10,31%	-6,08%	-2,57%	-0,46%	-0,25%
Perdedores estrategia	Fondo inicial	95.166 (79,6%)	498.889 (80,9%)	370.123 (77,1%)	262.490 (75,3%)	154.122 (72,5%)	12.335 (63,1%)
	Fondo defecto	99.044 (82,8%)	504.621 (81,9%)	347.523 (72,4%)	213.925 (61,4%)	123.092 (57,9%)	10.961 (56,1%)

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Finalmente, el siguiente cuadro muestra el desempeño de los afiliados según el año en el que se observan por primera vez realizando traspasos de fondos.

**Cuadro N°9: Diferencias en rentabilidad acumulada, según año del primer traspaso**

Año de entrada		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Número de afiliados que traspasaron fondos por primera vez		194.575	176.988	347.231	115.794	99.635	249.186	545.088	68.422
Diferencia rentabilidad estrategia versus inicial	Promedio	-5,15%	-11,29%	-17,50%	-3,83%	-5,36%	-7,64%	-11,28%	-0,43%
	Mediana	-3,97%	-11,08%	-17,71%	-3,11%	-4,37%	-7,79%	-11,36%	-0,25%
Diferencia rentabilidad estrategia versus defecto	Promedio	-5,11%	-5,91%	-9,30%	-3,71%	-3,98%	-4,97%	-7,01%	-0,52%
	Mediana	-5,40%	-5,50%	-9,31%	-2,26%	-2,69%	-4,13%	-6,65%	0,00%
Perdedores estrategia	Fondo inicial	117.767 (60,5%)	136.313 (77%)	318.563 (91,7%)	69.164 (59,7%)	65.737 (66%)	188.417 (75,6%)	461.501 (84,7%)	35.663 (52,1%)
	Fondo defecto	129.279 (66,4%)	122.133 (69%)	278.967 (80,3%)	69.550 (60,1%)	61.803 (62%)	175.216 (70,3%)	425.417 (78%)	36.801 (53,8%)

Fuente: Superintendencia de Pensiones

La rentabilidad acumulada que obtiene un afiliado depende de la cantidad de años que se observa en la base. Luego, los afiliados que entran en el año 2014 se observan, a lo más, por un período de poco más de siete años. Los afiliados que entran en 2021 son aquellos que por primera vez hicieron algún traspaso durante el año. El desempeño obtenido es muy variable según el año en que por primera vez se observa a un afiliado cambiando de fondos. Así, para quienes entran a la base en 2016, se observa que más de un 90% de los afiliados pierde en relación con la estrategia inicial y 80% en relación con la estrategia por defecto, mientras que

del grupo de afiliados que se observa por primera vez en 2021, más de 50% de ellos obtiene un peor desempeño que ambas estrategias. Es importante precisar que el horizonte de evaluación del desempeño es distinto para los afiliados. Para períodos de observación relativamente cortos (especialmente para los afiliados que realizaron traspasos por primera vez los años 2020 – 2021), el desempeño relativo al *benchmark* es ruidoso, por lo tanto, es necesario evaluar dichos resultados con cautela. A pesar de lo anterior, los resultados son concluyentes y muestran que para cualquier desagregación la estrategia de cambiar de fondos de manera frecuente es una mala estrategia.

## 5. Conclusiones

Estrategias de cambios frecuentes de fondos buscando rentabilidades de corto plazo conlleva riesgos relevantes para la pensión, con efectos negativos para la rentabilidad acumulada de los ahorros previsionales del afiliado.

El enfoque adecuado para la definición de estrategias de inversión en el ámbito previsional debe reconocer que los Fondos de Pensiones tienen como objetivo financiar pensiones, siendo por ello una inversión de largo plazo. Una estrategia de inversión de estas características requiere cambios acotados a través del ciclo de vida del individuo con el fin de resguardar sus ahorros previsionales de riesgos excesivos y optimizar el valor de la pensión en el largo plazo.

Este documento da cuenta de la evolución de los cambios de fondos para el período marzo 2014 – mayo 2021 y evalúa el desempeño financiero de las decisiones de cambios de fondos por parte de los participantes de sistema de pensiones. Para determinar si la estrategia seguida por los afiliados ha sido exitosa se analiza el desempeño obtenido con los cambios de fondos y se compara este desempeño respecto a dos *benchmarks* posibles: i) haber mantenido el saldo en la estrategia de inversión por defecto y ii) haber mantenido el saldo en el fondo donde se encontraban los afiliados antes de haber realizado cualquier cambio.

Los traspasos de fondos han aumentado de manera significativa en los últimos años, con valores máximos de traspasos principalmente en el 2020, alcanzando en este último año más de nueve millones de traspasos de cuentas obligatorias con volúmenes acumulados equivalentes a casi el 80% del valor de los activos totales administrados. La mayoría de los traspasos que se observan en el período, tanto en cantidad como en montos, son desde el fondo Tipo A al fondo tipo E y viceversa.

Destaca como resultado que un elevado porcentaje de los afiliados que ha realizado cambios de fondos evidenció un peor desempeño versus el *benchmark*. En efecto, el 77,5% y el 72,3% de los afiliados que ha realizado traspasos ha tenido un peor desempeño en su estrategia que si se hubiera quedado en el fondo original o en la estrategia por defecto, respectivamente.

Respecto al desempeño financiero de la estrategia de cambio de fondos elegida por el afiliado, se observa que, en promedio, la rentabilidad acumulada de los afiliados que cambiaron sus fondos fue 6,2% menor que la que hubiesen obtenido de haber seguido la estrategia por defecto y de 10,1% inferior en relación con haberse mantenido en el fondo donde se encontraban inicialmente.

La evidencia internacional indica que los países han incorporado limitaciones a los cambios de fondos en la regulación de los fondos de pensiones con el objetivo de proteger el carácter de largo plazo de las inversiones de los ahorros previsionales. Estas restricciones pueden ser tanto en la frecuencia máxima para realizar traspasos, un número máximo de cambios o la aplicación

de tarifas. La regulación de las inversiones y de los traspasos de fondos también considera como aspecto relevante la regulación de la asesoría previsional la cual debe actuar en el mejor interés de los afiliados. En este sentido destaca para el caso de Chile la aprobación en abril de 2021 de la ley que regula las asesorías previsionales de recomendaciones masivas y/o no personalizadas, incluyendo dentro del ámbito regulatorio a aquellos asesores que realizan recomendaciones masivas de cambios de fondos. La ley obliga a este tipo de asesores a estar inscritos en el registro de asesores que lleva la Superintendencia de Pensiones y a cumplir requisitos de idoneidad y conocimientos técnicos para poder operar en el mercado.

## 6. Referencias

Blake David, Douglas Wright & Yumeng Zhang (2014), “Age-dependent investing: Optimal funding and investment strategies in defined contribution pension plans when members are rational life cycle financial planners”.

Gómez, F., Kotlikoff, L. and Viceira, L. (2008), Optimal life-cycle investing with flexible labor supply: A welfare analysis of life-cycle funds. *American Economic Review*, 98(2), pp. 297–303.

Ley N° 21.314, publicada el 13 de abril de 2021, disponible en Biblioteca del Congreso Nacional:

<https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1158144&idParte=10215833&idVersion=2021-04-13>

OECD (2020), “Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact”, Technical assistance for the Financial Stability Council of Chile, disponible en: <https://www.hacienda.cl/barras-de-navegacion/otras-novedades/informe-ocde-sobre-regulacion-de-asesores-previsionales>

Viceira, L. (2007) Life-cycle funds, SSRN Working Paper, available at <http://ssrn.com/abstract=988362>.

