

## Recuadro III.1: Impacto de los traspasos de afiliados sobre los cambios en los portafolios de los fondos de pensiones

Las turbulencias ocasionadas por la crisis financiera afectaron el valor y la composición de las carteras de inversión de los inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones, que administraban US\$106.496 millones a septiembre del 2009, realizaron importantes ajustes a su cartera, entre los que destacan los cambios en la inversión al exterior. Una pregunta que surge es si el ajuste de los saldos administrados en cada tipo de fondo fue el resultado de decisiones autónomas de las AFP, o si dicho cambio estuvo impulsado por las decisiones de traspasos entre fondos de los afiliados, con el objetivo de evitar pérdidas de riqueza.

La pregunta es relevante desde un punto de vista sistémico. Si el ajuste de los fondos es impulsado por las propias AFP, se esperaría un efecto bajo en los precios de los activos, dado que estos agentes tendrían incorporado el impacto que los cambios de su propio portafolio tienen sobre la valoración de las distintas clases de activos. De este modo, los ajustes de cartera se canalizarían preferentemente hacia mercados más líquidos, o se realizarían en forma gradual sin perder de vista el objetivo de rentabilidad. En caso contrario, si el ajuste de los fondos es inducido por una masiva reubicación de los afiliados hacia fondos menos riesgosos o viceversa, las AFP tendrían que ajustar sus portafolios sin mucha consideración de la oportunidad de mercado (*market timing*)<sup>3/</sup>.

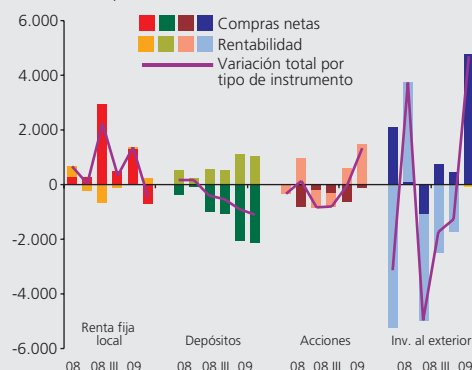
El análisis anterior es de especial interés para el período 2008-2009, cuando los afiliados al sistema se cambiaron entre fondos en magnitud significativa. En este recuadro se resumen los principales ajustes en las carteras y la reasignación de recursos entre los distintos tipos de fondos en dicho período; se muestra el número de afiliados que se cambia entre fondos y, finalmente, se intenta dimensionar la importancia de estos traspasos sobre los ajustes de cartera de los fondos de pensiones.

<sup>3/</sup> Las AFP tienen un plazo de cuatro a siete días hábiles para realizar el cambio de tipo de fondo desde recibida la petición de un afiliado (Norma de Carácter General, SP). Cada movimiento de afiliados entre fondos de una misma administradora puede ser ejecutado mediante transferencia de instrumentos entre sus fondos, o bien transando en los mercados formales. La decisión final depende, entre otros factores, de la estrategia de inversión de la AFP y de los límites de inversión.

En primer lugar, el cambio en el portafolio de los fondos de pensiones durante el 2008-2009 estuvo dominado, en el agregado, por los ajustes al porcentaje de inversión en el exterior (gráfico III.12). Una posible explicación de este comportamiento es la mayor liquidez y profundidad presente en los mercados internacionales, donde las AFP no afectan los precios de los activos objeto de inversión. En segundo lugar, gran parte de la variación de la cartera de inversiones, tanto en acciones como en inversión extranjera, se explica por cambios en la valoración de los activos, lo cual es razonable dado que fueron estas clases de activos las más afectadas por la crisis.

**Gráfico III.12**

Origen de los cambios en el valor del portafolio  
(millones de dólares)



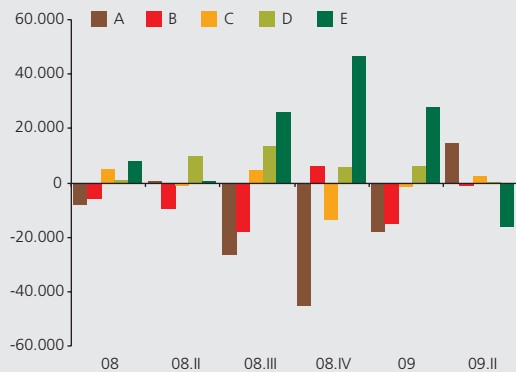
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SP.

En tercer lugar, en el período de mayores turbulencias, los fondos de pensiones reasignaron sus portafolios hacia instrumentos de renta fija local, en desmedro de la inversión en el exterior y de las acciones nacionales. Finalmente, durante todo el período, los fondos de pensiones han reducido sostenidamente la participación de los depósitos a plazo bancario en sus carteras, posiblemente por la mayor liquidez de este mercado y por la fuerte disminución de las tasas de interés a contar del primer trimestre del 2009.

A partir del tercer trimestre del 2008, se observó una fuerte redistribución de afiliados entre tipos de fondos. En dicho período, un número importante de afiliados empezó a salir del fondo A, mayoritariamente hacia los fondos D y E (gráfico III.13). Aproximadamente, 90.000 afiliados dejaron el fondo A entre julio del 2008 y marzo del 2009<sup>4/</sup>. El mayor número de salidas desde el fondo A ocurrió en octubre del 2008, cuando 29.680 afiliados se trasladaron a los fondos B y E.

**Gráfico III.13**

Traspaso de afiliados entre tipos de fondos (\*)  
(número de afiliados)



(\*) De una misma administradora.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SP.

En general, los traspasos de afiliados son relevantes para explicar las transacciones de instrumentos de los fondos de pensiones. En promedio, el 33% de las transacciones trimestrales (compras netas) se explican por los traspasos de afiliados o cotizantes (gráfico III.14).

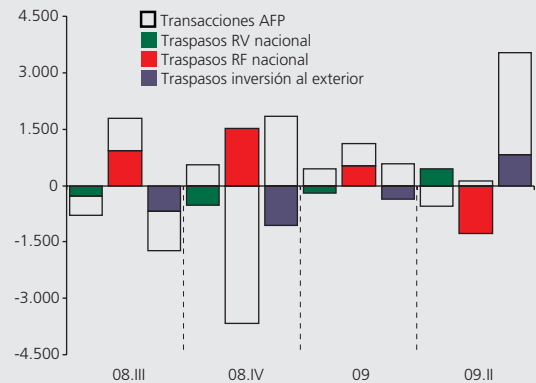
Sin embargo, dicho porcentaje varía por clase de activos. En el caso de las transacciones de instrumentos de renta variable nacional, los traspasos de cotizantes explican, en promedio, un 40% de los movimientos totales del fondo, mientras para las transacciones de instrumentos de renta fija nacional e inversión en el exterior, el promedio es de 24 y 35%, respectivamente.

Es importante destacar que durante los períodos de mayor turbulencia financiera, la salida de los afiliados de los fondos más riesgosos originó ventas netas de instrumentos de renta variable nacional, las cuales fueron en su mayoría compensadas por transacciones opuestas por parte de los fondos de pensiones. El mayor ajuste del portafolio de inversiones se produjo por la vía de transacciones de instrumentos extranjeros. En particular, esta situación se observa en el segundo trimestre del 2009, cuando los afiliados vuelven a los fondos más riesgosos.

En conclusión, se puede señalar que, durante períodos de crisis, las decisiones de traspaso de los afiliados sí tienen un impacto sobre los ajustes de cartera de los fondos de pensiones; sin embargo, el ajuste total de los portafolios sigue siendo determinado por las decisiones de sus administradores.

**Gráfico III.14**

Transacciones de los fondos de pensiones  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información del DCV y de la SP.

<sup>4/</sup> Equivalente a un 5% del total de cotizantes en el fondo A, a junio del 2008. El sistema tiene un número aproximado de 4,5 millones de cotizantes.