# Nota Técnica

# Objetivo de los Fondos de Pensiones y los Traspasos Frecuentes de Fondo

Junio 2013

## 1. Introducción

Los Fondos de Pensiones tienen el objetivo de financiar la etapa de retiro. Por ello son una inversión de largo plazo, que debería ser diversificada y con riesgo acotado. Para lograr esos fines, la Ley establece una cartera por defecto para cada tramo etario y, además, ciertas restricciones respecto de los Fondos en los que puede permanecer el afiliado cuando está próximo a pensionarse o ya está pensionado. Con el fin de ayudar a los afiliados a entender de mejor forma las implicancias -en términos de pensión esperada y riesgo- de las distintas estrategias de inversión en un horizonte de largo plazo, la Superintendencia de Pensiones ha puesto a su disposición un simulador de pensión en www.spensiones.cl.

Cambiar de multifondo (entre las letras A, B, C, D y E) tiene dos facetas. Primero, invertir los recursos en aquél tipo de fondo que más se acomoda al actual horizonte de inversión y perfil de tolerancia al riesgo. Esta faceta requiere muy pocos cambios de fondo a lo largo de la vida, porque dicho horizonte y dicha tolerancia varían muy lentamente.

Segundo, cambiar de fondo permite administrar "activamente" los fondos, lo cual consiste en cambiarse en forma frecuente, por ejemplo una vez al año o aún más seguido. Esta es una actividad riesgosa. Sería segura si el afiliado supiera exactamente cuándo es conveniente ir de un fondo de pensiones más riesgoso a otro menos riesgoso y viceversa. Pero, es muy difícil conocer ese "cuándo". Por obvio que parezca, vale la pena recalcar que nadie conoce exactamente qué sucederá en el futuro, ni mucho menos cuándo sucederá. Y al menos hasta ahora, no hay evidencia científica alguna de la existencia de algún modelo que permita ganar con esos cambios de modo predecible y permanente. Más aún, el funcionamiento del mercado financiero se basa, en parte, en la existencia de diferencias de opinión respecto de qué es lo que ocurrirá en el futuro: los precios se forman porque hay alguien dispuesto a comprar pensando en que el mercado subirá en el futuro y otro dispuesto a vender puesto que su opinión es la contraria. En este contexto, cambiarse de multifondo de modo frecuente puede tener resultados muy negativos, porque existe el riesgo de que, sumando todos los cambios, el afiliado pierda una parte muy sustancial de su pensión. En términos técnicos, el rango de riesgos asociado a cambiar de multifondo puede ser mucho más amplio que el rango de riesgos de las carteras A y E sin cambiarse nunca.

A partir de la crisis global que afectó a los mercados financieros en el año 2008, pareciera haber un interés creciente de muchos los afiliados al Sistema de Pensiones por manejar de manera más activa sus fondos previsionales, que han ahorrado o van a ahorrar durante toda su vida laboral. Ese activismo puede beneficiar a los afiliados al sistema, en la medida que los afiliados tomen decisiones conscientes e informadas respecto del riesgo de cambio de multifondo y lograr así, invertir sus recursos en aquel tipo de fondo que más se acomoda a su horizonte de inversión y perfil de tolerancia al riesgo.

Por otra parte, el acercamiento y el interés que puedan tener los afiliados hacia sus fondos previsionales, que se infiere a partir de activos cambios de fondo, puede constituirse como un aspecto positivo para el sistema en términos generales, en la medida en que ese acercamiento pueda llevar también a tomar decisiones más informadas también respecto de: en qué AFP estar, cuánto ahorrar en forma voluntaria u otros aspectos del sistema de pensiones.

No obstante, preocupa en el ámbito de los fondos de pensiones la práctica conocida en inglés como “market timing”. El market timing es una estrategia de inversión en la que los activos financieros son comprados o vendidos de acuerdo a la predicción que se hace de los futuros movimientos que tendrán sus precios en periodos cortos de tiempo. La predicción puede ser hecha en base a muchos tipos de análisis, sean fundamentales o de tendencias, o enfocándose en variables macroeconómicas. La evidencia científica es que ningún método garantiza resultados positivos, mientras que el riesgo para el resultado final (la pensión) aumenta significativamente.

Por esta razón, resulta preocupante que algunas empresas de asesoría financiera no reguladas, hagan promesas de optimizar los rendimientos o lograr altas rentabilidades con los fondos previsionales a través de estrategias de cambio frecuente entre multifondos, sin explicitar en forma adecuada que esta actividad conlleva también un riesgo muy importante de perder parte de la pensión obtenida al final de la vida laboral.

En los mercados financieros se producen fluctuaciones de precio que pueden ser de mayor o menor intensidad, dependiendo del tipo de instrumento. En general, cuando se producen caídas importantes, éstas tienden a revertirse en plazos que pueden ser relativamente largos. En tanto, cuando se hace una venta de un instrumento a un precio bajo, la pérdida se materializa y, para poder revertirla, se hace necesario encontrar una oportunidad en la cual se acierte con una apuesta ganadora, lo que puede no ser del todo fácil.

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 de horizonte de inversión, tolerancia al riesgo u otra situación particular. Para ello deberían tomar en consideración una serie de características relevantes de sus clientes tales como patrimonio, aversión al riesgo, horizonte de inversión, la presencia de otros ingresos vitalicios y sus necesidades particulares. Más aún, 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.

En este contexto, y con el objetivo de contribuir a que los afiliados tomen decisiones más informadas en estas materias, se elabora esta Nota Técnica. En su primera parte destaca algunos conceptos que subyacen al diseño de multifondos en el sistema de pensiones. A continuación, se evalúa empíricamente la efectividad de aquellas estrategias más activas por medio de cambios entre multifondos, comparándolas con estrategias menos agresivas para cambiarse entre fondos.

## 2. Los Fondos Previsionales y el Horizonte de Inversión

Los fondos previsionales de una persona joven están destinados a utilizarse en pensión en un horizonte de tiempo relativamente largo, aproximadamente de 30 a 40 años. Se argumenta que ese tiempo prolongado permitiría adoptar una estrategia de inversión que puede incluir inversiones más riesgosas que, a su vez, podrían otorgar mayor rentabilidad promedio en ese período.

¿Por qué? Porque si dichas inversiones más riesgosas experimentan pérdidas importantes en el corto plazo, existen dos factores mitigadores. Primero, una parte de la pérdida tiende a recuperarse, en un plazo que puede llegar a ser relativamente largo, pero acotado respecto del horizonte de inversión de un afiliado joven. Segundo, porque en ese horizonte el afiliado es más tolerante al riesgo, porque puede compensar parte de la pérdida con aumento razonable de tiempo de contribución o ahorro voluntario con el fin de aumentar su fondo acumulado. A medida que el horizonte de inversión es más corto, como por ejemplo, para alguien que se encuentra a 10 ó 5 años de pensionarse y pasarse a una cartera 100% de renta fija (como en una renta vitalicia fija en UF o un retiro programado invertido en el fondo E), es cada vez menos recomendable que las inversiones sean tan riesgosas o volátiles, ya que tendrá menos tiempo para recuperar eventuales bajas de precio o compensar con más ahorro previsional.

El sistema previsional está diseñado respetando esta lógica. También supone, de acuerdo a la evidencia, que una cartera es más riesgosa o volátil desde la perspectiva de mercado cuando se compone de una mayor proporción de instrumentos de renta variable (acciones), y por lo mismo, que una cartera es más conservadora cuando se compone de una mayor proporción de instrumentos de renta fija (depósitos y bonos). Con todo, debe advertirse que los títulos de renta fija no están exentos del riesgo provocado por las fluctuaciones de precios, ya que la valorización de estas inversiones depende, entre otros factores, de las tasas de interés del momento, que pueden fluctuar fuertemente en determinados periodos. Por ello sería un error pensar que las carteras de renta fija no tienen riesgo, y se prefiere decir que tienen menos riesgo /[1].

/[1] Valdés S. resume la evidencia empírica internacional en cuanto a que existe una probabilidad no despreciable de que la renta variable pueda generar menor retorno acumulado que la renta fija, en un periodo extenso del orden de una década o dos. Valdés Salvador (2010). "Acciones, Plazo de Inversión y Multifondos"; Estudios Públicos, 117. Verano 2010".

El Cuadro N°1 muestra la composición referencial de cada uno de los Tipos de Fondos de Pensiones en términos de renta variable y renta fija, así como también la rentabilidad obtenida desde que existen los multifondos y una medida de volatilidad de corto plazo de los retornos. No obstante, la definición del riesgo en el ámbito previsional puede ser diferente a lo que tradicionalmente se utiliza para medir desempeño de estrategias más convencionales de inversión, el debate sobre cuál es la métrica de riesgo relevante está en pleno desarrollo/[2]. El riesgo pensión puede ser entendido como la desviación en torno al objetivo que es alcanzar una determinada tasa de reemplazo/[3]. A modo ilustrativo, se puede decir que en este esquema, una estrategia basada en invertir desde muy joven todo el ahorro en renta fija de corto plazo podría generar un alto riesgo pensión, ya que con alta probabilidad no se alcanzará una tasa de reemplazo satisfactoria.

**Cuadro N°1**

Caracterización de los Tipos de Fondo de Pensiones

(Porcentaje fondo de pensiones, rentabilidad real promedio anual)

| Tipo de Fondo | Renta Variable referencia | Renta Fija referencia | Retorno % anual 2002 a la fecha | Volatilidad % anual Jun-12 / May-13 |
|---|---|---|---|---|
| Fondo A | 80% | 20% | 6,99 | 6,12 |
| Fondo B | 60% | 40% | 5,85 | 4,33 |
| Fondo C | 40% | 60% | 5,22 | 2,83 |
| Fondo D | 20% | 80% | 4,71 | 1,58 |
| Fondo E | 5% | 95% | 3,95 | 1,11 |

Nota 1: Rentabilidad y volatilidad calculada al 31 de mayo de 2013.
Nota 2: Re torno real promedio anual desde septiembre 2002 – mayo 2013.Volatilidad considerada como desviación estándar de los retornos diarios reales comprendidos en el período (junio 2012 – mayo 2013).
Fuente: Superintendencia de Pensiones.

La discusión sobre la trayectoria óptima de las inversiones para un individuo ha sido materia de gran debate, lográndose cierto nivel de consenso acerca de la conveniencia de utilizar un esquema del tipo “ciclo de vida”, en el que la cartera de inversiones de un individuo tiene más renta variable cuando es más joven y, a medida que envejece, disminuye la proporción de renta variable en favor de una cartera con un mayor porcentaje de renta fija. Esta estrategia intenta aprovechar el horizonte largo de inversión para producir en promedio un mejor rendimiento de las inversiones/[4].

/[2] Para una discusión más detallada acerca del riesgo pensión, ver Berstein S, Fuentes O. y Villatoro F. (2013). “Default investment strategies in a defined contribution pension system: a pension risk model application for the Chilean case”. Journal of Pension Economics and Finance (Publicado Online, Junio).

/[3] Se define como tasa de reemplazo a la razón entre la pensión obtenida con los ahorros previsionales y el ingreso laboral que recibía la persona antes de pensionarse.

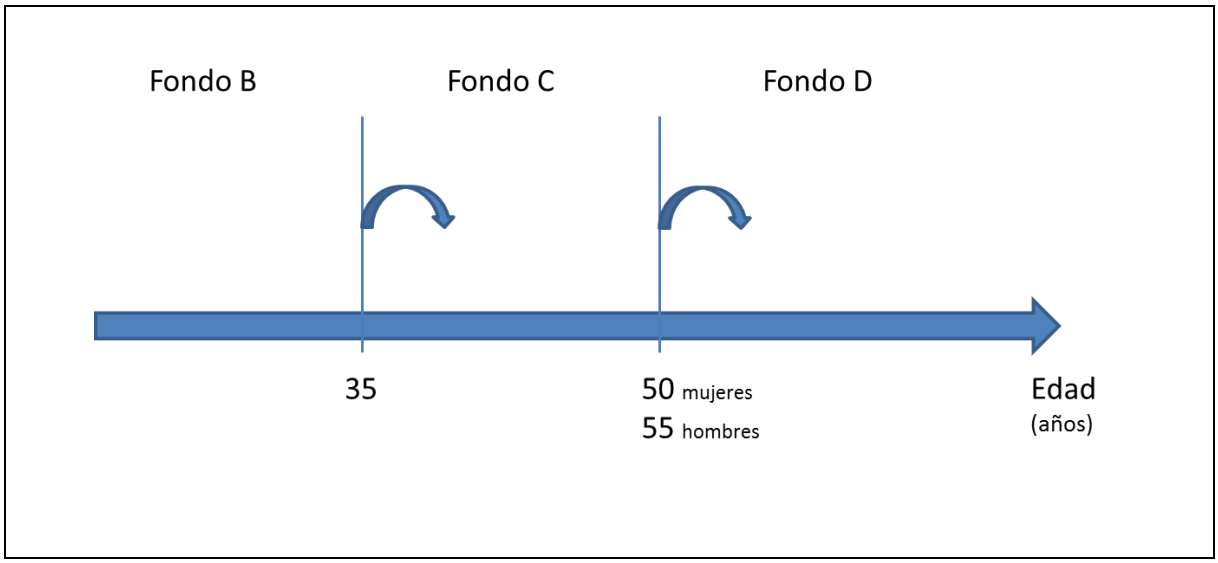
/[4] También se podría considerar óptima la exposición decreciente en renta variable en los fondos, ya que se debe incorporar al análisis el capital humano (con características de renta fija). Por ello, un portafolio global balanceado se lograría con ahorros financieros que sigan la lógica de un fondo tipo ciclo de vida.

Atendiendo a las consideraciones planteadas, la estrategia que la ley y la regulación propone a los afiliados desde la creación de los multifondos es precisamente aquella que va gradualmente cambiando a las personas de fondo desde una cartera más riesgosa cuando es joven (horizonte de varias décadas) hacia una cartera conservadora a medida que envejece (horizonte más reducido). En la práctica, a los afiliados que no eligen un fondo previsional, la Ley les asigna un fondo, partiendo por el Fondo B cuando son menores de 35 años y terminando en el fondo D cuando están más cercanos a la edad legal de pensionarse. Los cambios de fondo mencionados se realizan gradualmente, primero desde el Fondo B al C y luego, desde el C al D traspasando el saldo total en parcialidades de 20% en cada año, por lo cual toma cuatro años completar este traspaso entre multifondos. Esta estrategia también conocida como "estrategia por defecto", pretende aprovechar el horizonte de varios años para acceder a mejores retornos promedio asumiendo un riesgo tolerable y luego ir gradualmente refugiándose en carteras o portafolios menos riesgosos, para reducir prudentemente el riesgo de largo plazo/[5].

**Figura N°1**

Trayectoria por Defecto

(Personas que no optan activamente por fondos)




Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Adicionalmente a los fondos por defecto (B, C y D), la Ley también considera otros dos tipos de fondos, a los que sólo se puede acceder cambiándose a ellos "activamente": uno más riesgoso (Fondo A) y otro más conservador (Fondo E). Ellos, se encuentran en los extremos de la estrategia diseñada para aquellos afiliados que no eligen. El Fondo A es una opción para las personas que

Para más detalle, ver Viceira L (2007). "Life-Cycle Funds". Harvard Business School, National Bureau of Economic Research(NBER) and Centre for Economic Policy Research

/[5] A mayo de 2013, aproximadamente 60% de las cuentas obligatorias existentes se encuentra en los fondos asignados por defecto.

están dispuestas a asumir mayor riesgo con sus fondos previsionales, en función ya sea de sus preferencias por riesgo o porque gozan de otras fuentes de ingreso para la vejez diferentes de los ahorros previsionales y, por lo tanto, su inversión previsional no arriesga totalmente su bienestar futuro. El Fondo E está en el otro extremo, siendo la opción disponible más conservadora, incluso que aquel fondo moderado considerado en la estrategia por defecto de la ley, respetando de esta forma, las preferencias de aquellas personas más aversas al riesgo.

En este marco, los cambios de fondos se entienden en una perspectiva de largo plazo. No fueron pensados, como demuestra la historia de la Ley, como un mecanismo para evitar pérdidas o para obtener más rentabilidad en plazos reducidos.

## 3. La Crisis Financiera de 2008 y Resultado de los Cambios de Fondo

Si alguien que estaba en el Fondo A en 2008, año en el que la crisis financiera se manifestó con mayor fuerza, se hubiese cambiado al Fondo E a mediados de ese año, se habría evitado cuantiosas pérdidas. Si esta misma persona hubiese vuelto al Fondo A en el año 2009, habría aprovechado el alza significativa de las bolsas en ese periodo, logrando un timing adecuado para sus inversiones. Ciertamente, en ese mundo ideal y de fina predicción, un individuo podría haber obtenido una rentabilidad muy superior a la obtenida por el Fondo A o por cualquier otro fondo desde 2008 hasta ahora. Con todo, se debe destacar dos elementos importantes: los Fondos han tendido a recuperar su valor previo a la crisis y sus rentabilidades de largo plazo se mantienen positivas, dentro de rangos aceptables para el rendimiento de un fondo de pensiones.

Para implementar exitosamente la estrategia de "market timing" o cambiarse con el objeto de aumentar ganancias o evitar pérdidas, estando en un fondo de alta volatilidad, se requiere que el cambio sea en el instante correcto. Desviaciones respecto del momento óptimo para realizar los cambios de fondos puede perjudicar al afiliado en forma importante, como demuestran los resultados de un análisis realizado por la Superintendencia de Pensiones respecto de un grupo de afiliados a partir del año 2008/[6].

Específicamente se realizó un seguimiento de aquellos afiliados que se cambiaron alguna vez de fondo en el año 2008, en tiempos de crisis, y luego se observó cuál fue el comportamiento y desempeño en términos de rentabilidad de estas personas. De esta forma, se configuró un grupo de aproximadamente 166 mil afiliados, cuya característica común es que realizaron algún traspaso de fondo con su cuenta obligatoria el año 2008. Desde ese momento, se consideraron todos sus cambios de fondo hasta marzo de 2013, contabilizándose para este grupo de afiliados más de 450 mil traspasos de fondo en este periodo. Los resultados indican que un 54% de ellos obtuvo peor rentabilidad de la que habría obtenido si se hubiera quedado en el fondo en el cual estaba

/[6] Fuentes O., Searle P. y Villatoro F. (2013). "Decisiones Activas de Afiliados en un Sistema de Contribución Definida" (Mimeo). SP.

originalmente en 2008 (estrategia pasiva). Adicionalmente, se constató que más del 80% de las personas de este grupo obtuvo menor rentabilidad de la que habría obtenido de permanecer en el fondo asignado por defecto en la Ley.

Los resultados de este análisis no hacen más que reforzar la evidencia, en cuanto a que es muy difícil anticipar los precios en el mercado financiero, y que la mejor estrategia de inversión que se puede adoptar es aquella que busca un adecuado balance entre riesgo y retorno promedio, de acuerdo al perfil de tolerancia al riesgo del afiliado.

Otro argumento que se ha utilizado frecuentemente en favor de las estrategias activas es el de operar con un "stop loss" o máxima pérdida tolerada, en este caso, en el Fondo A, es decir, aprovechar los buenos momentos del mercado y, de acuerdo a un límite de caída definido previamente, cambiarse a un fondo de refugio (Fondo E). Sin embargo, en un contexto de fondos previsionales, si una persona no tiene tolerancia a una cierta fluctuación de corto plazo en los retornos, tiene otras opciones de menor volatilidad que pueden entregan resultados similares (Fondo C o D por ejemplo, o incluso el E ante una menor tolerancia al riesgo) sin tener que cambiarse de fondo intempestivamente con el consiguiente riesgo de no "apuntarle" y quedar en peor situación que una estrategia pasiva, como se demostró en el caso de los cambios de fondos de 2008.

## 4. Intensificación de los Cambios de Fondos de los Afiliados

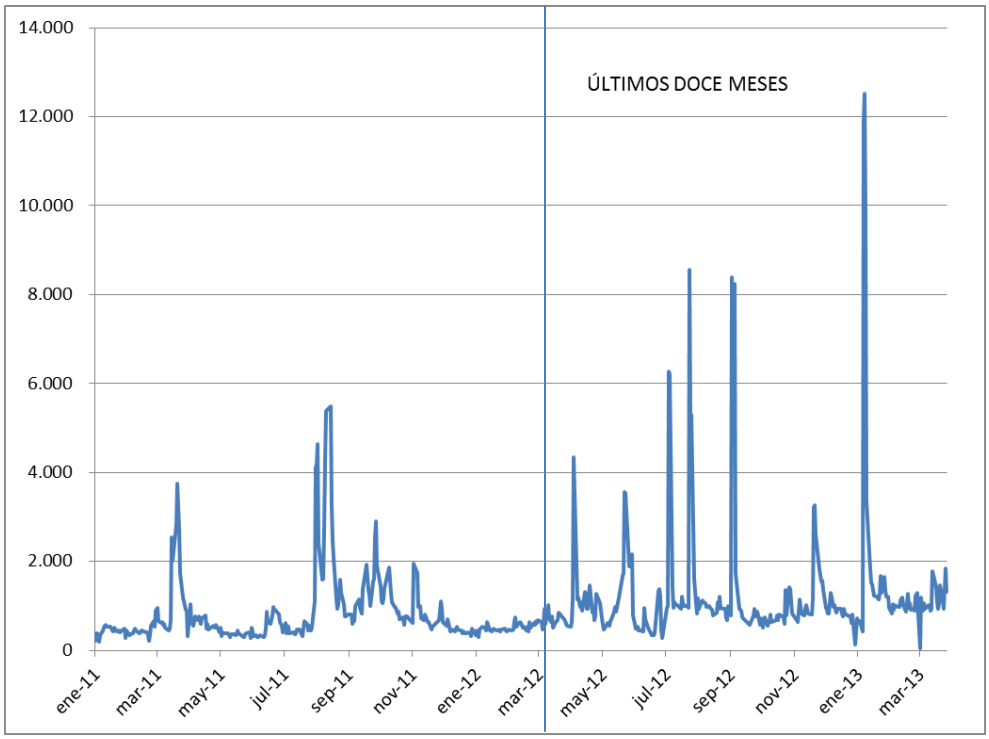
Al observar los cambios de fondos de los afiliados en el periodo posterior a la crisis de 2008, se detecta un notable aumento, especialmente en el año 2012 y 2013. Las turbulencias financieras y la mayor información disponible acerca del desempeño de los fondos y del mercado financiero han acrecentado la preocupación por los fondos de pensiones. Asimismo, en este periodo en particular, ha sido importante el aumento en el número de afiliados que se han visto influenciados por asesores no regulados, quienes ofrecen mejorar el rendimiento de los ahorros previsionales a través de estrategias activas basadas en cambios frecuentes. Esto parece explicar en buena parte el fenómeno de aumento en los traspasos entre fondos.

En los últimos doce meses de la Figura N°2 se registraron un total de 343.729 traspasos de fondo correspondientes a 208.985 personas, arrojando un promedio de 1,6 cambios por persona en ese periodo. Por su parte, el Cuadro N° 2 entrega más detalles acerca de la frecuencia de los cambios de este grupo de personas, las cuales representan aproximadamente 2% del total de afiliados al sistema.

**Figura N°2**

Cambios de Fondos Diarios

(N° de cambios registrados enero 2010- marzo 2013)




Fuente: Superintendencia de Pensiones

**Cuadro N°2**

Frecuencia de Cambios Fondos

(Número de afiliados por número de traspasos, abril 2012- marzo 2013)

| N° Traspasos | N° Afiliados | % |
|---|---|---|
| 1 | 139.023 | 66.5% |
| 2 | 40.172 | 19.2% |
| 3 | 12.062 | 5.8% |
| 4 | 9.918 | 4.7% |
| 5 | 2.866 | 1.4% |
| 6 | 3.119 | 1.5% |
| 7 o más | 1.825 | 0.9% |
| **Total** | **208.985** | **100.0%** |

Fuente: Superintendencia de Pensiones. BDA

La pregunta natural que surge en el contexto de la discusión planteada en este documento es la efectividad en términos de rentabilidad que han tenido los cambios de fondos para este grupo de afiliados.

La Figura N°3 da cuenta de las rentabilidades reales en doce meses (abril 2012 / marzo 2103) de cada tipo de fondo de pensiones, ordenando desde el fondo más rentable en este periodo (Fondo E) hasta el menos rentable (Fondo B). Con esta información se generan tres tamos de rentabilidad que se reflejan en la parte derecha de la figura; el tramo superior que corresponde a rentabilidades obtenidas por sobre la del Fondo E y por consiguiente, superiores a cualquier fondo en estos doce meses; el tramo multifondos (rango de rentabilidades obtenidas por los cinco tipos de fondo) y el tramo de rentabilidad inferior que representa resultados con rentabilidades más bajas que el 2,5% del Fondo B.

El seguimiento cuenta a cuenta de esta muestra de 208 mil afiliados, nos revela que cerca de dos tercios de las personas que efectuaron cambios en estos doce meses, obtuvieron peor rentabilidad que el fondo de pensiones de peor desempeño en este periodo (tramo inferior de rentabilidad)/[7].

**Figura N°3**

Rentabilidad Multifondos v/s Rentabilidad con Traspasos

(rentabilidad real anual, abril 2012- marzo 2013)

| Ranking Multifondo | Fondo | Retorno Real | | Tramo de Rentabilidad | % Afiliados c/ traspasos |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | → | Tramo Superior | 13,5% |
| 1° | E | 4.1% | | | |
| 2° | D | 3.6% | | | |
| 3° | C | 3.4% | → | Tramo Multifondos | 21,6% |
| 4° | A | 2.7% | | | |
| 5° | B | 2.5% | | | |
| | | | → | Tramo Inferior | 64,9% |

Tramo Superior : rentabilidad real mayor al 4,1% obtenido por el fondo E en este periodo.
Tramo Multifondos: rentabilidad real entre 2,5% y 4,1% en este periodo.
Tramo Inferior : rentabilidad real menor al 2,5% obtenido por el fondo B en este periodo.
Fuente: Superintendencia de Pensiones.

/[7] El examen de estas cuentas indica que 77% de estos 208 mil afiliados resultó con peor rentabilidad producto de los cambios efectuados que si se hubiese mantenido en el mismo fondo que estaba al inicio de este periodo.

## 5. Las Recomendaciones de Cambio de Fondos

Como se señaló, uno de los factores que explica en forma importante el aumento de los cambios de fondos observados en el último tiempo son las recomendaciones de asesores no regulados que entregan alertas de cambios de fondos/[8]. Una de las empresas de este tipo más conocidas a la fecha es "Felices y Forrados" (F&F), que opera a través de un sitio web y cuenta con un volumen significativo de suscriptores, a quienes les ha prometido en una primera etapa rendimientos muy atractivos y recientemente una fórmula que evitaría pérdidas. En atención a lo anterior, se realizará un análisis del desempeño, en términos de rentabilidad de corto plazo, obtenida por los afiliados que han seguido las recomendaciones de esta empresa. No se debe perder de vista que el desempeño obtenido mediante cualquier estrategia de inversión asociada a los fondos previsionales debe ser evaluado en el mediano o largo plazo y considerando la dimensión de riesgo. No obstante, como precisamente la discusión es acerca de market timig en periodos cortos, se demostrará que aún en esta lógica dichas estrategias no logran ser frecuentemente exitosas, y por ende involucran riesgos importantes para los afiliados.

El Cuadro N°3 recopila y señala los anuncios de cambio de fondo emitidos por F&F desde el 2011 y la correspondiente recomendación. La información de este cuadro será la base para elaborar los resultados de desempeño de los seguidores de Felices y Forrados. Cabe destacar que, de los once anuncios presentados en el cuadro, esta empresa ha recomendado cambiar de fondo de pensión en seis oportunidades en los últimos 12 meses, y en una ocasión no transcurrieron más de 2 semanas entre una alerta y otra, por lo que claramente estamos en presencia de una estrategia muy activa, en contraposición a la estrategia de cambios por defecto sugerida por la Ley.

Tomando como base del análisis, los valores cuota de los fondos de pensiones (publicados en el sitio web de la Superintendencia de Pensiones) en las fechas de los anuncios, se reporta en el Cuadro N°4, el rendimiento logrado por la estrategia de F&F considerando a diez distintos tipos de afiliados que empiezan a seguir esta estrategia en las distintas fechas en que se producen las alertas de cambios de fondo. Así, el Afiliado 1 es definido como aquél que sigue a F&F desde la primera señal originada en julio de 2011 y de ahí en adelante obedece todas las siguientes señales; el Afiliado 2 es definido como aquél que sigue a F&F desde el anuncio N° 2 de cambio de fondo hacia adelante y así sucesivamente. El Afiliado 10 se define como uno que se incorporó a esta estrategia en la alerta de enero de 2013, de acuerdo al Cuadro N°3.

/[8] A la fecha operan al menos las empresas Felices y Forrados, Mi Previsión, Fondo Alerta, IB Capital.

**Cuadro N°3**

Anuncios de Cambio de Fondo por parte de Felices y Forrados

| N° Anuncio | Sugerencia Movimiento de Fondos | Fecha |
|---|---|---|
| **N° 1** | A --> E | 27-07-2011 |
| **N° 2** | E --> A | 12-10-2011 |
| **N° 3** | A --> E | 22-11-2011 |
| **N° 4** | E --> A | 10-01-2012 |
| **N° 5** | A --> E | 29-03-2012 |
| **N° 6** | E --> A | 19-06-2012 |
| **N° 7** | A --> E | 28-06-2012 |
| **N° 8** | E --> A | 19-07-2012 |
| **N° 9** | A --> E | 29-08-2012 |
| **N° 10** | E --> A | 02-01-2013 |
| **N° 11** | A --> E | 03-04-2013 |

Fuente: Felices y Forrados (publicación web).

El último anuncio, en este caso el N° 11, no es incorporado en el Cuadro N° 4 al análisis de efectividad, ya que la rentabilidad de la estrategia de F&F para el último anuncio será siempre igual al fondo recomendado desde ese periodo en adelante. No obstante, al cierre de mayo de 2013, el Fondo A superaba al E en rentabilidad desde el último anuncio (Fondo A rentó 3,2% versus 1,2% del Fondo E).

Como se puede observar, el hipotético Afiliado 1 (quien se cambia en el Anuncio N°1 y sigue todos los anuncios posteriores de F&F) logra una rentabilidad nominal de 18,0% anualizada durante el periodo, superando la rentabilidad de todos los fondos o estrategias pasivas disponibles. Por lo tanto, el Afiliado 1, efectivamente puede estar por ahora satisfecho, en términos de rentabilidad, con la estrategia de cambios continuos de fondos. Por su parte, el Afiliado 2 (quien se cambia en el Anuncio N°2 y sigue todos los anuncios posteriores de F&F) obtiene un rendimiento intermedio entre el Fondo A y el Fondo E, al igual que los Afiliados 3 y 4 del ejercicio. Distinta es la situación para los Afiliados 5 al 10, quienes de acuerdo a este análisis han perdido dinero al seguir la estrategia de F&F por el tiempo señalado. Más crítico aún resulta medir la efectividad de la estrategia de F&F respecto al Fondo A; en este caso, sólo el Afiliado 1 del ejercicio se ha visto beneficiado por seguir las alertas de F&F y el resto de los individuos clasificados como Afiliados 2 al Afiliado 10 se han perjudicado al seguir a F&F respecto de haber permanecido en el Fondo A.

**Cuadro N°4**

Resultados de la Estrategia F&F por Tipo de Afiliado

(retorno nominal en porcentaje desde fecha inicial del anuncio hasta el 31 de mayo de 2013)

| Tipo de Afiliado según número de anuncio | Fecha Inicial | Retorno Fondo A | Retorno Fondo E | Retorno F &F | Efectividad F&F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Afiliado 1** | 27-07-2011 | 7,2 | 12,9 | 18,0 | √ √ |
| **Afiliado 2** | 12-10-2011 | 17,3 | 9,2 | 14,1 | X √ |
| **Afiliado 3** | 22-11-2011 | 17,7 | 10,1 | 14,5 | X √ |
| **Afiliado 4** | 10-01-2012 | 13,0 | 7,8 | 12,2 | X √ |
| **Afiliado 5** | 29-03-2012 | 6,0 | 7,1 | 5,3 | X X |
| **Afiliado 6** | 19-06-2012 | 11,1 | 5,2 | 3,4 | X X |
| **Afiliado 7** | 28-06-2012 | 10,1 | 4,7 | 2,4 | X X |
| **Afiliado 8** | 19-07-2012 | 11,7 | 4,8 | 2,5 | X X |
| **Afiliado 9** | 29-08-2012 | 12,2 | 3,8 | 2,9 | X X |
| **Afiliado 10** | 02-01-2013 | 3,8 | 2,7 | 1,8 | X X |

Nota : Se utilizan retornos promedio del sistema.
√ √ : Rentabilidad de F&F superior al Fondo A y superior al Fondo E
X √ : Rentabilidad de F&F inferior al Fondo A y superior al Fondo E
X X : Rentabilidad de F&F inferior al Fondo A e inferior al Fondo E
Fuente : Superintendencia de Pensiones (Base valores cuota).

¿Por qué resulta importante y pertinente hacer esta distinción entre afiliados? Primero, con el fin de destacar la variedad de potenciales resultados para los seguidores de una estrategia de market timing como ésta. A pesar de que los resultados son altamente sensibles al periodo analizado y, por lo tanto, cambiarán dependiendo de las fechas que se consideren, el punto de fondo es que los anuncios no siempre son exitosos. En segundo término, analizando particularmente la situación de los seguidores de la estrategia de F&F, con datos efectivos de la base de datos de afiliados, se puede estimar que menos del 1% de los afiliados seguidores de F&F podrían ser considerados afiliados beneficiados o exitosos (afiliados tipo 1) y aproximadamente 99% de ellos, obtienen resultados negativos en sus fondos de pensiones de acuerdo a la clasificación del ejercicio (Afiliados tipo 5, 6, 7, 8, 9 y 10). La prevalencia de afiliados con resultados negativos se debe a que los anuncios tuvieron un "*timing*" correcto sólo al inicio del periodo analizado, cuando esta empresa tenía un bajísimo número seguidores/[9]. Luego, los sucesivos anuncios influenciaron a un número creciente de afiliados pero no en forma acertada.

/[9] Este resultado tiene coherencia con la información publicada en el propio sitio web de esta empresa, el cual indica la página se lanzó al público sólo en enero de 2012 (a partir del 4to anuncio del Cuadro).

Otra forma de leer los resultados es que la empresa F&F ha emitido 6 avisos errados, lo que no debería sorprendernos, ya que estas estrategias son similares a "lanzar una moneda al aire". Por tanto, tras numerosas repeticiones, su resultado se acercará al 50% de aciertos y 50% de fallas. Lo que se debe tener en cuenta es que, si bien habrá personas favorecidas, otro grupo podría verse afectado negativamente en el monto final de sus pensiones.

## 6. Efectos agregados del cambio masivo de fondos

Una de las preocupaciones adicionales que surgen con el fenómeno de los cambios masivos entre fondos es aquella derivada de los potenciales efectos en precios de los activos financieros locales, al experimentar movimientos de gran magnitud en los fondos de pensiones.

Considérese una ilustración extrema, donde todas las personas que están en el Fondo A, decidieran en un día determinado, cambiarse al Fondo E. En ese escenario, las AFP se verían forzadas a vender una cifra significativa de renta variable local y comprar ese monto en renta fija, con el consecuente impacto en los precios de acciones y las tasas de interés de los instrumentos involucrados.

Sin extremar el argumento, y considerando que los cambios de fondos han sido cada vez más masivos, no se puede descartar que los últimos cambios y también los futuros cambios tengan incidencia en el precio de los activos transados en el mercado local, observándose fluctuaciones importantes de los precios de algunos instrumentos en los días de alerta de cambio de fondo. 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 pensionándose y no tiene 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/[10].

Teniendo en consideración los potenciales efectos negativos para el conjunto de afiliados derivados de cambios masivos de fondos, en el año 2008, precaviendo una situación de similar naturaleza, la Superintendencia reguló algunos aspectos operativos del cambio de fondos precisamente para dar algún grado de protección a los afiliados en estas circunstancias extraordinarias. Una de estas medidas fue regular que los cambios de fondos 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, dado los desfases de valoración de las cuotas en los fondos de pensiones/[11]. Así también, la existencia de un monto máximo diario de cambios de fondo

/[10] El impacto sobre los precios de activos gatillado por cuantiosas compras o ventas de instrumentos afecta el valor cuota de los fondos de todos los afiliados.

/[11] El valor cuota de un fondo de pensiones incorpora los cambios de precios o valorizaciones de mercado en algunos instrumentos con rezago, por lo que en un escenario en que se permitiera abandonar y entrar

obedece a una lógica de protección de los propios afiliados en situaciones de avalanchas de cambios que pueden producir alteraciones importantes de precios que finalmente impacten negativamente a los afiliados en su conjunto/[12]. No obstante, las regulaciones se revisan periódicamente y particularmente en estos episodios se evalúa su efectividad, la herramienta más poderosa para proteger al afiliado es su propio conocimiento de las características del sistema y especialmente del tipo de fondo que está eligiendo.

## 7. Conclusiones

Las personas deben tomar en cuenta diversas variables al momento de realizar un traspaso de fondo, siendo quizás una de las más importantes el horizonte de inversión. Este horizonte para los ahorros previsionales está determinado por el tiempo remanente hasta la edad de retiro, por lo que para una proporción importante de los afiliados, los ahorros de la cuenta obligatoria deben ser considerados como una inversión de largo plazo y es ese el horizonte dentro del cual se debe buscar un adecuado balance entre retorno y riesgo.

La posibilidad de los afiliados de realizar traspasos de fondo es de gran importancia dado que les permite elegir el tipo de fondo que más se acomoda a su perfil de tolerancia al riesgo y a su contexto de ingresos en el futuro, entendiendo también que estos factores pueden variar en el tiempo. De la misma manera, el sistema permite elegir dentro de una gama de alternativas, precisamente porque así el afiliado puede hacerse parte de la administración de sus ahorros. Por supuesto, que esta libertad será positiva para los usuarios del sistema en la medida que las decisiones sean tomadas de manera consciente, informada y considerando el horizonte de inversión adecuado.

Los masivos cambios de fondos de pensiones observados en el último tiempo despiertan varias alertas, ya que, no obstante un cambio de fondo puede ser la decisión correcta para un afiliado en determinadas circunstancias, las estrategias de continuos cambios han demostrado hasta ahora, en general, no ser exitosas. Lo más probable es que las estrategias activas con cambios muy frecuentes de fondos resulten en una proporción importante de afiliados que se perjudique. Por ello, resulta relevante poner a disposición de los afiliados información objetiva de los resultados de estas estrategias, ya que de esta forma podrán decidir el destino de sus fondos de manera más informada, no sólo considerando los potenciales beneficios, sino también los riesgos que enfrentan al cambiarse frecuentemente de fondo de pensiones.

Un seguimiento efectuado por la Superintendencia cuenta a cuenta de 208 mil afiliados que efectuaron cambios entre abril de 2012 y marzo 2013, reveló que cerca de dos tercios de ellos,

---

a un fondo con el valor cuota del mismo día, el afiliado podría tomar ventaja de la información que ya se conoce en el mercado.

/[12] La regulación indica que el monto máximo de cambio de fondos a realizar en un día, no puede superar el 5% del valor del fondo y aquel monto que exceda este límite se deberá traspasar en los días siguientes.

obtuvieron peor rentabilidad que el fondo de pensiones de peor desempeño en este periodo. Así también, aproximando los resultados de los afiliados que siguieron las recomendaciones de "Felices y Forrados", consistentemente desde algún anuncio, es posible concluir que la mayoría de sus seguidores ha obtenido un peor resultado en comparación con la rentabilidad pasiva de los fondos de pensiones entre los cuales se efectúan los cambios (A y E).

Otros aspectos que se deben cautelar como consecuencia de estas recomendaciones son los potenciales impactos negativos que estos cambios masivos de fondos pueden tener sobre el conjunto de los afiliados del sistema, así como también, sobre el funcionamiento del sector financiero.

Por último, los resultados que arrojan los ejercicios simples de comparación de las estrategias de inversión, parecieran confirmar que una vez más la promesa de ganancias más allá de lo normal y a bajo costo, no tiene sustento para el universo de las personas.