



## NOTA DE PENSIONES

NRO. 11 – DICIEMBRE 2016

### **APORTES DE LOS PROGRAMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL Y SUS VENTAJAS SOBRE LOS PROGRAMAS PÚBLICOS DE REPARTO**

- Programas de capitalización han aportado a la solución del problema de las pensiones, sustituyendo total o parcialmente los insostenibles programas públicos de reparto. Desde sus inicios, la rentabilidad anual promedio ha sido de 7,3% sobre inflación, permitiendo un crecimiento sostenido del ahorro de los trabajadores.
- Reformas previsionales basadas en la capitalización individual han activado un círculo virtuoso de mayor ahorro nacional, más inversión, perfeccionamiento del mercado laboral, desarrollo del mercado de capitales, más crecimiento y progreso.
- AFPs invierten más de USD 47 mil millones en infraestructura (un 12% de los fondos de pensiones), en los sectores eléctrico-energético, telecomunicaciones, sanitario e infraestructura vial.
- Fondos de pensiones han posibilitado el financiamiento de más de 1 millón 600 mil viviendas, con recursos invertidos por más de USD 19 mil millones, lo que ha permitido que la gente acceda a créditos hipotecarios en mejores condiciones en términos de tasas y plazos.

---

#### **Resumen Ejecutivo**

##### ***Inviabilidad de los sistemas públicos de reparto***

Las reformas previsionales basadas en capitalización individual desactivaron una bomba de tiempo. Los sistemas de reparto se basan en una pirámide poblacional que en la mayoría de los países ya no existe, debido al aumento de las expectativas de vida y a la caída de la tasa de fertilidad. Los cambios demográficos hacen imposible mantener un mecanismo basado en que los trabajadores (cada vez en menor cantidad) financien los beneficios de los pensionados (cada vez en mayor cantidad). Es así como varios países, como por ejemplo Chile (1981), Perú (1993), Colombia (1994) y México (1997), decidieron introducir en sus sistemas de seguridad social un programa de capitalización individual.

Los países que no han introducido programas de capitalización han tenido que asumir con

recursos públicos el financiamiento de las pensiones, con lo cual la deuda previsional<sup>1</sup> se ha hecho insostenible (por ejemplo, en Grecia es casi 9 veces el PIB). Además, dichos países han tenido que efectuar reformas paramétricas para hacer frente a la situación demográfica, elevando la tasa de cotización subiendo la edad de jubilación y reduciendo el monto de los beneficios (no obstante que los sistemas de reparto se hacen llamar también de “beneficio definido”). La situación anteriormente descrita se ha agravado debido al tardío ingreso de las personas al mercado laboral, la falta de correspondencia entre el esfuerzo de cotización y el beneficio recibido, y las altas tasas de evasión y elusión.

##### ***Aportes de los programas de capitalización individual***

La revisión de las experiencias de los países que llevan mayor tiempo de operación con un programa de capitalización individual (Chile, Colombia, México y Perú), da cuenta de que

---

<sup>1</sup> Se refiere a la Deuda Previsional “No Documentada” o “Implícita”, es decir, el valor presente de los compromisos de pagos de pensiones futuras.

éste conlleva importantes aportes para el ahorro de los trabajadores y sus pensiones, para el desarrollo socioeconómico de los países, y para la economía en general. En particular los sistemas de capitalización individual han contribuido en los siguientes puntos.

#### ***i) Aporte a las pensiones***

En los programas de capitalización individual los trabajadores son propietarios de sus ahorros (y de las rentabilidades de los mismos) y todos los trabajadores cotizan bajo el mismo sistema, con las mismas reglas. En cambio, en los programas de reparto de América Latina se encuentran múltiples regímenes con distintas reglas, dependiendo del tipo de trabajador y sector económico donde se desempeñen. Además, en los programas de reparto, en general, solo reciben pensión quienes cumplen con un mínimo de aportes, lo que conlleva a que las pensiones de vejez de los antiguos sistemas de reparto resulten efectivamente inferiores a las que entregan los programas de capitalización individual. En el caso de Chile, que cuenta con el sistema más maduro, 50% de los cotizantes del sistema antiguo no recibían pensión alguna y en la mayoría de los casos, además, perdían todo lo ahorrado durante su vida activa. Considerando esta realidad, las pensiones de vejez del sistema antiguo resultarían 47% inferiores a las que entrega el programa de capitalización individual vigente.

La evidencia para el caso de Suecia es contundente. Como indica Salvador Valdés<sup>2</sup>, en ese país cada trabajador debe cotizar simultáneamente a dos programas, uno de reparto y otro de capitalización. Según las proyecciones oficiales para 2065<sup>3</sup>, la ausencia de intereses hará que el programa de reparto pague pensiones 43% menores de las que pagará su programa de capitalización, para una misma tasa de cotización y operando en el mismo país<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Ver artículo de prensa:

[www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=143903](http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=143903)

<sup>3</sup> Fuente: [Orange Report - Annual Report of the Swedish Pension System 2013](#).

Otro aspecto a destacar es que en los programas de capitalización individual se genera rentabilidad, no así en los programas de reparto. Los programas de capitalización individual han obtenido altas rentabilidades históricas. En Chile, la rentabilidad real anual promedio ha sido de 8,37% desde el inicio del sistema en 1981; en Colombia 7,88%; Uruguay 7,78%; El Salvador 7,76%; Perú 7,52%; México 6,15%; Costa Rica 4,83%; y República Dominicana 4,81%; ascendiendo a un promedio (ponderado por el nivel de los fondos de pensiones administrados de los países analizados) de 7,31% por sobre la inflación.

Las desventajas de los antiguos programas de reparto se hacen más evidentes cuando comparamos sus costos con los de los actuales programas de capitalización individual. El promedio simple de las tasas de cotización a los sistemas públicos de reparto en los países de la OCDE es de 22%, lo que más que duplica las tasas de cotización que exigen los programas de capitalización. En el caso de Chile, si se aplicara al actual programa de capitalización la tasa de cotización que regía en el sistema antiguo (Servicio de Seguro Social; 19,03%), las pensiones aumentarían casi en un 50%.

#### ***ii) Aporte al desarrollo económico y los mercados de capitales***

Las AFP administran una importante cantidad de recursos y están en la búsqueda de nuevas oportunidades con el fin de seguir diversificando las carteras de inversión y obtener las mejores rentabilidades posibles para sus trabajadores, con riesgos acotados. Los fondos de pensiones han acumulado importantes recursos económicos que pertenecen a los trabajadores y que están invertidos en el sector real de la economía. Los recursos acumulados van desde unos USD 36 mil millones en Perú (20,5% del PIB) hasta USD 155 mil millones en Chile (70,7% del PIB). Así, los cuatro países con sistemas más maduros acumulan fondos por más de USD

<sup>4</sup> Valdés, Salvador (2015). "[Uso prudente del reparto: requisitos y propuesta para Chile](#)" (pág. 6).

395 mil millones, lo que representa el 22,7% del PIB de estas economías<sup>5</sup>.

Los sistemas han contribuido decididamente al crecimiento anual del PIB. En Chile, por ejemplo, del crecimiento anual promedio del PIB entre 1981-2011 (4,58%), 0,37 puntos porcentuales se explican por la reforma de 1981 (es decir, la reforma explica un 8,08% del crecimiento económico del período). En el caso de Perú, la reforma explica un 6,22% del crecimiento del PIB del período; en Colombia un 12,75%; y en México un 12,92%<sup>6</sup>.

Esta contribución se ha dado a través del mercado laboral (porque la tasa de cotización es menor y porque los trabajadores entienden que no se trata de un impuesto); del mercado financiero y de capitales, por la acumulación constante de fondos que exige una demanda permanente de nuevos títulos financieros; y mediante el canal ahorro-inversión, ya que la reforma ocasiona un nuevo flujo de ahorro previsional obligatorio que debe ser invertido en el mercado financiero, aumentando el ahorro total y con ello, la inversión.

Cabe destacar, además, que la instauración de los programas de capitalización individual ha implicado una importante profundización de los mercados de capitales.

### ***iii) Beneficios para la economía real, mercado de vivienda y desarrollo de la infraestructura***

Para cumplir con el mandato que tienen las AFP, de hacer crecer los recursos acumulados por los trabajadores en sus cuentas

individuales, parte importante de los fondos deben reinvertirse en sectores clave de la economía real de los países, principalmente en los sectores de Infraestructura y Vivienda.

Es así como las AFP en la región, comprometidas con el ahorro de sus trabajadores y con el desarrollo socioeconómico de los países, participan en la adquisición de acciones y bonos de empresas relacionadas a los sectores de infraestructura, tales como el eléctrico-energético, telecomunicaciones, sanitario, infraestructura vial (carreteras), aeroportuaria, ferroviaria, transporte (metro), entre otros<sup>7</sup>. La inversión de los fondos de pensiones en infraestructura va en el rango del 6,2% de los fondos (Chile) al 16,8% (México). En total se invierten más de USD 47 mil millones en infraestructura, aproximadamente un 12% de los fondos de pensiones de Chile, Colombia, México y Perú.

Las AFP también participan en el desarrollo del sector vivienda, principalmente a través de bonos o títulos con garantía hipotecaria orientados al financiamiento de vivienda. De la información que se dispone, los fondos de pensiones chilenos y mexicanos han posibilitado el financiamiento de más de 1 millón 600 mil viviendas, con recursos invertidos por más de USD 19 mil millones. El beneficio directo de ello radica en que los trabajadores pueden acceder a créditos hipotecarios en mejores condiciones, tanto en términos de tasas de interés como de plazos.

<sup>5</sup> Fuente: FIAP; datos a diciembre 2015.

<sup>6</sup> Para Perú el período considerado va entre 1993 y 2011; para Colombia entre 2006 y 2010; para México entre 1998 y 2012.

<sup>7</sup> Para llegar a estos sectores, se han ideado diferentes mecanismos o figuras. Por ejemplo, están los "bonos de

infraestructura" (Chile, Colombia, Perú); los Fondos de Capital Privado (Colombia); los Certificados de Capital de Desarrollo (México); los Fideicomisos de Bienes Raíces (México); los Fideicomisos de inversión en infraestructura (Perú).

## Introducción

En esta Nota se describen los principales aportes que han generado los programas de capitalización individual en aquellos países que los han implementado, así como también sus ventajas por sobre los programas públicos de reparto. Primero, se pone en contexto la incapacidad de los programas públicos de reparto para financiar pensiones de un modo sostenible en el escenario demográfico actual. Segundo, se analizan los aportes que han tenido los programas de capitalización individual para financiar mejores pensiones que los programas de reparto, de una manera sostenible y a un costo menor. Tercero, se muestra la contribución que estos programas han tenido sobre el desarrollo económico y los mercados de capitales. Finalmente, se describen los beneficios que han generado para la economía real, tanto para el desarrollo de la infraestructura como para el mercado de viviendas.

### I. Sobre la inviabilidad de los sistemas de reparto, dadas las tendencias demográficas.

Las reformas previsionales basadas en capitalización individual desactivaron una bomba de tiempo. Los sistemas de reparto (también llamados de “Beneficio Definido”) se basan en una pirámide poblacional que en la mayoría de los países ya no existe debido al aumento de las expectativas de vida (las personas están viviendo cada vez más, por lo que aumenta el tiempo en que perciben pensiones) y a la caída de la tasa de fertilidad (las mujeres tienen menos hijos que en el pasado).

Fue así como el año 1980 Chile cambió su sistema de reparto por un sistema de capitalización individual debido a que los cambios demográficos hacían imposible mantener un mecanismo basado en que los trabajadores jóvenes (que eran cada vez menos) financiaran las pensiones de los trabajadores mayores (que eran cada vez más). Con posterioridad, otros países de la región, como Perú (1993), Colombia (1994) y México (1997), fueron tomando el mismo camino, introduciendo un programa de capitalización individual en sus sistemas de seguridad social.

En efecto, el ratio de dependencia en la vejez, es decir, el cociente entre el número de adultos mayores (de 65 años o más) y el número de personas en edad de trabajar (entre 20 y 64 años de edad), entre 2015 y 2050, subirá en forma dramática. En los países latinoamericanos,

<sup>8</sup> Fuente: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision, custom data acquired via website.

<sup>9</sup> Para Ucrania el dato es una estimación del Banco Mundial al 2004; para el caso de Grecia, España e Irlanda el dato es calculado por Sebastián Edwards (2010).

como por ejemplo en Chile, ese cociente subirá de 18% a 48%; en Brasil lo hará de 13% a 40%; y en México de 11% a 33%. En los países desarrollados, como por ejemplo en Estados Unidos, subirá de 25% a 41%; y en China de 14% a 51%<sup>8</sup>. Es más, considerando que una proporción importante de la población entre 20 y 64 años no trabaja en forma remunerada y por tanto no contribuye al financiamiento de los pensionados, estos ratios de dependencia pueden ser considerablemente mayores. Todo ello deja en evidencia la imposibilidad de mantener un sistema en que los trabajadores financian las pensiones de un número cada vez mayor de pensionados.

Frente a la imposibilidad de aplicar este mecanismo, los países que mantuvieron el sistema de reparto debieron asumir con recursos públicos el financiamiento de las pensiones, con lo cual la deuda previsional no documentada (implícita) se hizo insostenible en muchos países: Grecia casi 9 veces el producto interno bruto (PIB), en el caso de España 255% del PIB, en el caso de Ucrania 364% su PIB, e Irlanda 405% su PIB<sup>9</sup>. En tanto, la deuda no documentada de los países que reformaron su sistema, se extinguirá conforme pase el tiempo.

Pese al endeudamiento en que debieron incurrir los países, éste no fue suficiente para financiar las pensiones y tuvieron que efectuar reformas paramétricas para hacer frente a la situación que vivían por los cambios demográficos. Fue así como en 75 países debieron elevar la tasa de cotización; 52 países debieron subir la edad de jubilación; y 64 países debieron disminuir el monto de los beneficios<sup>10</sup>. Esto, no obstante que los sistemas de reparto se hacen llamar también de “Beneficio Definido”.

### II. Aporte de los programas de capitalización individual a las pensiones de los trabajadores.

Actualmente existen ya más de 30 países que han introducido en su sistema de seguridad social un programa de capitalización individual en sus sistemas de seguridad social<sup>11</sup>. Los nuevos programas de capitalización instaurados le imprimieron al sistema de pensiones un conjunto de características que tienen impacto directo sobre las pensiones de los trabajadores:

#### 2.1. Sistema único para todos los trabajadores cubiertos, sin discriminaciones.

En la gran mayoría de los casos, la reforma estableció un sistema uniforme para todos los trabajadores. Se eliminaron así muchas de las discriminaciones que

<sup>10</sup> Fuente: FIAP. “[Reformas Paramétricas en Programas Públicos de Reparto](#)” (Junio 2016).

<sup>11</sup> Ver más información aquí: <http://www.fiapinternacional.org/reformas-a-los-sistemas-de-pensiones/>

existían en el sistema antiguo, donde algunos grupos de trabajadores con mayor poder de negociación podían obtener pensiones más generosas. En Chile, por ejemplo, en el sistema antiguo habían más de 30 sistemas de previsión con más de 100 programas previsionales distintos, y se ha avanzado hacia un sistema más justo con reglas comunes para todos los trabajadores.

## 2.2. Cuentas individuales, con derecho de propiedad sobre saldos acumulados y directa relación entre aportes y pensiones recibidas.

Los programas de capitalización individual establecieron claros derechos de propiedad sobre los aportes durante la vida laboral de los trabajadores, y relacionaron directamente cotizaciones (y por ende esfuerzo individual) con beneficios a recibir. La relación entre la contribución y pensión en el sistema de reparto es en general más débil, ya que en muchos países que cuentan con este sistema (a excepción de los sistemas de cuentas nocionales) la pensión se relaciona con los últimos años de aportes y no con toda la carrera laboral. En cambio, en los programas de capitalización individual la relación entre la contribución y el monto de la pensión es directa. Mientras mayores sean los aportes de los trabajadores, mayor será el nivel de acumulación, y por ende mayor el nivel la pensión que se pueda financiar. Por ello, en los programas de capitalización individual existe posibilidad de realizar aportes voluntarios, por sobre el mínimo obligatorio que establece la ley.

A modo de ejemplo, en el sistema de reparto que existía en Chile, aproximadamente el 50% de los trabajadores (trabajadores de menores ingresos, más vulnerables y mujeres) obtenían una tasa de reemplazo de 0%, puesto que, al no tener regularidad en el pago de sus aportes a los programas de pensiones, no alcanzaban a cumplir los requisitos exigidos para la recepción de los beneficios. En cambio, en el programa de capitalización individual, independientemente del número, monto o densidad de sus cotizaciones, todos los trabajadores tienen derechos de propiedad sobre los saldos acumulados en sus cuentas, incluyendo los aportes y sus rentabilidades, y el único destino de esos fondos es el pago de beneficios a ellos y/o a sus beneficiarios.

## 2.3. Rentabilidad.

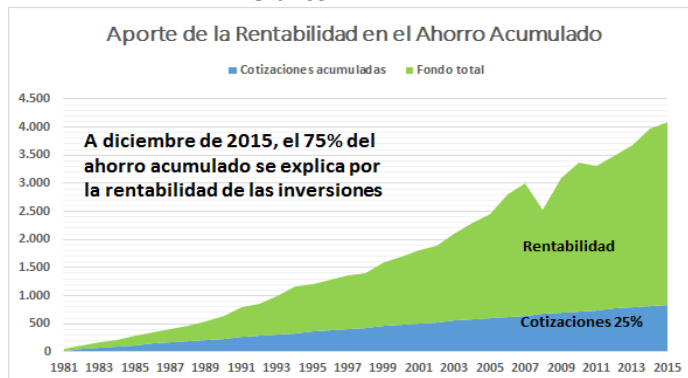
Una base fundamental del programa de capitalización es que los trabajadores ahorran todos los meses en sus cuentas individuales. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) buscan alternativas de inversión para dichos ahorros con la perspectiva de que al final de la vida laboral de los trabajadores el ahorro acumulado en sus cuentas (suma de los aportes realizados, más la rentabilidad obtenida por las AFP para dichos aportes) sea suficiente para financiar una pensión adecuada. La capitalización de intereses (interés compuesto) es lo que

hace atractivo al programa de capitalización para generar esta acumulación de fondos.

## El impacto de la rentabilidad

En ahorros de largo plazo, como es el caso de los fondos de pensiones, la rentabilidad de las inversiones juega un importantísimo rol respecto de la magnitud del ahorro que se acumule. Por ejemplo, si se toma el caso de Chile, el sistema más maduro de América Latina, los fondos acumulados están compuestos en 1/4 por los aportes, y en 3/4 por la rentabilidad (ver Gráfico N° 1). En ese sentido, la rentabilidad es la segunda variable más importante después de las cotizaciones.

Gráfico N° 1

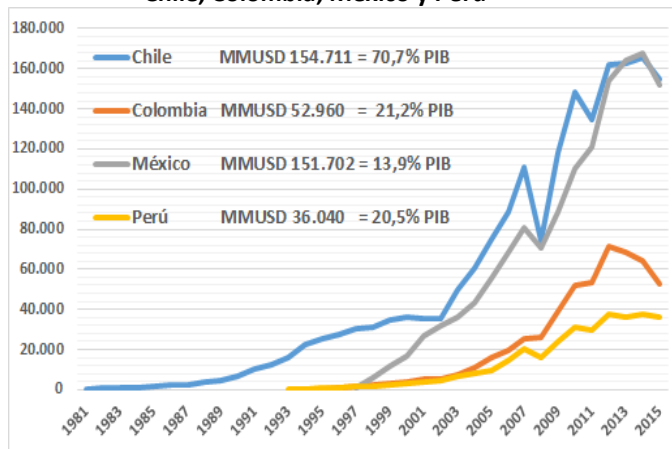


Fuente: Asociación de AFP, Chile.

El Gráfico N° 2 muestra la evolución de los fondos de pensiones (activos bajo administración) en el tiempo, para Chile, Colombia, México y Perú, y lo que dichos montos representan del PIB a la última fecha disponible. La acumulación de activos resulta ser bastante importante, va desde unos USD 36 mil millones en Perú (20,5% del PIB) hasta USD 155 mil millones en Chile (70,7% del PIB).

Gráfico N° 2

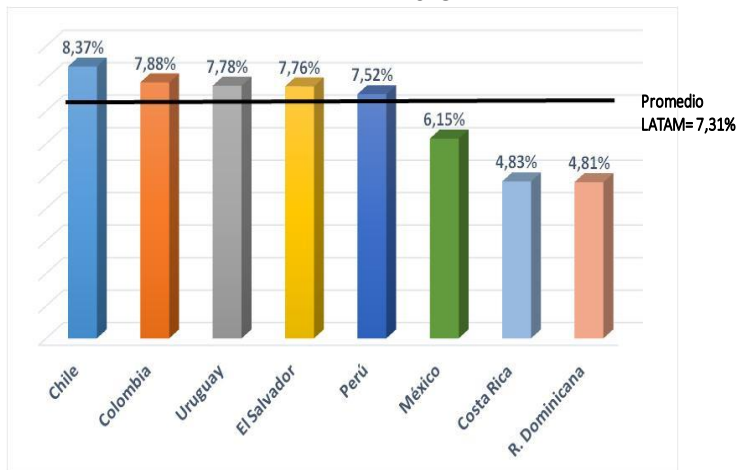
## Evolución de los activos de los fondos de pensiones Chile, Colombia, México y Perú



Fuente: FIAP.

La acumulación de fondos y su correspondiente inversión en diferentes instrumentos financieros, ha permitido la obtención de altas rentabilidades. En la medida que las rentabilidades de las inversiones de los fondos de pensiones sean buenas, el capital ahorrado será mayor, y consecuentemente se podrán financiar buenas pensiones (suficiencia de capital). Los países que cuentan con programas de capitalización individual han cumplido con creces esta tarea, la de multiplicar los ahorros a través de su inversión en los mercados de capitales locales y extranjeros, obteniendo importantes rentabilidades reales en lo que llevan de operación. En el Gráfico N° 3 se puede observar que la rentabilidad real de los fondos de pensiones desde la entrada en vigencia de los sistemas de capitalización individual (rentabilidad real histórica) presenta valores relativamente elevados. En el caso de Chile, esta ha sido 8,37% promedio real al año desde el inicio del sistema en 1981; en Colombia 7,88%; Uruguay 7,78%; El Salvador 7,76%; Perú 7,52%; México 6,15%; Costa Rica 4,83%; y República Dominicana 4,81%; ascendiendo a un promedio (ponderado por el nivel de los fondos de pensiones administrados de los países analizados) de 7,31%.

**Gráfico N° 3**  
**Rentabilidad real acumulada histórica (anualizada)**  
**Programas de capitalización individual - Diciembre 2015**

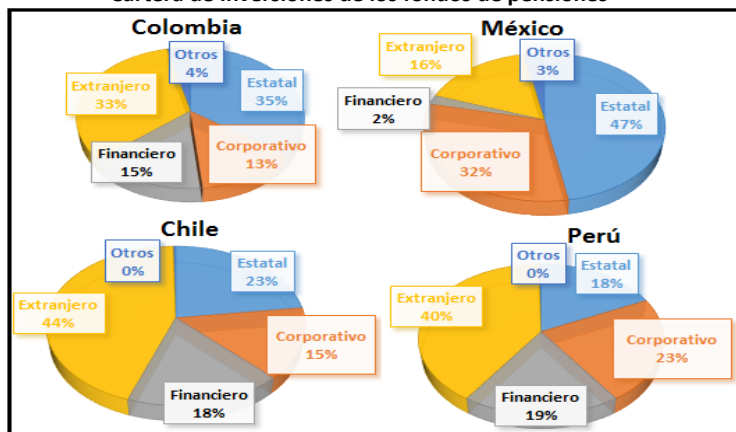


Fuente: FIAP.

Si se comparan estas rentabilidades con otros instrumentos financieros, se puede demostrar que la inversión debidamente diversificada (ver Figura 1), tanto en las economías domésticas como en el resto de los países, ha permitido una obtención de un muy adecuado desempeño.

**Figura 1**

**Cartera de Inversiones de los fondos de pensiones**



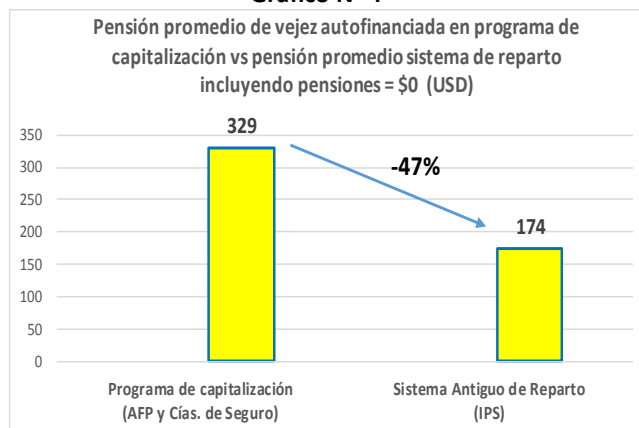
Fuente: FIAP; datos al 31.12.2015.

**2.4. Mayores pensiones que las que otorga el sistema de reparto, y tasas de reemplazo adecuadas para quienes cotizan en forma regular, a un costo menor.**

**Mayores pensiones**

Debido al hecho de que en los programas de reparto solo reciben pensión quienes cumplen con un mínimo de aportes, las pensiones de vejez del sistema antiguo de reparto resultan efectivamente inferiores a las que entregan los programas de capitalización individual. En el caso de Chile, 50% de los cotizantes del sistema antiguo no reciben pensión alguna y además pierden todo lo ahorrado durante su vida activa. Tal como se ve en el Gráfico N° 4, considerando esta realidad, las pensiones de vejez del sistema antiguo resultarían 47% inferiores a las que entrega el programa de capitalización individual.

**Gráfico N° 4**



Fuente: Elaboración FIAP en base a cálculos de Libertad y Desarrollo, que toman información de la Superintendencia de Pensiones al 31 de mayo de 2016 y el Instituto de Previsión Social (IPS). Nota: Se utiliza el tipo de cambio nominal observado del dólar norteamericano al 31.05.2016: 1 USD = CLP 690,27.

## Tasas de reemplazo para quienes cotizan en forma regular

En cuanto a las tasas de reemplazo que los programas de capitalización individual entregarán a los trabajadores, esta depende de los años que han cotizado, lo cual varía en función de los grados de formalidad que existe en los países de Latinoamérica. Sin embargo, algunos estudios realizados para Chile y Perú dan cuenta que, para trabajadores con más de 10 años de cotizaciones, las pensiones obtenidas permiten alcanzar buenas tasas de reemplazo. Por ejemplo, en el caso de Chile, un informe<sup>12</sup> que estudió la situación de los nuevos pensionados entre enero y marzo de 2012, concluyó que las tasas de reemplazo promedio netas (descontadas las cotizaciones previsionales) a las edades legales de jubilación eran de 87% y de 58%, para hombres y mujeres, respectivamente. Dichos cálculos se hicieron para afiliados con 10 o más años de cotización (lo cual excluye la realidad de un conjunto importante de personas) y consideran los aportes obligatorios, voluntarios, y beneficios del sistema solidario de pensiones. En el caso de Perú, los estudios<sup>13</sup> muestran tasas de reemplazo superiores al 60% para personas que han cotizado por 20 años o más.

Estas tasas de reemplazo de los programas de capitalización individual no son lejanas a las que se observan en los países de la OCDE. En las 34 economías de la OCDE el último dato disponible indica que la tasa de reemplazo neta promedio es de 63,2% y de 62,7%, para hombres y mujeres, respectivamente, lo que implica que a niveles internacionales los programas de capitalización individual muestran un desempeño similar.

No obstante, existe una inquietud generalizada respecto de si los programas de capitalización individual podrán entregar pensiones que cumplan con las expectativas de las personas. Ello se explica, entre otras razones, por la baja tasa de cotización, la baja densidad de cotizaciones, el incremento en las expectativas de vida y la reducción en la tasa de interés que se utiliza para el cálculo de las pensiones, al tiempo que los parámetros de los programas (por ejemplo, tasa de cotización y edad de jubilación) han permanecido prácticamente inalterados desde que fueron creados<sup>14</sup>. En ese sentido uno de los desafíos de estos programas es establecer una instancia técnica e independiente, que evalúe periódicamente los cambios en las variables que inciden en el monto de las pensiones y que proponga los cambios paramétricos necesarios.

<sup>12</sup> Paredes, Ricardo (2014). "Pensiones y tasas de reemplazo generadas por el Sistema de AFP".

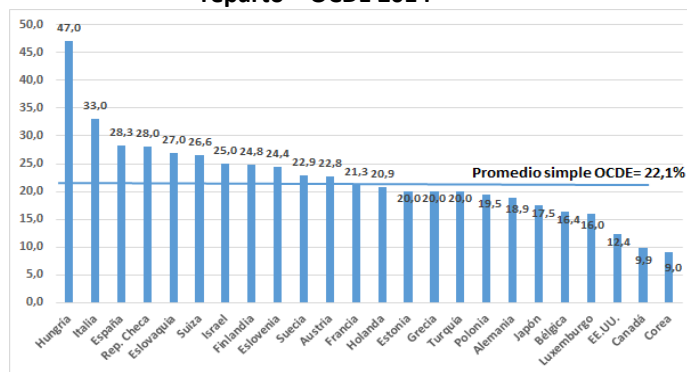
<sup>13</sup> Palomino, Miguel (2014). "Perú: Múltiples experiencias, grandes desafíos". Estudio realizado por SURA Asset Management.

## Menor costo

Las desventajas de los antiguos sistemas de reparto se hacen más evidentes cuando comparamos sus costos con los de los actuales programas de capitalización individual. En los programas de capitalización individual el financiamiento de las pensiones puede hacerse con un costo bastante menor, en términos de contribuciones que paga el trabajador, en comparación con los sistemas de reparto. Como se observa en el Gráfico N° 5, el promedio simple de las tasas de cotización a los sistemas públicos de reparto en los países de la OCDE es de 22%, lo que duplica las tasas de cotización que exigen los programas de capitalización.

En Chile, por ejemplo, la tasa de cotización al actual sistema de ahorro individual está compuesta por la tasa obligatoria del 10% de la remuneración imponible y la comisión cobrada por la AFP (en promedio, 1,30% de la remuneración imponible<sup>15</sup>), ambas de cargo del trabajador, más el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia -1,15%- de cargo del empleador. En total, un promedio de 12,45% de la remuneración imponible a diciembre de 2015.

**Gráfico N° 5**  
**Tasas de cotización obligatorias sistemas públicos de reparto – OCDE 2014**



Fuente: FIAP en base a [Pensions at a Glance 2015](#), OCDE.

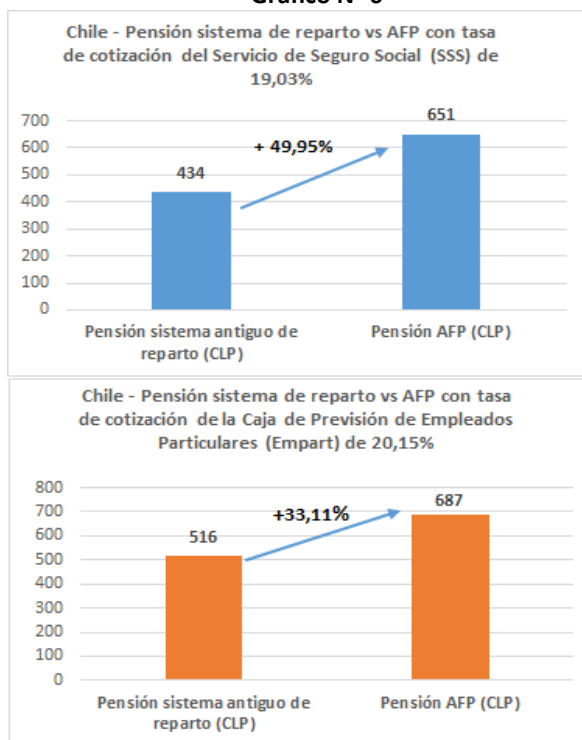
¿Qué sucedería con las pensiones del programa de capitalización si la tasa de cotización al mismo fuera la que operaba en el sistema antiguo de reparto? En el sistema antiguo de reparto chileno, cada régimen previsional tenía su propia tasa de cotización. En el caso de los tres regímenes de mayor tamaño, las tasas de cotización para pensiones variaban desde un 19,03% a un 20,15%. Esto significa entre 6,58 y 7,70 puntos porcentuales más que en el programa de capitalización individual. En términos del monto de las pensiones, al

<sup>14</sup> Para más detalles, favor ver [Nota de Pensiones FIAP N° 9](#).

<sup>15</sup> Comisión promedio ponderada por el número de cotizantes de cada AFP, a diciembre de 2015.

comparar con el Servicio de Seguro Social (SSS), la diferencia en favor de la pensión de vejez del programa de capitalización individual sería de 49,95%; al comparar con la Caja de Previsión de los Empleados Particulares (Empart), la diferencia sería de 33,11% (ver Gráfico N° 6).

**Gráfico N° 6**



Fuente: elaboración FIAP en base a estimaciones de la Subsecretaría de Previsión Social, Chile. Nota: se utiliza el tipo de cambio nominal observado del dólar norteamericano al 31.05.2016: 1 USD = CLP 690,27.

## 2.5. Mejora en la sostenibilidad financiera de los sistemas de pensiones y reducción de compromisos fiscales.

La evidencia muestra que la introducción de los programas de capitalización individual permite mejorar la sostenibilidad financiera de los sistemas de pensiones y reducir los compromisos fiscales con dichos sistemas en el largo plazo, tras un período de aumento de los niveles de endeudamiento<sup>16</sup>. Conforme pasa el tiempo, los beneficiarios del sistema de reparto se van muriendo, y los costos asociados a éste se van extinguiendo, de modo que la situación fiscal va mejorando, a tal punto de

<sup>16</sup> Dichos niveles de endeudamiento al inicio aumentan, al pasar desde un programa de reparto a uno de capitalización, debido a que: (i) se produce un déficit en el sistema de reparto (cuando los afiliados se cambian al nuevo sistema, generan una brecha financiera en el antiguo plan, debido a que trasladan sus contribuciones de uno al otro); y (ii) hay un reconocimiento por parte del gobierno, de los beneficios de los trabajadores que cotizaron en el antiguo sistema de reparto y que en el futuro deberán recibir las pensiones prometidas por dicho sistema (el gobierno debe compensar a los trabajadores

generarse un ahorro fiscal. Los estudios realizados<sup>17</sup> concluyen que hacia el 2050 el tamaño del ahorro fiscal que generan las reformas que crean programas de pensiones de capitalización individual, asciende hasta un 211% del PIB<sup>18</sup>. Sin embargo, es de recalcar que el tamaño del ahorro fiscal a largo plazo depende del mecanismo de financiamiento del déficit en el período de transición.

Aunque no es posible saber cuál habría sido la evolución del déficit público y la macroeconomía sin reforma, la experiencia y resultados registrados en esquemas de reparto de otros países hace prever que los déficits financieros del régimen antiguo se habrían ido agravando en el tiempo, por las tendencias demográficas y las ineficiencias y problemas estructurales de este tipo de regímenes, con el consiguiente efecto negativo sobre el ahorro y la inversión privada. Es altamente probable que las autoridades hubiesen reaccionado ante esta situación reduciendo y postergando los beneficios de los afiliados al sistema de pensiones, aumentando los requisitos para obtenerlos e incrementando las tasas de cotización, como ha ocurrido en muchos países europeos que están enfrentando crisis en sus sistemas de reparto (ver punto I. de esta Nota). Tales medidas no solo hubiesen perjudicado a los afiliados y beneficiarios del sistema, sino que también habrían tenido efectos significativos sobre el mercado laboral, aumentando los incentivos para traspasarse al sector informal.

En el caso de Chile, debe señalarse que ya culminó el período de mayor déficit de transición: el déficit estuvo en 4% del PIB hasta año 2000, para disminuir posteriormente a 2,6% del PIB y desaparecerá a largo plazo (en el año 2050 desaparecería el déficit, según estimaciones; ver Gráfico N°7).

La experiencia de Chile es un ejemplo de los beneficios de más largo plazo que trae el reemplazo del deficitario esquema de reparto por un programa de capitalización individual. Una muestra de esto se encuentra en el mensaje que acompañó a la Reforma Previsional del año 2008, que fortaleció el “pilar cero” creando un sistema de pensiones solidario, en sustitución de las pensiones mínimas y asistenciales, el cual señala que una de las fuentes de financiamiento fundamentales de dicha reforma fue la liberación de recursos por la disminución de los compromisos que mantiene el Estado con el

que se cambien del sistema antiguo al nuevo por las contribuciones realizadas en el pasado, mediante un bono emitido por el gobierno).

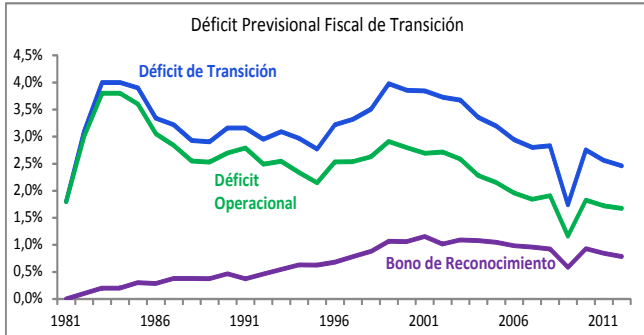
<sup>17</sup> Zvinieni y Packard (Banco Mundial, 2004). “A Simulation Of Social Security Reforms in Latin America: What Has Been Gained?”.

<sup>18</sup> Este es el tamaño del ahorro fiscal para el caso de Chile. En el caso de Perú es de 103% del PIB; en México 66 del PIB y en Colombia 18% del PIB.



régimen de pensiones antiguo. Dicha liberación fue posible gracias a la sustitución del esquema de reparto por el sistema de capitalización individual.

**Gráfico N° 7**



Fuente: Contribución del Sistema Privado de Pensiones al Desarrollo Económico de Latinoamérica. Experiencias de Colombia, México, Chile y Perú. Evidencias para Chile. J. Rodrigo Fuentes. Estudio realizado por SURA Asset Management.

## 2.6. Creación de diversas modalidades de pensión, incluyendo rentas vitalicias.

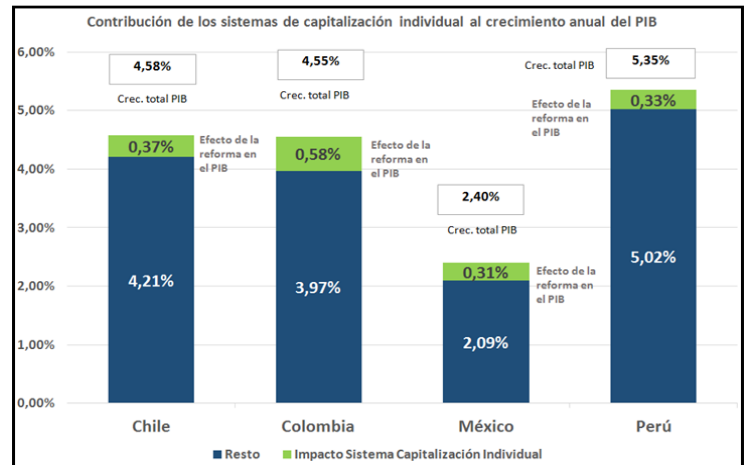
Los programas de capitalización individual, en todos los países en que ha sido implementado, han exigido la creación de diversas modalidades de pensión, incluyendo rentas vitalicias otorgadas por compañías de seguros de vida, las cuales requieren efectuar inversiones de largo plazo para respaldar las obligaciones asumidas. Ello no es un tema menor, pues las compañías de seguros de vida acumulan grandes volúmenes de reservas por las obligaciones de pago de las rentas vitalicias, que deben respaldar con inversiones que estén calzadas con dichas obligaciones, constituyéndose en importantes oferentes de fondos de largo plazo para las empresas privadas y el sector público en el mercado nacional.

### III. Aporte de los programas de capitalización individual al desarrollo económico y los mercados de capitales.

Como ya se indicó, los fondos de pensiones han acumulado importantes recursos económicos (ver Gráfico N°2) que pertenecen a los trabajadores y que están invertidos en el en distintos sectores de la economía doméstica y también en el extranjero.

Los sistemas han contribuido decididamente al crecimiento anual del PIB (ver Gráfico N° 8). En Chile, por ejemplo, del crecimiento anual promedio del PIB entre 1981-2011 (4,58%), 0,37 puntos porcentuales se explican por la reforma de 1981 (es decir, la reforma explica un 8,08% del crecimiento económico del período). En el caso de Perú, la reforma explica un 6,22% del crecimiento del PIB del período; en Colombia un 12,75%; y en México un 12,92%.

**Gráfico N° 8**



Fuente: SURA (2013). "Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica; experiencias de Colombia, México, Chile y Perú".

### ¿De qué manera han logrado esta contribución?

Los programas de capitalización han tenido un impacto positivo en el crecimiento económico de los países, a través de tres canales principales.

#### (i) Mercado laboral

A través del mercado laboral, porque la tasa de cotización es menor y porque los trabajadores entienden que no se trata de un impuesto y la contribución va a sus cuentas personales que son de su propiedad. Así, no lo sienten como un impuesto. Al sentir que no es un impuesto, el trabajador tiene un claro incentivo a hacer sus cotizaciones, lo que se traduce en mayor formalidad del empleo. A su vez, la mayor formalidad implica una mejora en los niveles de productividad laboral.

#### (ii) Mercado financiero y de capitales

A través de un aporte al mercado financiero y de capitales, por la acumulación constante de fondos como se indicó anteriormente, lo que exige una demanda constante de nuevos títulos financieros.

#### (iii) Ahorro e inversión

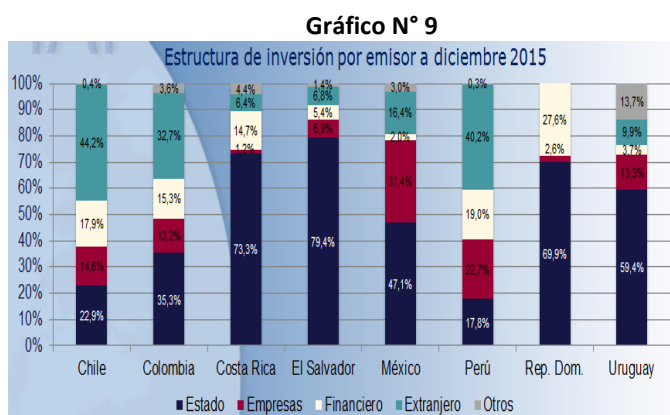
En el mercado del ahorro e inversión, la reforma de pensiones ocasionó inicialmente un aumento del déficit fiscal y una disminución del ahorro del sector público, debido al desvío de cotizaciones desde el esquema de reparto a las administradoras de fondos de pensiones y al reconocimiento de las cotizaciones realizadas al régimen antiguo por los afiliados que se traspasaron al nuevo sistema. Esto fue más que compensado por el nuevo flujo de ahorro previsional obligatorio que debió ser invertido en el mercado financiero, aumentando el ahorro total y con ello, la inversión. Además, existe

evidencia de que ahorro obligatorio no se ha traducido en merma en niveles de ahorro voluntario, sino que éste ha aumentado<sup>19</sup>.

Es importante destacar dentro de todo este proceso la profundización del mercado de capitales que ha generado la instauración de los programas de capitalización individual. En Chile, por ejemplo, uno de los sistemas más maduros, los fondos de pensiones tienen el 34% del stock de deuda pública; el 58% de la deuda del sistema financiero; el 37% de los bonos de empresas; y el 6% del stock de acciones.

#### IV. Aportes de los programas de capitalización individual para la economía real, desarrollo de la infraestructura y mercado de vivienda.

Resulta importante destacar algunos ejemplos del impacto que han tenido los fondos de pensiones en la economía real de los países. Como se puede apreciar en el Gráfico N° 9, en todos los países los fondos de pensiones llegan a diversos sectores de la economía. En los países de la región, en promedio, el 20,7% de los recursos previsionales se invierte en acciones y bonos del sector empresas, y un 11,46% se destina a instrumentos del sector financiero. El resto se destina a los sectores estatal y extranjero.



Fuente: FIAP; datos al 31.12.2015.

Para ejemplificar el efecto sobre la economía real que tiene la inversión de los fondos de pensiones, vamos a tomar dos casos concretos: Infraestructura y Vivienda.

#### Inversión en Infraestructura

Las AFP participan en la adquisición de acciones y bonos de empresas relacionadas a los sectores de infraestructura, tales como el eléctrico-energético, telecomunicaciones, sanitario, infraestructura vial (carreteras), aeroportuaria, ferroviaria, transporte (metro), entre otros.

Para llegar a estos sectores, se han ideado diferentes mecanismos, tanto directos como indirectos. Dentro de los mecanismos directos se encuentra la compra de bonos o acciones emitidos por empresas concesionarias de los proyectos de infraestructura. Dentro de los mecanismos indirectos, están por ejemplo los “bonos de infraestructura” (Chile, Colombia, Perú); los Fondos de Capital Privado (Colombia); los Certificados de Capital de Desarrollo (México); los Fideicomisos de Bienes Raíces (México); y los Fideicomisos de inversión en infraestructura (Perú).

Como se aprecia en el Cuadro N° 1, la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura va en el rango del 6,2% de los fondos (Chile) al 16,8% (México). En total se invierten más de USD 47 mil millones en infraestructura, aproximadamente un 12% de los fondos de pensiones de Chile, Colombia, México y Perú. En los países analizados, el sector de infraestructura en el que más se invierte es el eléctrico-energético, que va desde un 3,2% de los fondos de pensiones (México) a un 6,4% (Colombia). El segundo destino es la infraestructura concesionada (de transporte, territorial, autopistas/carreteras, etc.), en el rango del 0,6% (Colombia) al 3,3% (Perú).

**Cuadro N° 1**  
Inversión en Infraestructura por parte de fondos de pensiones

	Sector	MMUSD	% del FP (*)
Chile	Eléctrico	6.844	4,5%
	Telecomunicaciones	631	0,4%
	Infraestructura concesionada	1.974	1,3%
	<b>Total</b>	<b>9.449</b>	<b>6,2%</b>
Colombia	Eléctrico	2.185	4,1%
	Otros sector energético (gas e hidrocarburos)	1.235	2,3%
	FCP Infraestructura	603	1,1%
	Otros sectores (telecomunicaciones, territorial, vial, minería, hotelería, inmobiliario)	311	0,6%
	<b>Total</b>	<b>4.334</b>	<b>8,2%</b>
México	Renta Variable Nacional	9.397	6,4%
	Fideicomisos de Bienes Raíces y Certificados de Capital de Desarrollo	8.408	5,8%
	Empresas productivas del Estado (Comisión Federal de Electricidad, CFE; y Petróleos Mexicanos, PEMEX)	4.676	3,2%
	Infraestructura (autopistas, carreteras, puertos, vías férreas o aeropuertos, infraestructura en Estados y Municipios)	4.537	3,1%
	Telecomunicaciones	2.162	1,5%
	<b>Total</b>	<b>29.180</b>	<b>16,8%</b>
Perú	Eléctrico	2.010	5,0%
	Proyectos hidroenergéticos e hidrocarburos	274	0,7%
	Telecomunicaciones	222	0,5%
	Infraestructura de Transporte	1.327	3,3%
	Saneamiento e Infraestructura para Salud	227	0,6%
	<b>Total</b>	<b>4.059</b>	<b>10,0%</b>
<b>Total</b>		<b>47.023</b>	<b>11,89%</b>

Fuente: FIAP. Nota: datos de Chile corresponden a septiembre 2015; datos de Colombia corresponden a diciembre 2015; datos de México y Perú corresponden a septiembre 2016. (\*) Porcentaje de la inversión

<sup>19</sup> SURA (2013). “Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica; experiencias de Colombia, México, Chile y Perú”.

total en infraestructura con respecto al total de fondos bajo administración a diciembre de 2015.

### **Inversión en Vivienda**

Las AFP también participan en el desarrollo del sector vivienda, principalmente en forma indirecta a través de la compra de bonos o títulos con garantía hipotecaria orientados al financiamiento de vivienda.

En el caso chileno, la inversión indirecta total en vivienda, mediante letras hipotecarias, bonos bancarios y cuotas de fondos de inversión inmobiliarios, asciende a MMUSD 16.285, equivalente a 10,53% de los fondos de pensiones (ver Cuadro N° 2). Gracias a ello, cerca de un millón y medio de viviendas han sido financiadas mediante créditos hipotecarios que se ofrecen a plazos de hasta 30 años.

En el caso mexicano, USD 2.673 millones fueron invertidos en vivienda (ver Cuadro N° 2). Esta inversión se destina principalmente a la adquisición de deuda (certificados de vivienda) del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), entre otros. Considerando un precio promedio de la vivienda de MXN 330.000<sup>20</sup> (aprox. USD 17.194), ello implica que las administradoras, mediante la inversión en este sector, han posibilitado la financiación de unas 155 mil viviendas (ver Cuadro N° 2), contribuyendo con esto al desarrollo del país.

En el caso colombiano la inversión en vivienda se lleva a cabo mediante instrumentos de titularización hipotecaria; dentro del portafolio de inversiones, la inversión en dichos títulos asciende a USD 133 millones (0,25% de los fondos de pensiones).

Resumiendo, los fondos de pensiones han posibilitado el financiamiento de más de 1 millón 600 mil viviendas, con recursos invertidos por más de USD 19 mil millones. El beneficio directo de ello radica en que los trabajadores pueden acceder a créditos hipotecarios en mejores condiciones, tanto en términos de tasas de interés como de plazos. Por ejemplo, en el caso chileno, las tasas de interés promedio de los créditos hipotecarios financiados mediante mutuos hipotecarios endosables han mostrado una persistente caída, desde un 8,5% en diciembre del 2000 a un 3,8% en agosto del 2016<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Estimaciones de la Asociación Mexicana de Administradoras de Fondo de Ahorro para el Retiro (AMAFORE).

### **Cuadro N° 2**

#### **Inversión en Vivienda por parte de los fondos de pensiones**

	MMUSD	% del FP	N° de viviendas financiadas
Chile (1)	16.285	10,53%	1.468.492
Colombia (2)	133	0,25%	n.d.
México (2)	2.673	1,80%	155.000
<b>Total</b>	<b>19.091</b>	<b>-</b>	<b>1.623.492</b>

- (1) Chile: Datos de inversión en vivienda a diciembre 2015 (Fuente: Superintendencia de Pensiones, Chile); Datos de N° de viviendas a mayo 2016 (Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Chile). Nota: el número de viviendas financiado con los fondos de pensiones corresponde al número total de operaciones por concepto de Mutuos Hipotecarios No Endosables, Mutuos Hipotecarios Endosables otorgado y Letras de Crédito.
- (2) Colombia: Datos de inversión en vivienda a diciembre 2015. Fuente: ASOFONDOS, Colombia.
- (3) México: Datos de inversión en vivienda a septiembre 2016 (Fuente: AMAFORE, México); Datos de N° de viviendas a septiembre 2016 (Fuente: estimaciones AMAFORE, México).

### **V. Conclusiones y desafíos**

La revisión de las experiencias de los países que llevan mayor tiempo de operación con un programa de capitalización individual (Chile, Colombia, México y Perú), da cuenta de que éste conlleva importantes aportes para el ahorro de los trabajadores y sus pensiones, para el desarrollo socioeconómico de los países, y para la economía en general. Ello se debe a que los nuevos programas de capitalización instaurados, que sustituyeron total o parcialmente a los programas públicos de reparto le imprimieron al sistema de pensiones un conjunto de características que tienen impacto directo sobre las pensiones de los trabajadores. Además, las reformas previsionales basadas en la capitalización individual han activado un círculo virtuoso de mayor ahorro nacional, más inversión, perfeccionamiento del mercado laboral, desarrollo del mercado de capitales, más crecimiento y progreso.

No obstante, existe una inquietud generalizada respecto de si los programas de capitalización individual podrán entregar pensiones que cumplan con las expectativas de las personas. Ello se explica, entre otras razones, por la baja tasa de cotización, la baja densidad de cotizaciones, el incremento en las expectativas de vida y la reducción en la tasa de interés que se utiliza para el cálculo de las pensiones, al tiempo que los parámetros de los

<sup>21</sup> Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), Chile.

programas (por ejemplo, tasa de cotización y edad de jubilación) han permanecido prácticamente inalterados desde que fueron creados<sup>22</sup>. En ese sentido uno de los desafíos de estos programas es establecer una instancia técnica e independiente, que evalúe periódicamente los cambios en las variables que inciden en el monto de las pensiones y que proponga los cambios paramétricos necesarios.

En ese sentido, para mejorar la contribución de los programas de capitalización al mejoramiento de las pensiones y al desarrollo económico, se hace necesario hacer frente a los siguientes desafíos:

- i) Acompañar a los trabajadores de manera más activa, con el fin de guiarlos durante todo su ciclo de vida para que tomen las mejores decisiones de ahorro.
- ii) Mantener elevados niveles de rentabilidad y una adecuada diversificación de las inversiones (por

ejemplo, a través de inversiones alternativas o en infraestructura).

- iii) Mejorar la formalidad del mercado del trabajo.
- iv) Incentivar aportes obligatorios y voluntarios que permitan aumentar densidad de cotización y con ello mejorar el nivel de las pensiones y las tasas de reemplazo.
- v) Generar ajustes automáticos de los parámetros más relevantes (por ejemplo, tasa de cotización, edad de jubilación).
- vi) Respetar el rol fiduciario de las administradoras.
- vii) Monitorear el comportamiento de la sostenibilidad fiscal de los sistemas públicos de reparto que aún permanecen abiertos.

La información de esta Nota puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional. **Consultas:** FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile. Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl). Sitio Web: [www.fiapinternacional.org](http://www.fiapinternacional.org)

<sup>22</sup> Para más detalles, favor ver [Nota de Pensiones FIAP N° 9](#).