

# REVERSIONES

**Mientras Europa avanza hacia la capitalización individual,  
en América Latina algunos proponen volver al reparto**



Septiembre 2020

# REVERSIONES

**Mientras Europa avanza hacia la capitalización individual,  
en América Latina algunos proponen volver al reparto**

## Presentación

Los elevados índices de informalidad laboral que exhiben los países latinoamericanos, unidos a otras causas como el incremento en las expectativas de vida de la población, se han traducido en que las pensiones, como promedio, se han alejado del monto de la última remuneración. Esta situación ha impulsado una necesaria ola de reformas en la región, las que, en la mayoría de los casos, distan mucho de buscar una solución al problema y se encaminan más bien a destruir lo avanzado, reeditando sistemas fracasados en todo el mundo.

Los sistemas de reparto, por razones demográficas, ya no son viables en el mundo y si alguna vez mostraron adecuadas tasas de reemplazo, fue porque otorgaban pensiones solamente a quienes hubieran cotizado más de quince o veinte años, perdiendo los que no alcanzaban ese umbral de cotizaciones total o parcialmente todo lo ahorrado. De hecho, el convenio 128 de la OIT considera que tienen derecho a pensión íntegra los que han cotizado más de treinta años. Aquellos que lo han hecho por menos tiempo, solo acceden a una pensión parcial, y si el tiempo de cotización es menor a diez años, no tienen derecho a pensión.

Esta norma, junto a la evidencia de que los países con sistemas de reparto comienzan a adoptar mecanismos de capitalización para aliviar los déficits fiscales que enfrentan, y a la opinión casi unánime de los expertos, no ha sido obstáculo para que sectores con un evidente propósito ideológico, vean una oportunidad para reinstalar, aunque sea parcialmente, sistemas de reparto.

Con este objetivo, han prescindido de apoyar reformas que son indispensables para corregir los problemas que enfrentan los sistemas de cuentas individuales, tales como incrementar las contribuciones y el ahorro voluntario, porque nada de ello es funcional al propósito de volver a esquemas públicos de reparto o acumulación colectiva de fondos. Han recurrido, en cambio, a informes que sostienen que las reversiones de los sistemas de cuentas individuales se han debido a su fracaso, como se señala en el libro [“La reversión de la privatización de las pensiones: Reconstruyendo los sistemas públicos de pensiones en los países de Europa Oriental y América Latina”](#), que se ha presentado como documento de la OIT, sin serlo (\*).

Con el objeto de contribuir a un debate informado que impulse un mejoramiento sostenible de las pensiones para los trabajadores, FIAP tiene el agrado de presentar el estudio **“Reversiones: Mientras Europa avanza hacia la capitalización individual, en América Latina algunos proponen volver al reparto”**, preparado por los destacados especialistas Rodrigo Acuña, Karol Fernández, con la colaboración de Agnieszka Chlon-Dominczak para el análisis de las reformas en Europa Central y del Este, y del equipo de profesionales de FIAP integrado por Francisco Margozzini, Manuel Tabilo y Rodrigo Vidal. Este estudio destaca las fortalezas de los sistemas de cuentas individuales y las reformas que urgentemente requieren; los peligros que entraña una reversión hacia los sistemas de reparto o acumulación colectiva de fondos y desmiente las razones que se han dado como justificación de las reversiones, donde han existido.

**Guillermo Arthur Errázuriz**  
**Presidente FIAP**

*(\*) Dicho informe fue elaborado por un conjunto de funcionarios de la OIT (Isabel Ortiz, Fabio Durán-Valverde, Stefan Urban, Veronika Wodsak y Zhiming Yu), pero no es un estudio que emane de las instancias tripartitas de dicho organismo.*

# Índice

<i>Resumen Ejecutivo</i>	4
<i>I. Introducción</i>	10
<i>II. Contribución de los programas de capitalización individual a la mejora de las pensiones</i>	11
A. Sistema de múltiples pilares: claridad de objetivos y fuentes de financiamiento	11
B. Los sistemas contributivos de capitalización individual pueden otorgar mayores montos de pensión y tasas de reemplazo a largo plazo	14
C. Sostenibilidad financiera de los sistemas de pensiones	24
D. Equidad entre trabajadores	33
E. Cobertura de los sistemas de pensiones	39
F. Transparencia en la gestión	44
G. Competencia entre instituciones administradoras	46
H. Rentabilidades obtenidas en la administración de los fondos de pensiones	50
I. Impactos macroeconómicos	52
J. Efectos de los sistemas de capitalización sobre la vida de los afiliados y las personas en general	57
<i>III. Verdaderas razones tras las reversiones de las reformas a los sistemas de capitalización individual</i>	70
A. Europa Central y del Este: crisis financiera y exigencias de la Unión Europea	70
B. Argentina: crisis financiera fue una oportunidad para el populismo	81
C. Otras supuestas reversiones	84
<i>IV. Consecuencias negativas de una reversión de las reformas que crearon los sistemas de capitalización individual</i>	87
A. Comentarios generales	87
B. Perjuicios por reformas a aspectos críticos de los programas de pensiones contributivos	88

## Resumen Ejecutivo

Algunos sectores políticos de varios países de América Latina han propuesto reformas a los sistemas de pensiones que pretenden reinstalar o fortalecer sistemas de reparto o acumulación colectiva de fondos, con beneficios definidos y administración pública centralizada, con el fin de debilitar o eliminar los sistemas de capitalización individual. Incluso, se ha planteado la expropiación de los fondos de pensiones de los trabajadores. Este estudio presenta evidencia amplia y contundente, basada en las experiencias de los sistemas de pensiones de nuestra región y también de otras partes del mundo, de que este tipo de reformas, que han fracasado en el pasado, tendrían impactos fuertemente negativos sobre los sistemas de pensiones, la economía y las personas y sus familias. Es urgente detenerlas, pues lejos de lo que prometen, no aportan a la mejora de las pensiones en el largo plazo, por el contrario, generan menores montos de pensión y mayor inseguridad entre los trabajadores.

La experiencia de expropiación de los fondos de pensiones en Argentina ha sido nefasta para los trabajadores que aportan al sistema contributivo, pues perdieron la propiedad de sus ahorros a cambio de una mera promesa de pago de pensión en el futuro, inferior a la que se proyectaba en el sistema de capitalización individual. Según economistas de FIEL<sup>1</sup>, la nacionalización fue innecesaria, populista y tendrá fuertes impactos negativos sobre el sistema de pensiones. Fue innecesaria, porque se promovió bajo el argumento de la caída en el valor de los activos administrados a causa de la crisis financiera internacional, en circunstancias que dicha caída fue explicada por la pérdida de valor de los títulos públicos argentinos y de las acciones de empresas locales. Tampoco se justificó por los déficits fiscales de transición generados por la creación del sistema de capitalización individual, ya que en el periodo de funcionamiento del sistema los déficits se fueron reduciendo, liberando recursos fiscales para otros destinos de política pública. Fue populista, porque se utilizó como una forma de obtener recursos adicionales para financiar “moratorias” generosas, que permitieron a personas acceder a pensiones sin haber cumplido con los aportes requeridos, hipotecando la situación financiera futura del sistema de pensiones. Además, la nacionalización deterioró la transparencia en la gestión de los fondos de pensiones, politizó las decisiones de inversión, concediendo préstamos subsidiados y de dudosa cobrabilidad, desvalorizó los fondos y disminuyó los retornos de las inversiones.

Las propuestas de reinstalar o fortalecer sistemas de pensiones de reparto o ahorro colectivo, administración pública centralizada y beneficios definidos, implican en el fondo traspasar el poder que tienen actualmente las personas afiliadas al sistema para tomar ciertas decisiones individuales a los políticos que están en el gobierno y el poder legislativo. Los afiliados pierden sus derechos de propiedad, de modo que ya no disponen de sus ahorros para financiar sus pensiones, retiros o dejar herencia en caso de que no existan beneficiarios de pensiones de sobrevivencia. Tampoco pueden elegir quién les administra sus ahorros. Son los poderes ejecutivo y legislativo los que decidirán el destino de los fondos colectivos acumulados, los beneficios que se entregarán y la forma en que se distribuirán al interior de una generación o entre generaciones. Este tipo de reformas va en contra de la mayor conciencia y valoración de la propiedad individual de los ahorros por parte de los afiliados de los sistemas de pensiones, que están mostrando diversas encuestas en distintos países.

Los sistemas de reparto son financieramente insostenibles, debido al aumento de las expectativas de vida, las menores tasas de natalidad y otros problemas estructurales. Esta situación se exacerbará en el futuro considerando las tendencias demográficas y las restricciones fiscales que experimentará nuestra región. La implementación de sistemas que acumulan fondos colectivos

---

<sup>1</sup> Federación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.

solo resuelve el problema a corto plazo, porque este tipo de sistemas tiene altos riesgos y deficiencias que se manifiestan en el mediano y largo plazo a medida que van madurando.

La propiedad colectiva de los fondos expone los recursos previsionales al peligro de que sean destinados a propósitos ajenos a los objetivos del sistema de pensiones. De hecho, en el siglo pasado los sistemas de pensiones partieron siendo de capitalización colectiva, pero en el tiempo se gastaron parcial o totalmente los fondos acumulados, derivando en sistemas que funcionan sobre la base del reparto o con reservas insuficientes para afrontar sus compromisos a largo plazo, por lo que no son financieramente sostenibles. Para cubrir sus déficits, requieren de transferencias del presupuesto público, con lo cual se desvían recursos que podrían ser utilizados en programas sociales dirigidos a los sectores de menores ingresos y más vulnerables, que en un alto porcentaje no están cubiertos por los sistemas contributivos de pensiones.

Adicionalmente, la propiedad colectiva de los fondos y la abundante acumulación de recursos cuando existen todavía pocos pensionados y muchos cotizantes, genera también incentivos para otorgar beneficios por encima de lo que es actuarialmente razonable y financieramente sostenible a largo plazo. Como consecuencia de ello, se generan importantes transferencias intergeneracionales, en favor de las primeras generaciones (abuelos), pero en perjuicio de las futuras generaciones (hijos, nietos y bisnietos). Por supuesto, esto tiene atractivos dividendos políticos en el corto plazo, pero enormes perjuicios para los sistemas de pensiones a largo plazo.

Más grave aún, la experiencia de América Latina muestra que la existencia de fondos colectivos y la falta de derechos de propiedad individual, ha perjudicado a los trabajadores de menores ingresos y más vulnerables, y ha favorecido la acción de sectores que tienen mayor poder de negociación y que presionan para lograr mejores beneficios sin realizar los correspondientes aportes, generando inequidad y desincentivos a la cotización. Estos problemas, que se han registrado en la mayoría de los sistemas de pensiones de nuestra región que operan con beneficios definidos y sin propiedad individual de los fondos, se agravan considerando que los subsidios implícitos en los beneficios otorgados favorecen a sectores con mayor estabilidad laboral y perjudican a un porcentaje significativo de la población que está en la informalidad y que no puede acceder a dichos beneficios.

Por otro lado, la definición ex ante de beneficios a largo plazo, como son las pensiones, tiene el riesgo de que los recursos necesarios para otorgarlos varíen en el tiempo dependiendo de la evolución de las tasas de interés, de las expectativas de vida y de las variables que se toman en cuenta para calcular dichos beneficios. Bajo administración pública, es el Estado el garante de los beneficios y quien deberá financiar los desequilibrios financieros que se produzcan como consecuencia de una evolución inesperada de las variables clave que determinan el financiamiento requerido para pagar dichos beneficios. Esto implica que las pensiones que finalmente se otorguen a los afiliados de distintas generaciones, son altamente dependientes de la situación financiera de los programas y de su garante, es decir, el Estado. Existe, por lo tanto, un alto riesgo de que los beneficios y sus condiciones sean alteradas en caso de una evolución desfavorable de las tasas de interés y de las tendencias demográficas, tal como ha ocurrido en muchos sistemas de beneficios definidos alrededor del mundo.

La experiencia de América Latina muestra también que, en los sistemas de pensiones bajo administración pública, beneficios definidos y fondos colectivos, existe el riesgo de que se modifiquen las fórmulas para determinar los beneficios por presiones de grupos de interés, desconectándolos de los aportes que realizan los trabajadores a lo largo de su vida activa. Esta desconexión genera incentivos para corromper el sistema, eludiendo cotizaciones y falsificando derechos a los beneficios. Una posible solución es establecer *ex ante* una regla que fije y limite los

beneficios, o un sistema de cuentas nocionales que lleve un registro individualizado de los aportes sin derechos de propiedad. Sin embargo, *ex post*, existen fuertes incentivos para violar la regla o las condiciones de capitalización y transformación de los saldos nocionales en pensiones, de manera que son medidas insuficientes para garantizar la sostenibilidad del sistema. Este riesgo es mayor cuando el Estado es el que entrega y garantiza las pensiones.

Por otra parte, bajo una administración pública centralizada el Estado asume roles tanto de administrador como de regulador y fiscalizador, es decir, es “juez y parte”. Ello claramente pone en riesgo la objetividad de la labor de supervisión y control que se debe ejercer sobre la entidad pública administradora. Adicionalmente, la existencia de un monopolio implica que los trabajadores y pensionados pierden su libertad de elección, con el riesgo de que la institución pública no tenga los incentivos para mejorar la calidad de sus servicios y para reducir los costos de administración. Existe también el riesgo de conflictos de interés en la gestión de las inversiones y de que las estructuras de los portafolios sean influenciadas por presiones políticas, destinando recursos a inversiones subóptimas o directamente perjudiciales para la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad de los fondos de pensiones. La evidencia internacional muestra que los retornos de largo plazo obtenidos por las inversiones realizadas por entidades públicas son casi siempre menores que los logrados por la administración privada. Además, la experiencia de nuestros países indica que cuando existe una administración pública centralizada se registra una mayor opacidad sobre el funcionamiento del sistema y sobre los resultados obtenidos en su administración.

Como consecuencia de las deficiencias comentadas, los sistemas de reparto, beneficios definidos y administración pública han sufrido severas crisis financieras y de solvencia, que se han enfrentado traspasando los costos a los afiliados a través de aumentos en las tasas de cotización y cambios en las reglas de acceso a los beneficios, perdiendo éstos el carácter de definidos. Esto aumenta la inseguridad de los afiliados respecto a los beneficios que recibirán. Cuando no existen derechos de propiedad individual, los beneficios son contingentes al cumplimiento de un contrato social que puede ser modificado en cualquier momento.

### **Las ventajas y avances que implicó la creación de los sistemas de capitalización individual**

La introducción de sistemas de capitalización individual en América Latina a partir de la década de los años 80 dio sostenibilidad en el largo plazo al financiamiento de los beneficios, aumentó significativamente la capacidad de entregar mejores pensiones, tanto en los programas no contributivos como también en los contributivos, mejoró la equidad y solidaridad de los programas existentes, y ha tenido múltiples efectos positivos en la vida diaria de las personas y sus familias.

A mediano y largo plazo los sistemas de capitalización individual permiten mejorar las pensiones no contributivas por su impacto positivo sobre el presupuesto del sector público. Si bien en el corto plazo su creación genera un mayor déficit fiscal de transición, a mediano y largo plazo su operación permite liberar recursos del presupuesto público que antes estaban comprometidos en el financiamiento de los déficits de los regímenes de reparto, los que pueden ser utilizados en el fortalecimiento de las pensiones sociales o no contributivas y en otros programas sociales.

Por otra parte, los sistemas contributivos obligatorios de capitalización individual han multiplicado varias veces el financiamiento disponible para el pago pensiones, en comparación con los sistemas de reparto. En estos últimos, la única fuente de financiamiento disponible son los aportes de los trabajadores, empleadores y Estado. Como lo dice su nombre, en este tipo de sistemas solo se

reparten los aportes entre trabajadores al interior de una generación o entre distintas generaciones. En cambio, en los sistemas de capitalización individual, además de los aportes, se suman como fuente de financiamiento las rentabilidades que las administradoras obtienen en las inversiones de los fondos de pensiones. Por ejemplo, en el sistema de AFP chileno, los ahorros previsionales que las primeras generaciones de afiliados acumularon para financiar sus pensiones son cuatro veces superiores a los que se habrían obtenido de haberse mantenido el régimen de reparto, para igual tasa de cotización. Si se analiza la situación previsional de todas las generaciones que han ingresado al sistema chileno hasta diciembre de 2019, se concluye que las rentabilidades acumuladas por las inversiones de los fondos de pensiones entre enero de 1990 y dicha fecha han contribuido con aproximadamente USD 151.000 millones al patrimonio previsional de todos los afiliados, lo que ha permitido más que duplicar sus aportes a las cuentas individuales.

Adicionalmente, la introducción de los sistemas de capitalización individual ha tenido efectos macroeconómicos positivos, los que han generado un mayor crecimiento del PIB, del empleo y de los salarios, aumentando con ello los montos cotizados a los sistemas de pensiones.

La revisión de las experiencias con los sistemas de capitalización individual en América Latina muestra que, además de los efectos positivos sobre las pensiones, su creación ha tenido múltiples impactos favorables sobre el bienestar de los afiliados y las personas y sus familias. Los trabajadores han acumulado ahorros en sus cuentas individuales de pensiones que para la mayoría de ellos constituyen su principal patrimonio y para muchos su único vínculo con el sistema financiero. Además, han podido acceder a nuevas opciones de ahorro e inversión con grandes ventajas, las cuales eran inaccesibles para ellos previamente, con lo cual se ha favorecido su inclusión financiera. Los ahorros previsionales en los fondos de pensiones han permitido también que los trabajadores participen de las ganancias de capital obtenidas por las inversiones en los distintos instrumentos financieros.

Los derechos de propiedad sobre los fondos acumulados aseguran que los ahorros y rentabilidades se destinen íntegramente al financiamiento de los beneficios de los afiliados y sus sobrevivientes o herederos, a diferencia de lo que ocurre en los sistemas de reparto de la región en que muchos afiliados, especialmente aquellos de menores ingresos, pierden parcial o totalmente sus cotizaciones cuando no cumplen los requisitos de pensión.

En los sistemas de capitalización individual existen normas que protegen los ahorros previsionales de los afiliados, lo que ha permitido que éstos crezcan con seguridad, sin perjuicio de que puedan existir periodos de alta volatilidad en las rentabilidades de corto plazo por los acontecimientos que se registran en los mercados financieros. Al respecto, la experiencia muestra que los ahorros de los trabajadores se han recuperado de las crisis que se han enfrentado, que es lo importante desde el punto de vista de las pensiones.

Gracias a la operación de los sistemas de capitalización individual, las personas y sus familias tienen mayor acceso a financiamiento y en mejores condiciones, especialmente en los créditos para la compra de viviendas. La inversión de los fondos de pensiones ha contribuido también a la realización de proyectos de mejora a la infraestructura de los diversos países en que operan los sistemas de capitalización individual, aumentando la calidad de vida de los trabajadores y sus familias y favoreciendo aumentos en la eficiencia y productividad de los diversos sectores productivos.

Las ventajas de los sistemas de capitalización individual para mejorar las pensiones están siendo reconocidas incluso por países que, ya sea por la orientación política de su gobierno o por la

naturaleza de su sistema previsional, podrían encaminarse a otro tipo de sistema. Por ejemplo, en Holanda, cuyo sistema de pensiones está clasificado como el mejor del mundo, recientemente el gobierno llegó a un acuerdo con los sectores sociales para reemplazar gradualmente los beneficios definidos de sus programas de ahorro colectivo, por contribuciones definidas que operan con la misma lógica de cuentas individuales. La reforma concitó amplio apoyo de trabajadores, empleadores y el gobierno.

### **Las pensiones de quienes cotizan con regularidad son adecuadas**

Una de las críticas que se hace a los sistemas de capitalización individual es el bajo monto de las pensiones que otorgan a sus afiliados, en comparación a lo que se puede lograr con sistemas de reparto. Estas críticas son infundadas por las razones ya expuestas, pero, además, porque en los sistemas de reparto de nuestra región solo un porcentaje de los trabajadores logra cumplir con los requisitos de número de años cotizados que se exigen para recibir pensión (por ejemplo: Chile, 50%; El Salvador, 40%; Perú, 33%). El resto no las cumple y debido a ello no recibe pensión, con lo cual pierde parcial o totalmente sus cotizaciones. En cambio, en los sistemas de capitalización individual, la propiedad de los fondos asegura que éstos se utilizan completamente para financiar los beneficios de los afiliados y sus sobrevivientes o herederos, sin ninguna pérdida de los ahorros o de sus rentabilidades. Esto, que es una fortaleza de los sistemas de capitalización individual, es aprovechado por ciertos sectores para criticarlos injustamente, porque el hecho de que todos los afiliados reciban beneficios, independiente del número de años que hayan cotizado al sistema, baja los promedios de pensión. En la práctica, muchas de estas pensiones financiadas con pocos años de cotización no deberían ser clasificadas como tales según los criterios de la OIT. Adicionalmente, es usual que las comparaciones no tomen en cuenta las diferencias en tasas de cotización entre un sistema y otro, y que las pensiones pagadas por los programas de reparto son insostenibles o solo pueden ser financiadas a largo plazo con aportes del presupuesto público.

Una de las principales razones de que las pensiones sean bajas para muchos afiliados son los amplios periodos de la vida laboral en que las personas no cotizan al sistema por estar inactivas, desempleadas o en el sector informal. Por ejemplo, en el sistema de pensiones chileno un 84% de los actuales pensionados por vejez cotizó por menos de 30 años, que es el umbral definido por la OIT para calificar el beneficio como una pensión completa. Otros factores relevantes que influyen en las bajas pensiones son las insuficientes tasas de cotización; los problemas de evasión y elusión de cotizaciones; la entrada más tardía al mercado laboral de los jóvenes; los bajos sueldos; y el aumento de las expectativas de vida al jubilar, que no ha sido acompañado de incrementos en las edades legales de pensión. Todos estos problemas afectan negativamente tanto a los sistemas de capitalización individual como a los esquemas de reparto o acumulación de fondos colectivos.

En cambio, las pensiones y tasas de reemplazo efectivas otorgadas por los sistemas de capitalización individual en América Latina a los afiliados que se han pensionado y han cotizado con cierta regularidad, han sido altas y superiores a las sugeridas por organismos internacionales, a pesar de las bajas tasas de cotización existentes. Por ejemplo, en Chile la tasa de reemplazo promedio de los pensionados con veinticinco o más años de cotización es de 78%.

## **¿Por qué entonces algunos países han revertido las reformas que crearon los sistemas de capitalización individual?**

El libro “La reversión de la privatización de las pensiones: Reconstruyendo los sistemas públicos de pensiones en los países de Europa Oriental y América Latina”, editado por funcionarios del Departamento de Protección Social de la OIT, pero que no representa la opinión oficial de la organización, señala que los sistemas de capitalización individual han fracasado por su negativo impacto social y económico y el incumplimiento de los resultados esperados. Se agrega que la mayoría de los países que han revertido las reformas que crearon dichos sistemas lo han hecho después de la crisis financiera de 2007-2008, cuando las desventajas de los sistemas privados se hicieron evidentes. Por ejemplo, se indica que uno de los argumentos para las reversiones fue el bajo retorno de los fondos de pensiones.

Después de analizar cuidadosamente los casos efectivos de reversión y de realizar una evaluación precisa de las circunstancias que llevaron a estos procesos, se concluye que en realidad la principal razón que impulsó las reversiones que se registraron en Europa Central y del Este fue el empeoramiento de la situación fiscal, el alto gasto en pensiones y el nivel elevado de la deuda pública de estos países. La preocupación por la situación fiscal se vio reforzada por la necesidad de cumplir los requisitos de política fiscal de la Unión Europea, y por los criterios de Maastricht establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para el tratamiento de los déficits fiscales.

Respecto a la rentabilidad de los fondos, al momento de las reversiones el horizonte de inversión aún era demasiado corto para evaluar objetivamente los resultados de las tasas de retorno, considerando que el horizonte de inversión de los fondos de pensiones es de largo plazo. Además, los rendimientos relativamente bajos también estuvieron vinculados a las regulaciones y estrategias de inversión, que en la mayoría de los casos fue conservadora.

En nuestra región, la única reversión efectiva que se ha registrado es la de Argentina, que fue decidida principalmente por razones fiscales. Además, se sumó la posibilidad de manejar políticamente las inversiones de los fondos de pensiones. En los casos de Ecuador, Venezuela y Nicaragua, que el estudio de los funcionarios de la OIT incluye entre las reversiones, nunca se implementaron sistemas de capitalización individual, por lo que no había nada que revertir, mientras que en Bolivia la capitalización individual no ha sido revertida, sino que sólo se intenta que la administración pase de manos privadas a públicas.

### **Los principales desafíos hacia el futuro**

Existe consenso respecto a la necesidad de realizar reformas a los sistemas de pensiones. Sin embargo, su diseño debe estar enfocado en aumentar el monto de las pensiones y en ampliar la cobertura hacia los trabajadores que por distintas razones no participan actualmente en los programas contributivos. La mejora de las pensiones requiere aumentar gradualmente las tasas de cotización y las edades de pensión, a niveles que sean consistentes con los objetivos de tasas de reemplazo y con las tendencias demográficas, financieras y laborales. Se debe fortalecer los sistemas contributivos de capitalización individual y los programas no contributivos financiados con recursos del presupuesto público, y descartar reformas que lleven a sistemas que son insostenibles, inequitativos, poco solidarios y más costosos para la provisión de pensiones a los trabajadores en el largo plazo.

## I. Introducción

Distintos países de América Latina se encuentran analizando reformas a sus sistemas de pensiones, tanto de los programas sociales o no contributivos como de los programas contributivos. El objetivo de este informe es contribuir al análisis de las propuestas de reforma, sobre la base de recoger y estudiar las experiencias y lecciones que se han acumulado sobre el funcionamiento de los sistemas de pensiones, especialmente en nuestra región, pero también a nivel mundial.

El Capítulo II analiza la importancia de implementar un sistema mixto de pensiones y las contribuciones que han hecho los programas de capitalización individual a la mejora de los sistemas de pensiones en América Latina, en distintos ámbitos tales como el aumento de los recursos disponibles para financiar las pensiones, la sostenibilidad financiera de los programas y la transparencia de los resultados obtenidos. Además, se estudian los beneficios y mejor calidad de vida que estos sistemas han significado para los trabajadores y las personas en general y sus familias. Adicionalmente, en este capítulo se abordan los desafíos que existen para aumentar los montos de las pensiones y la cobertura de los sistemas.

En el Capítulo III se hace una evaluación de las verdaderas razones que están detrás de los procesos de reversión de las reformas que se han registrado en algunos países de Europa Central y del Este, y en Argentina, que es el único país de América Latina donde se registró efectivamente una reversión de la reforma que creó el sistema de capitalización individual.

Finalmente, en el Capítulo IV se analizan los riesgos que implicaría para los afiliados de los sistemas de pensiones la implementación de ciertas reformas que proponen el retorno o fortalecimiento de esquemas de reparto o sistemas de fondos colectivos, beneficios definidos y administración pública centralizada, y las razones de por qué estas propuestas perjudicarían a largo plazo los montos y seguridad de las pensiones.

## II. Contribución de los programas de capitalización individual a la mejora de las pensiones

### A. Sistema de múltiples pilares: claridad de objetivos y fuentes de financiamiento

El otorgamiento de pensiones y tasas de reemplazo adecuadas a los trabajadores requiere de un sistema mixto, que combine programas no contributivos o sociales y programas contributivos obligatorios y voluntarios. La experiencia de América Latina muestra la importancia de que el diseño de estos programas establezca una adecuada integración y complementación entre ellos, con el objetivo de otorgar mejores pensiones con la mayor cobertura posible. Además, los beneficios deben ser sostenibles a largo plazo para dar estabilidad, confianza y credibilidad al sistema y, al mismo tiempo, su diseño debe generar condiciones que incentiven la participación de los trabajadores y los empleadores en el sistema contributivo de pensiones.

Al diseñar los sistemas de pensiones y evaluar sus resultados es crucial priorizar el cumplimiento de sus objetivos esenciales, que son prevenir que las personas caigan en la pobreza durante su vejez e invalidez y asegurar una adecuada tasa de reemplazo durante la etapa pasiva para evitar que el nivel de vida de los trabajadores caiga bruscamente cuando se retiren. Estos objetivos deben alcanzarse al menor costo posible y alcanzable.

La prevención de la pobreza en la vejez e invalidez requiere el diseño de programas que vayan en ayuda de las personas que pertenecen a las familias más pobres y vulnerables, que por distintos motivos no tienen derecho a pensión, o no pueden financiar a través de los programas contributivos pensiones suficientes para alcanzar niveles mínimos que la sociedad en su conjunto defina. El nivel de los beneficios otorgados en estos programas y su cobertura es una materia de decisión política, que está supeditada a la disponibilidad de recursos financieros.

Una vez definido el nivel y cobertura de los beneficios no contributivos o sociales, se debe establecer la forma en que serán financiados. Lo óptimo es que sea un financiamiento progresivo, es decir, que recaude recursos en mayor medida de los sectores de altos ingresos, y que sea lo menos distorsionador posible para la economía en general y para el mercado laboral en particular. Es por ello que este financiamiento debiera provenir de impuestos aplicados tanto a los ingresos del trabajo como del capital.

Por otra parte, los programas contributivos que buscan otorgar tasas adecuadas de reemplazo, deben tener un diseño que permita lograr cada unidad de pensión al menor costo posible para los aportantes en el largo plazo, es decir, para las distintas generaciones de trabajadores. En estos programas debe existir una conexión directa entre los aportes que realizan los trabajadores y los beneficios que éstos obtienen, de manera que se premie el esfuerzo de ahorro, se incentiven las cotizaciones y se eviten conductas oportunistas dirigidas a presionar por mejores beneficios que no provengan de un mayor esfuerzo de ahorro. Adicionalmente, en sistemas de capitalización individual con contribuciones definidas, es importante establecer tasas de reemplazo de referencia que se aspira a lograr, de manera que si las estimaciones de pensión anticipan la existencia de brechas significativas en relación a dichas aspiraciones, se ajuste el diseño de los parámetros principales (tasa de cotización, edad de pensión) en forma gradual y oportuna y sobre bases técnicas que consideren la realidad de los mercados laborales y de pensiones, con el objetivo de reducir e idealmente cerrar las brechas proyectadas.

La abundante experiencia de los países de América Latina muestra que es mejor una política previsional que separe aquellos programas que tienen un fin redistributivo y solidario y de combate a la pobreza en la vejez e invalidez, de aquellos que tienen como objetivo lograr tasas de reemplazo adecuadas en la etapa pasiva. De esta manera, quedan claramente definidos los objetivos de cada tipo de programa, así como sus fuentes de financiamiento. La mezcla de objetivos en un mismo programa es ineficiente desde el punto de vista previsional y regresivo en el financiamiento.

Esta mezcla es ineficiente previsionalmente, porque obliga a gestionar conjuntamente beneficios que por su objetivo establecen una relación débil o inexistente entre los aportes y las pensiones recibidas (no contributivos o sociales), con otros en los cuales es importante que exista una directa relación entre aportes y pensiones. La realidad de América Latina y El Caribe muestra que este tipo de programas que, en teoría, persiguen simultáneamente objetivos de reemplazo de ingresos y redistributivos o solidarios, no cumplen ninguno de ellos adecuadamente, porque suelen otorgar beneficios a afiliados que no están directamente relacionados con los aportes, sino que están por encima de lo que actuarialmente se podría entregar con las cotizaciones realizadas. Además, estos beneficios tampoco son solidarios, porque usualmente no favorecen a los trabajadores de menores ingresos y más vulnerables, quienes, por el contrario, terminan pagando impuestos en beneficio de los trabajadores de mayores ingresos al perder parcial o totalmente sus cotizaciones por no cumplir con los requisitos exigidos. Esta inequidad se presenta en la mayoría de los programas de beneficios definidos y reparto o acumulación parcial de fondos en nuestra región, según se desprende de indicadores calculados por Altamirano et al. (BID, 2018).

Adicionalmente, cuando se combinan estos programas con la existencia de fondos colectivos, en que todos y nadie es dueño de los ahorros, se potencian las condiciones e incentivos que favorecen el otorgamiento de pensiones superiores a las que actuarialmente se pueden financiar, lo que, sumado a las tendencias demográficas, genera déficits financieros que van reduciendo y agotando los fondos existentes, para posteriormente comprometer cuantiosos recursos públicos para cubrir los déficits. Esto, a su vez, perjudica a las personas más pobres, pues distrae fondos que podrían destinarse a otros programas de asistencia dirigidos a ellos. La historia previsional de nuestros países está llena de casos reales en los cuales ocurrió precisamente lo anteriormente indicado.

Es mejor radicar la responsabilidad de gestionar los programas no contributivos en una entidad estatal con altos estándares de eficiencia y transparencia, que aplique las políticas públicas definidas para estos programas, coordine y centralice toda la información requerida de distintas instituciones públicas con el fin de focalizar adecuadamente los beneficios, disponga de los recursos financieros destinados al cumplimiento del objetivo solidario y proceda al pago directo o por convenio con otras entidades públicas y privadas de los beneficios respectivos. Por otra parte, es conveniente abrir la administración de los programas contributivos a entidades que se especialicen en este tipo de programas y que compitan entre ellas para prestar los mejores servicios y beneficios a los afiliados, sin perjuicio de que se favorezcan e incentiven procesos operativos centralizados que reduzcan los costos y aumenten la eficiencia en la provisión de las pensiones, tales como AFP Net en Perú y Previred y SCOMP en Chile.

La mezcla de distintos objetivos en un mismo programa también implica o al menos favorece el uso de una parte de los aportes de los trabajadores a los programas contributivos para financiar pensiones no contributivas o sociales o, en general, para fines solidarios. Esta forma de financiamiento es regresiva, porque se utilizan ahorros de todos trabajadores, incluidos los de ingresos bajos y medios que participan en los programas contributivos, para financiar los beneficios no contributivos, en lugar de concentrar la captación de financiamiento

mayoritariamente cobrando impuestos a las personas de ingresos altos, tanto provenientes del capital como del trabajo.

Además, en la gran mayoría de los sistemas contributivos de pensiones existen topes de ingresos imposables para efectos de cotización, lo que significa que los trabajadores de ingresos bajos y medios pagan aportes que equivalen a un mayor porcentaje de sus ingresos totales en comparación a los trabajadores de ingresos altos (salvo excepciones, como el sistema de pensiones de Colombia o de Perú). Así, el uso de aportes a los programas contributivos para redistribuir no solo concentra el financiamiento solo en los trabajadores, excluyendo al capital, sino que adicionalmente perjudica más a las personas de menores ingresos. Esta política también es ineficiente desde el punto de vista laboral, porque encarece el costo de contratación e incentiva una mayor informalidad, problema que ya es extremadamente grave en América Latina. Además, reduce los estímulos para participar en el sistema de pensiones. Por lo tanto, es más progresivo y eficiente que el financiamiento de las pensiones no contributivas provenga de los recursos generales del presupuesto público.

En ocasiones se argumenta que esto último no sería tan progresivo, porque buena parte de la recaudación fiscal proviene del Impuesto al Valor Agregado (IVA) que afecta en mayor medida a las personas de ingresos medios y bajos que consumen prácticamente el 100% de su ingreso, a diferencia de las personas de ingresos altos que no gastan todo su ingreso, sino que ahorran parte de éste. Es innegable este argumento, pero al mismo tiempo es cierto que el IVA se aplica a un alto porcentaje de los ingresos de las personas de rentas altas, digamos al 80% que se consume (suponiendo un ahorro de 20% como promedio), y su base de cobro es mucho mayor que un impuesto a las cotizaciones, que se aplica solo a una parte de los ingresos de las personas que participan en los sistemas de pensiones. En nuestros países las tasas de cotización son cercanas al 10% del salario del trabajador o menores, y en el caso de los trabajadores de ingresos altos es aún más baja por la existencia de los topes imposables. Adicionalmente, si el financiamiento proviene del presupuesto público, la recaudación de impuesto a la renta y de impuestos específicos también contribuirían al financiamiento de las pensiones no contributivas, con lo cual mejoraría sustancialmente la progresividad de dicho financiamiento. Por último, para lograr ciertos objetivos de nivel y cobertura de las pensiones no contributivas, las alzas que se requieren en las tasas de impuesto al consumo y renta son menores por su amplia base de aplicación, en comparación a un impuesto que se aplica solo a las cotizaciones en los programas contributivos.

Los países que crearon sistemas contributivos de capitalización individual en América Latina y que posteriormente han fortalecido en mayor o menor medida los programas no contributivos con financiamiento fiscal, se han movido en la dirección correcta. Es necesario que se sigan perfeccionando estos sistemas para enfrentar los desafíos de suficiencia y cobertura que enfrentan los diferentes pilares de estos sistemas mixtos. En relación al caso chileno que ha seguido este camino de reformas, Barr y Diamond (2016) concluyeron que el sistema funciona bien y es un buen vehículo para implementar las mejoras requeridas, además de proveer una buena base para expandir el Pilar Solidario con opciones flexibles que incrementen las pensiones a diferentes segmentos de la distribución del ingreso. Esto fue precisamente lo que el gobierno chileno hizo a fines de 2019, pues aumentó significativamente las pensiones básicas solidarias y las pensiones máximas con aporte previsional solidario. Quedaron pendientes las reformas al pilar contributivo para atenuar los problemas de suficiencia y cobertura.

## **B. Los sistemas contributivos de capitalización individual pueden otorgar mayores montos de pensión y tasas de reemplazo a largo plazo**

Esta sección analiza las razones por las cuales los programas contributivos de capitalización individual pueden proveer mejores pensiones en el largo plazo que esquemas alternativos de reparto y capitalización colectiva de fondos con beneficios definidos. Como se analizó en la sección anterior, estos programas deben complementarse e integrarse con programas no contributivos dirigidos a apoyar financieramente a los pensionados de menores ingresos.

### **Gracias a la creación de los sistemas de capitalización individual, los recursos disponibles para el financiamiento de las pensiones se han multiplicado varias veces**

En los sistemas de capitalización individual las administradoras de fondos de pensiones invierten los aportes que reciben, obteniendo rentabilidades que aumentan el patrimonio previsional de los trabajadores en beneficio directo de sus pensiones. En cambio, en los sistemas de reparto no se crea patrimonio, sino que, como lo dice su nombre, solo se reparten o redistribuyen los ahorros de los trabajadores al interior de una generación o entre distintas generaciones. Ello beneficia usualmente a las primeras generaciones que se jubilan con altas pensiones, que posteriormente no se pueden sostener debido al deterioro financiero que sufren estos sistemas como consecuencia de las tendencias demográficas y otros problemas estructurales. Además, al menos en América Latina, existe abundante evidencia de que dicha redistribución perjudica, en general, a los trabajadores más pobres y personas vulnerables (Altamirano et al., BID 2018), que no pueden cumplir las condiciones exigidas para recibir pensión, y beneficia a los trabajadores de ingresos medios y altos que sí las cumplen.

La creación de patrimonio previsional de los sistemas de capitalización individual es una de sus principales ventajas. Permite proveer mejores pensiones a los trabajadores en comparación a los regímenes de reparto. En estos últimos, la única fuente de financiamiento de las pensiones, excluidos los aportes que pueden provenir del presupuesto público, son las cotizaciones realizadas por los trabajadores, empleadores y el Estado. En cambio, en los sistemas de capitalización individual se suman a las cotizaciones las rentabilidades obtenidas en la inversión de los fondos, las cuales son un porcentaje significativo del saldo final o patrimonio que acumulan los trabajadores para financiar sus pensiones. Por ejemplo, si se asume una rentabilidad real promedio de 3,5% real anual durante un periodo de ahorro de 40 años, los resultados acumulados de las inversiones representarían aproximadamente un 50% del saldo final de un trabajador en un sistema de capitalización individual. Esto sin considerar las rentabilidades adicionales que se obtienen en la etapa de desacumulación. Hasta la fecha el aporte de la rentabilidad al financiamiento de las pensiones en los sistemas de capitalización individual de América Latina ha sido mayor que lo estimado en esta simulación, dadas las altas rentabilidades reales históricas obtenidas.

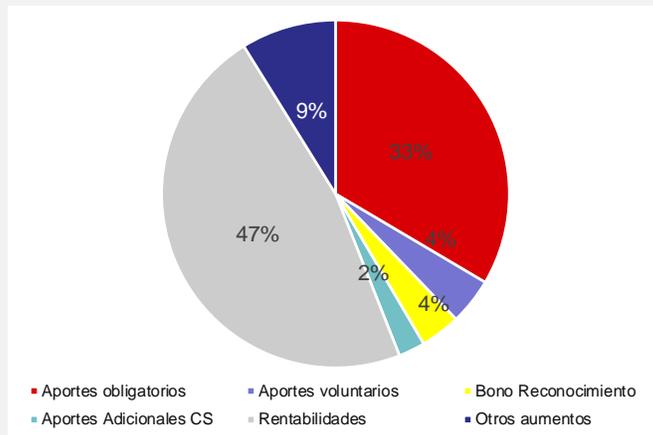
En el caso chileno se estima que este porcentaje es del 75% para las primeras generaciones de afiliados. Esto significa que en el sistema de AFP se han generado recursos para financiar las pensiones que son cuatro veces superiores a los que se habrían obtenido de haberse mantenido el régimen de reparto para igual tasa de cotización (100/25). Si se analiza lo sucedido con todas las generaciones de afiliados desde 1990 hasta diciembre de 2019, se concluye que las rentabilidades acumuladas obtenidas por las AFP han contribuido nada menos que con aproximadamente USD151.000 millones al patrimonio de los afiliados<sup>2</sup> y al financiamiento de sus pensiones,

---

<sup>2</sup> Tipo de cambio de \$ 770,39.

representando un 47% del aumento total de los fondos de pensiones<sup>3</sup> (Gráfico II.B.1) y un 59% del PIB de 2019. En este caso, los recursos financieros obtenidos con el sistema de capitalización individual son 2,2 veces superiores a los que se hubiesen obtenido con el reparto.

**Gráfico II.B.1: Cotizaciones, rentabilidades y otros aumentos de los Fondos de Pensiones en el sistema de AFP de Chile (Enero de 1990 a diciembre de 2019)**



Fuente: FIAP en base a cifras de la Superintendencia de Pensiones.

En México la CONSAR calculó que un 48% de los recursos acumulados a mayo de 2020 eran rendimientos netos y el resto aportaciones tripartitas, mientras que en el sistema de AFP de Perú el BID (2019) concluyó que al cierre de 2018 un 65% del fondo acumulado era rentabilidad y 35% aportes. Por lo tanto, el saldo acumulado en las cuentas individuales se multiplicó entre 1,9 y 2,9 veces en estos países, gracias a las inversiones realizadas por las administradoras de fondos de pensiones. Las diferencias en estas cifras entre países están influidas, entre otros factores, por los periodos de operación de los sistemas de capitalización individual.

La contribución de la rentabilidad de los fondos de pensiones al crecimiento del patrimonio previsional de los trabajadores se habría perdido si en Chile, México o Perú no se hubiesen creado los sistemas de capitalización individual. Por supuesto, lo mismo hubiese ocurrido también en otros países de la región que han creado este tipo de sistemas.

La introducción de cuentas individuales y derechos de propiedad incentivó también un mayor empleo y productividad en el mercado laboral y aceleró el crecimiento anual del PIB entre 0,31% y 0,58% anual dependiendo del país (SURA, 2013). Este efecto positivo de la creación de los sistemas de capitalización individual sobre el empleo y la productividad, aumentó los ingresos laborales de los trabajadores y los montos cotizados al sistema de pensiones y favoreció una mayor formalidad del mercado laboral. Es decir, no solo hubo un mayor patrimonio previsional por rentabilidad, sino que también por mayores aportes a las cuentas individuales.

Adicionalmente, los sistemas de capitalización individual permiten aumentar los recursos disponibles para financiar las pensiones no contributivas. En efecto, si bien en un comienzo su creación genera un mayor déficit fiscal de transición (ya que las contribuciones se dirigen hacia las cuentas individuales, en lugar de ir hacia el sistema público de reparto), a mediano y largo plazo su operación permite liberar recursos públicos que están comprometidos en el financiamiento de los

<sup>3</sup> Por concepto de cotizaciones obligatorias y voluntarias, revalorización (rentabilidad), bonos de reconocimiento, aportes adicionales y otros aumentos.

déficits de los regímenes de reparto, los que pueden ser utilizados en el fortalecimiento de las pensiones dirigidas a los sectores más pobres (pensiones sociales o no contributivas) y en otros programas sociales.

### **Las pensiones que pueden financiar los sistemas de capitalización son superiores a las que pueden otorgar los sistemas de reparto a largo plazo**

A pesar de su aporte al patrimonio previsional de los trabajadores y de su mayor capacidad para financiar mejores pensiones, con cierta frecuencia se crítica a los sistemas de capitalización individual, señalando que su nivel de pensiones sería inferior al otorgado por los sistemas de reparto. Estas críticas son infundadas, pues no consideran elementos que son fundamentales para hacer comparaciones adecuadas de las pensiones que cada sistema puede financiar en el largo plazo.

En primer lugar, en los sistemas de reparto de nuestra región solo un porcentaje de los trabajadores logra cumplir con los requisitos de número de años cotizados que se exigen para recibir pensión. El resto no las cumple y debido a ello no recibe pensión, perdiendo parcial o totalmente sus cotizaciones. Esta pérdida contribuye a financiar las pensiones de quienes sí las reciben. Los trabajadores que no obtienen pensión no son considerados en las estadísticas de monto de pensiones pagadas, con lo cual se elevan los promedios de pensión de los sistemas de reparto. En cambio, en los sistemas de capitalización individual, la propiedad de los fondos es de los trabajadores y se utilizan completamente para financiar sus beneficios y los de sus sobrevivientes o herederos, sin ninguna pérdida de los ahorros o de sus rentabilidades. Además, los promedios de pensión se calculan en algunos países considerando los beneficios recibidos por todos los afiliados, independiente del número de años que hayan cotizado al sistema<sup>4</sup>.

La pérdida de los ahorros y la falta de cobertura en la etapa de pensión de los sistemas de reparto es un problema grave, pues afecta a un porcentaje demasiado elevado de los trabajadores. Se trata, en general, de trabajadores de menores ingresos, mujeres y personas vulnerables. El BID (2012) concluye que en el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) de Perú aproximadamente dos tercios de sus afiliados cotizantes no recibirá ninguna pensión de jubilación, mientras que en Chile cerca de un 50% de los afiliados del Instituto de Previsión Social (IPS) que alcanzan la edad de retiro no recibe pensión (Asociación de AFP, 2014). En El Salvador se estima que un 60% de los afiliados no cumple con los periodos mínimos de cotización, con lo cual no reciben pensión, sino que solo se les devuelve los aportes sin rentabilidad.

Adicionalmente, es usual que las comparaciones no tomen en cuenta las diferencias en tasas de cotización entre un sistema y otro, y que las pensiones pagadas por los programas de reparto solo pueden ser financiadas a largo plazo con aportes del presupuesto público. A modo de ejemplo, las cifras del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia muestran que el costo fiscal de los sistemas de reparto en Colombia ha fluctuado entre 3,1% y 3,7% del PIB en los últimos quince años. En Chile, Cerda (2006) estimó que, aún con reformas paramétricas, de no haberse realizado en 1980 la reforma que creó el sistema de capitalización individual, los déficits del sistema de reparto habrían alcanzado, en la década del 2050, niveles cercanos al 8% del PIB. En Uruguay se

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, en Chile la reforma previsional de 2008 otorgó un bono por hijo nacido vivo a las mujeres cuando cumplen 65 años. Muchas de ellas se afiliaron al sistema solo para recibir este beneficio, que se entregó como pensión. Naturalmente, su monto mensual resultó muy bajo, porque se financió solo con el bono, lo que está disminuyendo los promedios de pensión entregados por el sistema de AFP. En Perú, estudios técnicos del FMI y la OCDE efectuados para comparar las pensiones otorgadas en los sistemas de reparto y capitalización, evalúan las pensiones pagadas, es decir, obvian en el promedio los que no recibieron pensión en el sistema de reparto y, por el contrario, en el promedio del sistema de capitalización incluyen a aquellos que cotizaron hasta una sola vez.

cotiza un 22,5% del salario al sistema de pensiones, pero ello no es suficiente para financiar las jubilaciones y pensiones del sistema de reparto administrado por el Banco de Previsión Social (BPS). Según Acuña (junio, 2015), se suman otras fuentes de financiamiento provenientes de impuestos afectados<sup>5</sup>, que fueron equivalentes aproximadamente a 3,3% del PIB entre 2007 y 2013. El mismo autor señala que a la fecha del reporte se estimaba que para equilibrar las cuentas del BPS se requeriría una tasa de cotización superior al 30%, lo que prácticamente triplica la tasa de cotización promedio en los sistemas de capitalización individual de la región.

Las ventajas evidentes de los sistemas de capitalización individual no han sido obstáculo para que en varios países de América Latina se hayan propuesto reformas que pretenden reintroducir o aumentar el rol de los sistemas de reparto y beneficios definidos, argumentando que otorgan pensiones mejores y más estables. Es muy tentador y políticamente atractivo plantear este tipo de propuestas, pues en la primera etapa de implementación de un sistema de reparto es posible beneficiar a las primeras generaciones que cumplen los requisitos de jubilación con altas pensiones en relación a los aportes que ellos realizaron, porque existe un alto número de trabajadores que pagan cotizaciones en relación al número de pensionados. Sin embargo, ello se hace a costa de las futuras generaciones, los hijos, nietos y bisnietos, que deberán financiar los beneficios otorgados a las primeras generaciones a través del pago de mayores impuestos y/o de una caída en sus pensiones. En efecto, a medida que va disminuyendo la relación entre aportantes y pensionados, se deteriora la situación financiera de los esquemas de reparto y no se pueden sostener los beneficios otorgados. Por ejemplo, en el sistema de reparto de Perú (SNP) se proyecta que las tasas de reemplazo caerán fuertemente, de aproximadamente 45% en 2020 a 12%-20% en 2047 (IMF, 2019), fundamentalmente debido a reformas pasadas que fueron necesarias para hacer al sistema más sostenible. Es lo que sucedió también con muchos sistemas de pensiones de América Latina, que se crearon en el siglo XX y que comenzaron siendo de capitalización colectiva, pero derivaron posteriormente a sistemas de reparto puros por el mal uso de los fondos existentes.

La insostenibilidad de las pensiones en los programas de reparto a largo plazo es particularmente cierta en la actualidad, dadas las tendencias demográficas existentes. Según las estimaciones de CELADE, la relación entre las personas en edad de trabajar y, por lo tanto, de pagar cotizaciones, que tienen entre 15 y 64 años, y las personas de 65 años y más, disminuirá en América Latina de 7,6 en 2020 a 3,4 en 2050. Esto significa que, si se introdujera un sistema de reparto puro, en que las pensiones se financian solo con las cotizaciones actuales, y la relación entre cotizantes y pensionados se comportara de la misma manera que la población, la tasa de reemplazo de las generaciones que se retiren en 2050 tendría que disminuir en aproximadamente un 55% en relación a la recibida por los primeros pensionados para mantener equilibrada la situación financiera<sup>6</sup>. Esto es lo que comúnmente se denomina inequidad intergeneracional.

En la práctica, en los sistemas de reparto alrededor del mundo los gobiernos han debido aumentar sus aportes para financiar los déficits, pero ello no ha sido suficiente y se ha debido romper la promesa de beneficios definidos, bajando los montos de las pensiones entregadas y endureciendo las condiciones de acceso a las mismas. De acuerdo a un informe de FIAP (2020a), entre 1995 y junio de 2020 un total de 62 países ajustaron o disminuyeron los beneficios, igual cantidad aumentaron la edad de retiro y 79 países subieron la tasa de cotización, para disminuir las brechas

---

<sup>5</sup> Siete puntos porcentuales del IVA, de un total de 22%; impuesto de asistencia a la seguridad social; e impuesto a la Lotería.

<sup>6</sup> Supone que no se aumenta la tasa de cotización. Cálculo realizado en base a la siguiente igualdad:  $N_c * w * T_c = N_p * p + GA$ , donde  $N_c$  es el número de cotizantes,  $w$  el salario promedio,  $T_c$  la tasa de cotización,  $N_p$  el número de pensiones,  $p$  es el monto promedio de pensión y  $GA$  los gastos administrativos. Reasignando términos, se llega a que la tasa de reemplazo  $p/w = N_c/N_p * T_c - GA/N_p$ .

financieras de sus sistemas de reparto y reducir los aportes fiscales. En el caso de Europa (Comisión Europea, 2018), se proyecta que la tasa de reemplazo de los programas públicos disminuya de un promedio de 45% en 2016 a 38% en 2060, con casos dramáticos como el de España en que se reducirá de 79% a 46% en el mismo periodo. Además, se están creando y fortaleciendo programas contributivos de capitalización para complementar las pensiones de los trabajadores y compensar las disminuciones de beneficios de los sistemas de reparto.

Aún sin considerar las deficiencias de los sistemas de reparto que hemos descrito solo parcialmente en esta sección, y concentrándose solo en los efectos del envejecimiento poblacional, Jackson et al. concluyen que es casi seguro que los sistemas de capitalización individual serán capaces de lograr una tasa de reemplazo más alta que los sistemas de reparto para igual tasa de cotización. Ellos proyectan las tasas de reemplazo como porcentaje del salario final en el 2050 para ambos sistemas, considerando versiones estilizadas de los sistemas existentes en los diferentes países. En efecto, asumen en todos los casos una tasa de cotización de 12,5%, una vida laboral de 40 años y una edad de pensión de 65 años. Las diferencias en las proyecciones de tasas de reemplazo se explican, por lo tanto, exclusivamente por las distintas tendencias demográficas.

Las proyecciones para el caso chileno se muestran en el Cuadro II.B.1. Tal como se puede ver, de acuerdo con Jackson et al., en el 86% de los casos proyectados la tasa de reemplazo del sistema de capitalización individual es superior a la del sistema de reparto. Solo para algunos pocos escenarios que asumen tasas de crecimiento del salario real de 2,5% o superiores, combinadas con tasas de rentabilidad real anual de 3,5% o inferiores en el largo plazo, las tasas de reemplazo del reparto podrían superar a las de capitalización. Jackson et al. concluyen también que hacia el año 2050 se requeriría una tasa de cotización de 20% en un régimen de reparto en Chile para obtener la misma tasa de reemplazo que se obtiene con una tasa de cotización de 12,5% en el sistema de capitalización individual, es decir, una diferencia de 60%. Finalmente, la conclusión de Jackson et al. es que “la única opción para países que están envejeciendo rápidamente con sistemas previsionales de reparto quizás esté entre optar por beneficios que son inadecuados o beneficios que son impagables”.

**Cuadro II.B.1: Proyecciones estilizadas de Tasas de Reemplazo para Chile**  
**Tasas de reemplazo del sistema de capitalización individual en 2050 versus tasas de reemplazo del sistema de reparto asequibles**

		Tasa de Crecimiento del Salario Real					
		3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	
Tasa de Retorno Real	CAPITALIZACIÓN	3.0%	26%	29%	32%	35%	39%
	3.5%	30%	34%	37%	41%	46%	
	4.0%	35%	39%	43%	48%	54%	
	4.5%	41%	46%	51%	57%	63%	
	5.0%	48%	53%	60%	67%	75%	
	5.5%	56%	62%	70%	78%	88%	
	6.0%	65%	73%	82%	92%	105%	
	REPARTO	35%	33%	32%	30%	28%	

Las proyecciones del sistema de capitalización individual asumen una vida laboral de 40 años, una edad de jubilación de 65 años y comisiones administrativas equivalentes al 0,5% de los activos. Las proyecciones del sistema de reparto asumen una edad de jubilación de 65 años e indexación de precios de los actuales beneficios.

Fuente: Jackson et al. 2015.

Por otra parte, Montenegro et al. (2019) señalan que si la tasa de retorno del capital es superior al crecimiento del ingreso (suma de tasa de aumento de la población y salarios), los sistemas de capitalización son superiores a los sistemas de reparto, cuando este último está en equilibrio (sin transferencias fiscales). Al respecto, destacan la tesis planteada por Thomas Piketty en “El Capital en el Siglo XXI”, según la cual el capital crece mucho más rápido que la tasa de crecimiento de la economía o del ingreso. En base a dicha tesis, resaltan que “Piketty sugiere que los países deberían tener sistemas de pensiones de capitalización y abandonar los sistemas de reparto”. Montenegro et al. (Asofondos<sup>7</sup>) argumentan que “la evidencia empírica indica que la tasa de interés real del capital ha estado por encima del incremento en la productividad y de la población. Si bien en algunos años de crisis o de recesión el tipo de interés real ha estado por debajo del crecimiento del producto por trabajador, en el largo plazo siempre se mantiene la diferencia a favor del retorno al capital”. Agregan que las tendencias demográficas reducirán los beneficios de los futuros pensionados en ambos tipos de sistema, pero con reparto las tasas de reemplazo caerán en mayor medida que en los sistemas de capitalización por los cambios en la composición demográfica (más viejos y menos jóvenes).

**Los regímenes de reparto o acumulación parcial de fondos colectivos no solo tienen menor capacidad de pagar pensiones, sino que sus beneficios son inseguros y poco solidarios**

En los sistemas de reparto o acumulación parcial de fondos con beneficios definidos existen importantes riesgos, que provocan inseguridad respecto a la efectiva recepción por parte de los afiliados de los beneficios prometidos, especialmente para los trabajadores de menores ingresos, mujeres y personas vulnerables.

<sup>7</sup> Nota de Política N° 4.

En primer lugar y como ya se ha señalado, las tendencias demográficas y otros problemas estructurales de este tipo de sistemas, generan déficits significativos en el tiempo, que obligan a reducir los montos de las pensiones y/o a imponer condiciones más estrictas para obtenerlas con el objetivo de reducir los problemas financieros, rompiendo con la promesa de beneficios definidos.

Además, la experiencia demuestra que en los sistemas de beneficios definidos que se financian con reparto o que acumulan fondos colectivos, existen presiones políticas para la entrega de beneficios que no son sostenibles a largo plazo y para otorgar inicialmente pensiones por encima de lo que es actuarialmente posible (según Altamirano et al., esto ocurre en la mayoría de los sistemas de beneficio definido de América Latina y el Caribe), perjudicando a las futuras generaciones y aumentando el riesgo de que no obtengan las pensiones esperadas. Por ejemplo, en referencia a la propuesta de introducir en Chile un fondo solidario con un nivel mínimo de ingresos garantizados en la vejez (Propuesta B de la Comisión Bravo), Barr y Diamond (2016) concluyeron que la falta de especificidad de la propuesta la hace vulnerable a presiones políticas, y que el gobierno puede no estar fuertemente motivado a resistir tales presiones por el hecho de producirse mejoras de corto plazo en las cuentas fiscales, con el riesgo de terminar moviéndose a un sistema completamente de reparto. Además, Barr y Diamond concluyeron que transferir beneficios de los futuros pensionados a los actuales, con un impacto negativo sobre los niveles agregados de ahorro, no parece justificarse.

En este tipo de sistemas de beneficios definidos que acumulan fondos colectivos, existe también el riesgo de que se utilicen los fondos existentes para propósitos ajenos al sistema, dado que no existe propiedad individual y que los recursos son de todos y no son de nadie. Por esta misma razón, se generan condiciones para que los grupos con mayor poder de presión de la sociedad consigan que se les otorguen mejores beneficios en perjuicio de otros trabajadores, generalmente los más pobres. Esto ha ocurrido en la mayoría de los sistemas de reparto o acumulación parcial de fondos y beneficios definidos en América Latina y el Caribe, pues los sectores de menor densidad de cotización (la mayoría de ingresos relativamente más bajos, mujeres y personas vulnerables) reciben un subsidio negativo o, en otras palabras, se les cobra un impuesto (Altamirano, BID 2018).

Estos riesgos se acentúan por la desconexión entre los aportes realizados y los beneficios recibidos, lo que genera incentivos para corromper el sistema, eludiendo cotizaciones y falsificando beneficios. Este tipo de problemas es mayor cuando el Estado es quien paga las pensiones (Banco Central de Chile, 2017).

Otro riesgo que enfrentan los trabajadores más pobres, las mujeres y las personas más vulnerables es la posibilidad de perder parcial o totalmente los aportes realizados al no cumplir los requisitos exigidos, que, como se vio previamente, es un problema grave en nuestros países.

Todos estos riesgos y deficiencias de los sistemas de reparto o acumulación parcial de fondos y beneficios definidos, muestran que la supuesta seguridad de las pensiones y la solidaridad que algunos les atribuyen, es una mera ilusión alimentada por sesgos ideológicos que no tienen respaldo empírico. Ello es especialmente cierto en los países de América Latina y el Caribe, que ofrecen una amplia evidencia de los problemas que este tipo de sistemas ha tenido históricamente y tiene en la actualidad.

## **Las ventajas de los sistemas de capitalización son reconocidas internacionalmente**

Las ventajas y mayor capacidad de los sistemas de capitalización para proveer mejores pensiones son reconocidas internacionalmente. Según Rengifo y Martínez-Aldama (2020), los sistemas de pensiones de los trece países que están clasificados entre los mejores del mundo, de acuerdo al Melbourne Mercer Global Pension Index de 2019 (MGPI), tienen un alto componente de capitalización. Por otra parte, en base a este índice Montenegro et al. (Asofondos<sup>8</sup>) concluyen que existe una relación positiva entre la acumulación de ahorro pensional y la sostenibilidad y suficiencia de las pensiones que los sistemas pueden proveer.

En Holanda, cuyo sistema de pensiones está clasificado en el primer lugar en el MGPI de 2019, el gobierno y grupos sociales llegaron recientemente a un acuerdo para realizar una reforma al sistema, que contempla transitar desde programas ocupacionales con fondos colectivos y beneficios definidos a un sistema de cuentas personales de pensión de contribuciones definidas, en que las pensiones dependerán de los aportes realizados y las rentabilidades de las inversiones. Entre las razones de la reforma propuesta, se plantea que con la introducción de las cuentas personales todos podrán visualizar los montos de pensión que podrán financiar, sin tener que preocuparse más de no tener un ingreso al momento del retiro, inquietud que está actualmente ampliamente extendida entre los trabajadores jóvenes holandeses que participan en programas de beneficios definidos y fondos colectivos.

En Australia (tercer lugar en el MGPI de 2019) se reemplazó el esquema de reparto por un sistema que se basa en un modelo de ahorro individual con contribución definida, que se complementa con un programa que otorga beneficios a los adultos mayores de menores ingresos, financiado con recursos públicos, y un programa de ahorro voluntario. Producto de la reforma, los fondos de pensiones representan más del 120% del producto y el gasto público en pensiones ha disminuido significativamente (Montenegro et al., Asofondos<sup>9</sup>).

En Suecia (quinto lugar en el MGPI 2019) opera un sistema contributivo de cuentas nocionales, complementado con un sistema de capitalización individual. Las proyecciones oficiales de largo plazo de la Agencia Sueca de Pensiones, que fueron preparadas en 2013<sup>9</sup>, concluyen que, debido a la ausencia de rentabilidades, el esquema de cuentas nocionales pagará en el largo plazo pensiones 43% inferiores a las otorgadas por el programa complementario de capitalización individual, para igual tasa de cotización.

## **Tasas de reemplazo efectivas y proyectadas en los sistemas de capitalización individual**

De acuerdo a las estadísticas disponibles, las tasas de reemplazo efectivas otorgadas por los sistemas de capitalización individual en América Latina a los afiliados que se han pensionado y han cotizado con cierta regularidad han sido superiores a las sugeridas por organismos internacionales, a pesar de las bajas tasas de cotización existentes. Los convenios de la OIT sugieren una tasa de reemplazo mínima de 40%-45% para un periodo de aportes de trabajadores y empleadores de al menos 30 años (Cuadro II.B.2). En el caso de Chile, que es el sistema de capitalización individual obligatorio que más tiempo lleva operando en América Latina y que en 2020 está pagando más de un millón de pensiones de vejez, la tasa de reemplazo autofinanciada para quienes se pensionaron en los últimos diez años y que registraban más de 25 años de cotizaciones es de un 78%<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Nota de Política N° 4.

<sup>9</sup> Orange Report 2013.

<sup>10</sup> Mensaje de S.E. el presidente de la República con el que se inició el proyecto de ley de reforma al sistema de pensiones. Octubre, 2019.

**Cuadro II.B.2: Referencias OIT de tasas de reemplazo (TR) pensiones contributivas (1)**

<b>Años cotizados</b>	<b>Denominación Beneficio</b>	<b>Tasa de reemplazo</b>
45	Pensión completa	60,0%
30	Pensión completa	45,0%
20	Pensión parcial	30,0%
15	Pensión parcial	22,5%
11	Pensión parcial	16,5%
Menos de 10	No es pensión	Asistencia social

(1) CLAPES UC (2018) en base a Convención N° 28 de la Organización Internacional del Trabajo.

Estas altas tasas de reemplazo se explican por la regularidad de los aportes y las altas tasas de rentabilidad real de las inversiones que históricamente han obtenido las administradoras de fondos de pensiones.

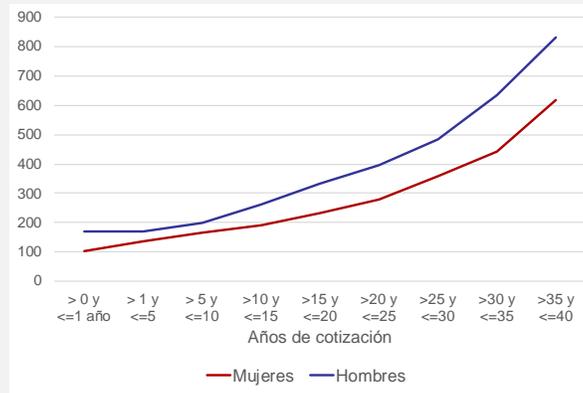
Sin embargo, es indudable que el monto promedio de las pensiones pagadas en Chile y en otros países de América Latina es bajo. Las principales razones son las insuficientes tasas de cotización; los amplios periodos de la vida laboral en que las personas no cotizan al sistema por estar inactivas, desempleadas o en el sector informal; los problemas de evasión y elusión de cotizaciones; la entrada más tardía al mercado laboral de los jóvenes; los bajos sueldos; y el aumento de las expectativas de vida, que no ha sido acompañado de incrementos en las edades legales de pensión. Todos estos problemas afectan negativamente tanto a los sistemas de capitalización individual como a los esquemas de reparto.

Siguiendo con el caso chileno, en mayo de 2020 el monto mensual de la pensión autofinanciada de vejez (sin considerar los beneficios del sistema solidario ni los ahorros voluntarios) en el sistema de capitalización individual era de USD 246 para las mujeres y USD 405 para los hombres<sup>11</sup>. Estos promedios varían significativamente con los años de cotización, tal como se puede ver en el Gráfico II.B.2.

Analizando el comportamiento de ahorro de estos pensionados, es evidente que la baja densidad de cotización es uno de los problemas fundamentales que afectan a nuestros sistemas. En efecto, solo un 16% de los pensionados actuales del sistema de AFP en Chile cotizaron más de 30 años a sus cuentas de capitalización individual (12% las mujeres y 20% los hombres), que es el mínimo de años de aportes para obtener una tasa de reemplazo de 40%-45% según la OIT. Por otra parte, un 54% cotizaron 20 años o menos (61% las mujeres y 47% los hombres). Con esta densidad de aportes se deben financiar pensiones por periodos superiores a 30 años en las mujeres y 20 años en los hombres.

<sup>11</sup> Tipo de cambio \$ 767,82 por USD.

**Gráfico II.B.2: Montos promedio mensuales de pensión autofinanciada según años de cotización pagados en el sistema de AFP de Chile en mayo de 2020 (USD)**



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

Las proyecciones de pensión también son bajas en nuestros países. En el informe *Pensions at a Glance 2019*, la OCDE estima las tasas de reemplazo brutas de los trabajadores en distintos países pertenecientes a la organización, entre ellos Chile y México. Los cálculos muestran los beneficios de pensión de un trabajador que entra al sistema en 2018 a la edad de 22 años y que se retira después de una carrera laboral completa. Se considera a los programas obligatorios de pensión, tanto administrados por el sector público como privado. Las comparaciones se hacen con un conjunto de supuestos comunes a todos los países<sup>12</sup>, pero considerando las diferencias en las tasas de cotización y en las edades de pensión. En el caso de Chile y México se proyecta una tasa de reemplazo de 31,2% y de 25,7% sobre el último salario para un afiliado de renta promedio, asumiendo una edad de pensión de 65 años.

No cabe duda que estas tasas de reemplazo son bajas, más aún si se comparan con las proyectadas para los sistemas de pensiones de otros países, en particular con aquellos que están clasificados como los mejores del mundo de acuerdo al ranking de MGPI 2019. Sin embargo, las diferencias se explican por las menores tasas de cotización y edades de pensión (Cuadro II.B.3). De hecho, una vez que las proyecciones de tasas de reemplazo son ajustadas por estas diferencias, los porcentajes de Chile y México resultan, en general, superiores a los restantes países.

La mejora en los montos de las pensiones y tasas de reemplazo requiere tener un diagnóstico adecuado de las razones que explican por qué los sistemas de pensiones están otorgando bajas pensiones actualmente, y proponer reformas que prioricen medidas que estén dirigidas precisamente a mejorar las pensiones y que tengan un fuerte respaldo técnico y empírico. En este sentido, existe amplio consenso de que la solución a largo plazo pasa indispensablemente por aumentos graduales de las tasas de cotización y la ampliación de la base de afiliados que cotiza al sistema, incorporando nuevas formas de recaudación y de incentivos a la cotización. Adicionalmente, es necesario fortalecer el funcionamiento y la institucionalidad del sistema de pensiones y de los mercados relacionados (laboral, financiero, seguros) para favorecer un adecuado desarrollo de los programas de pensiones.

<sup>12</sup> Rentabilidad real anual de las inversiones de 3,0%; crecimiento real anual de los salarios de 1,25%; tasa de descuento real anual para los cálculos actuariales de 2%; y costos administrativos que resultan en un factor de conversión de las contribuciones al adquirir la anualidad de 90% aplicado sobre los saldos acumulados. El modelo base utiliza las proyecciones de tasa de mortalidad específicas para cada país según la base de datos de población de las Naciones Unidas.

**Cuadro II.B.3: Parámetros y tasas de reemplazo para países seleccionados**

País	Ranking MGPI (1)	Tasa Cotización (2)	Edad Pensión (3)	Tasa de Reemplazo
Australia	3	9,5%	67	30,9%
Chile	10	12,4%	65	31,2%
Dinamarca	2	12,8%	74	74,4%
Finlandia	4	24,4%	68	56,5%
Holanda	1	25,6%	71	70,9%
México	33	6,3%	65	25,7%
Suecia	5	21,7%	65	54,1%

(1) Melbourne Mercer Global Pension Index 2019.

(2) Tasa efectiva para un trabajador promedio.

(3) Edad de pension para un trabajador que entra a trabajar en 2018.

Fuente: Pensions at a Glance 2019, OECD.

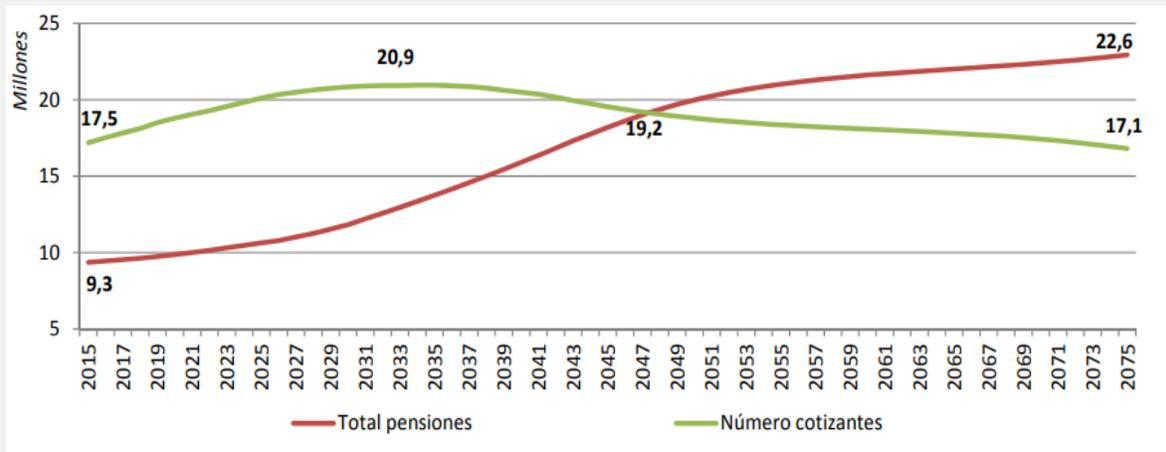
Por otra parte, la realización de reformas que fortalezcan o reincorporen esquemas que han probado en nuestros propios países que son ineficientes, poco solidarios y más costosos a largo plazo para proveer de pensiones a los trabajadores, harán mucho más onerosas e insostenibles las mejoras en los beneficios.

### **C. Sostenibilidad financiera de los sistemas de pensiones**

Uno de los mayores desafíos que enfrentan los países con sistemas públicos de reparto es la presión que ejerce el continuo envejecimiento de su población sobre las finanzas públicas, pues en estos sistemas las contribuciones de los trabajadores actuales financian los beneficios de los pensionados. El aumento de las expectativas de vida junto con las menores tasas de natalidad, causan que los sistemas de reparto sean financieramente insostenibles. Esta situación es claramente ejemplificada en el Gráfico II.C.1 que muestra la situación de España, donde el número de pensionados tiene una tendencia al alza, mientras que el total de cotizantes se mueve a la baja. Así, en 2047 el número de pensionados se igualaría con el número de cotizantes, mientras que en 2075 el número de pensionados sería 1,3 veces el de cotizantes, haciendo claramente imposible financiar las pensiones únicamente con los aportes de los trabajadores.

En América Latina y el Caribe, la situación del envejecimiento poblacional es igualmente preocupante. Según datos de la División de Población de las Naciones Unidas, mientras que en 1950 la mujer promedio de América Latina y el Caribe tenía 6,5 hijos, en 2050 tendrá sólo 2. En el mismo lapso de tiempo, la esperanza de vida a los 65 años en la región se incrementará en 9 años. De modo que el envejecimiento poblacional ya es una realidad en la región.

**Gráfico II.C.1**  
**España: Evolución cotizantes y pensionados**  
 (Millones)

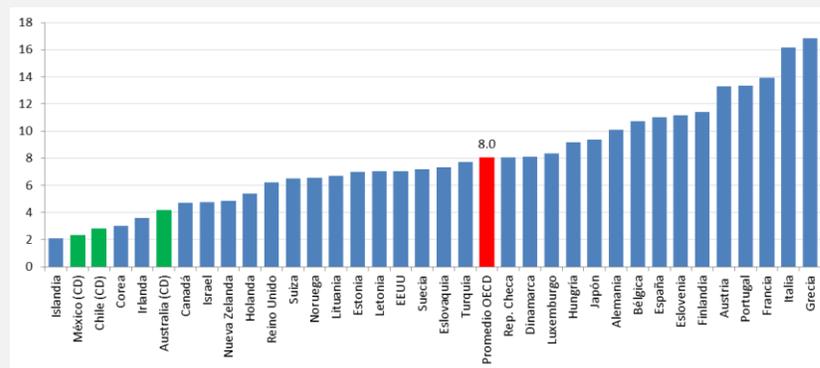


Fuente: Fundación Inverco (2017).

Además de enfrentar los desafíos que supone el envejecimiento de su población, los regímenes de reparto de la región también deben lidiar con un mercado laboral caracterizado por altas tasas de informalidad, que según cifras de la Organización Internacional del Trabajo (OIT, 2018) en 2017 representó el 54% del empleo total de la región<sup>13</sup>. Ello implica que un importante porcentaje de la fuerza laboral no contribuye al sistema.

El desfinanciamiento de los sistemas públicos de reparto provoca que los Estados tengan que destinar una importante parte de su gasto a solventarlos. Como se aprecia en el Gráfico II.C.2, el gasto público en pensiones representó en promedio un 8% del PIB para los países de la OCDE, donde el mayor gasto se observó en Grecia (17%), Italia (16%) y Francia (14%).

**Gráfico II.C.2**  
**OCDE: Gasto público en pensiones en 2017 (o último año disponible)**  
 (Porcentaje del PIB)

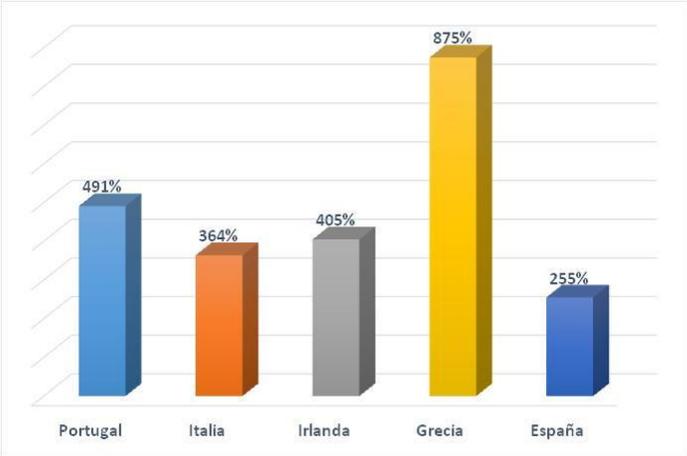


Fuente: OECD Database.

<sup>13</sup> En algunos países de la región la tasa de informalidad del empleo es considerablemente más alta: Colombia (60,6%), Perú (69,2%), El Salvador (69,6%), Nicaragua (77,4%), Guatemala (79,7%), Honduras (79,9%), Bolivia (83%).

Además, el gasto y la deuda fiscal en los sistemas de pensiones de reparto oculta el costo a largo plazo de las obligaciones de pensiones prometidas a futuro, cuyo valor presente se conoce como la “deuda implícita” de dichos sistemas. La estimación de la deuda implícita no es trivial y depende del número de cotizantes y pensionados, su distribución etaria y expectativas de vida, el monto de los beneficios prometidos, la edad de jubilación y la tasa de descuento empleada para calcular el valor presente. Una estimación realizada por Edwards (2010) da cuenta de que la deuda implícita en 2009 para una serie de países europeos alcanzaba cifras preocupantes (ver Gráfico II.C.3). El caso más dramático era el de Grecia, donde la deuda previsional implícita era casi 9 veces su PIB.

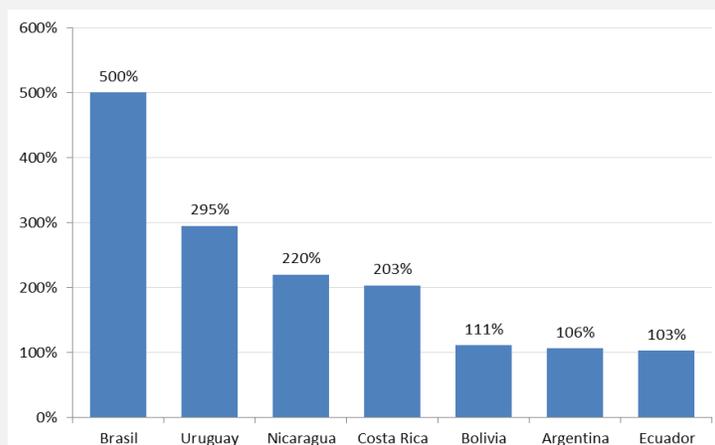
**Gráfico II.C.3**  
**Países europeos: Deuda previsional implícita, 2009**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Edwards (2010).

Los sistemas de pensiones de reparto de América Latina también enfrentan serios problemas de sostenibilidad financiera. Estimaciones realizadas por Holzmann, Palacios y Zviniene (2004), dan cuenta de que hacia el año 2000 la deuda implícita de los sistemas de reparto de la región ya alcanzaba cifras bastante preocupantes: en Brasil representaba 5 veces su PIB, en Uruguay casi 3 veces su PIB, en Costa Rica y Nicaragua más del doble de su PIB, y en Argentina y Ecuador poco más del 100% (Gráfico II.C.4). Es de esperar que estas cifras sean considerablemente mayores en la actualidad.

**Gráfico II.C.4**  
**Deuda implícita sistemas públicos de reparto de América Latina**  
 (Porcentaje del PIB)



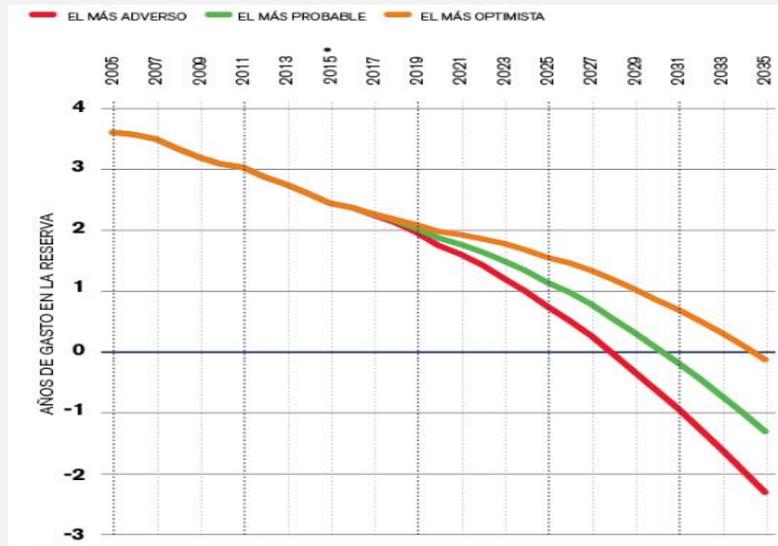
Fuente: Elaboración propia sobre estimaciones de Holzmann, Palacios y Zvinieni (2004).

Ante la imposibilidad de cubrir la totalidad del pago de beneficios con los aportes de los actuales trabajadores, los países deben gastar la reserva del fondo (generada en los años en que los aportes de los cotizantes superan el pago de beneficios) o bien el fisco debe cubrir el déficit. Conforme este déficit se acentúe, la presión fiscal que ejercerá el gasto en pensiones puede resultar inmanejable para muchos países de la región. En Costa Rica, por ejemplo, el principal esquema público de reparto corresponde al fondo de invalidez, vejez y muerte (FIVM) de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS)<sup>14</sup>. Desde el 2012 los aportes que recibe este fondo son insuficientes para pagar los beneficios, por lo cual éste ha ido reduciendo su reserva aceleradamente. Según estimaciones actuariales de la Universidad de Costa Rica (2016), en 2024 los aportes e inversiones serían insuficientes para cubrir el pago de pensiones y entre 2027-2030 se agotaría la reserva del régimen (ver Gráfico II.C.5). Ello pondría al FIVM en una situación financiera sumamente delicada.

En Colombia, por su parte, coexisten (y compiten entre sí) dos programas de pensiones contributivos obligatorios, uno público de reparto (llamado Régimen de Prima Media, RPM, administrado por Colpensiones, además de otros regímenes especiales) y otro privado de capitalización individual administrado por Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías. El gasto que hace el gobierno para cubrir el déficit pensional del sistema de reparto (tanto de Colpensiones como de otros regímenes especiales) ha crecido de manera acelerada. Según cifras presentadas por Villar, Becerra y Forero (2017), mientras que en 1990 el gasto en pensiones del gobierno representaba el 0,6% del PIB, en 2016 representó un 3,76% del PIB, de los cuales cerca de 1,1 puntos porcentuales corresponden al financiamiento del RPM, y los 2,7 puntos restantes se dirigen a los regímenes especiales. De esta forma, el gasto fiscal en pensiones representó el 23% del presupuesto nacional (excluyendo el servicio de la deuda), por encima del 15% que se dirige a educación y el 14% a salud. Además, Cardona (2015) estima que la deuda implícita del sistema público de pensiones representa el 133% del PIB. Por su parte Montenegro et al. (2017) demuestran que la combinación de la transición demográfica con una alta informalidad del mercado laboral hace inviable la existencia de un régimen de pensiones de reparto.

<sup>14</sup> Cuenta con 1,4 millones de cotizantes, 238 mil pensionados y USD 3.600 millones de reserva.

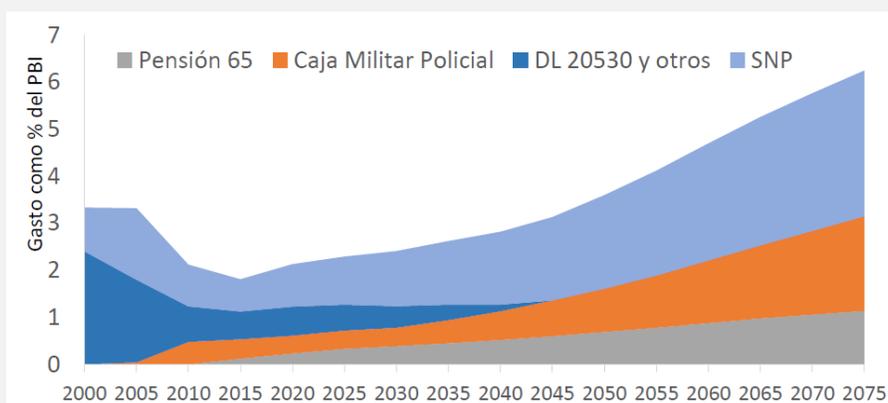
**Gráfico No. II.C.5**  
**Costa Rica: Coeficiente de Reserva del FIVM (según escenarios)**



Fuente: UCR (2016).

Al igual que en Colombia, en Perú compiten entre sí tanto un esquema público de reparto (Sistema Nacional de Pensiones, SNP, que es administrado por la Oficina de Normalización Previsional, ONP), como un esquema privado de capitalización individual (Sistema de Pensiones Privado, SPP). El sistema de reparto se encuentra técnicamente quebrado, ya que cuenta con un déficit actuarial equivalente al 21% del PIB, lo que hace necesario que recurra mensualmente a transferencias estatales para su funcionamiento. En 2019, la recaudación del sistema de reparto permitía cubrir el 63% de los beneficios pensionales. Según estimaciones de Altamirano et al. (2019) entre 2000-2015 el gasto público en pensiones representó un 2,66% del PIB, de los cuales un 38% correspondieron al gasto en el SNP. Hacia 2075 el gasto en pensiones se incrementaría al 6% del PIB (un 50% de éste correspondería al SNP) (ver Gráfico II.C.6). Este crecimiento se explica principalmente por el impacto asociado a la menor tasa de natalidad y la mayor expectativa de vida de la población en los esquemas de reparto. Si bien el gasto público en pensiones de Perú es bajo en comparación con otros países de la región, ello es explicado por la también baja cobertura del sistema previsional.

**Gráfico II.C. 6:**  
**Perú: Gasto en pensiones en Perú 2015- 2075 según subsistema**  
 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Altamirano et al. (2019).

Por otra parte, los mismos autores señalan que los gastos estatales asociados al Sistema Privado de Pensiones (SPP) y a Pensión 65 (pilar solidario no contributivo) no han sido elevados. En promedio entre 2000 y 2015 se ha gastado 0,13% del PIB en bonos de reconocimiento, pensiones mínimas y complementarias en el SPP, y 0,09% del PIB en Pensión 65. Por consiguiente, la mayor proporción del gasto viene de los programas de beneficios definidos y reparto.

En Brasil la situación del régimen de reparto es aún más preocupante. Según el FMI, en 2018 el gasto fiscal en pensiones representó el 14% del PIB y se estima que en ausencia de reformas alcanzaría el 30% del PIB hacia 2050. Ante la insostenibilidad del sistema pensional, a fines de 2019 el gobierno aprobó una profunda reforma previsional, que incluye el establecimiento de una edad legal de jubilación (antes no existía) y un aumento en el número de años de contribución requeridos para acceder a una pensión (40 años para una pensión completa), así como una reducción en los beneficios de los futuros pensionados.

Finalmente, Argentina, tras doce años de haber nacionalizado su sistema de pensiones de capitalización individual y dejar los fondos de pensiones en manos del Estado para reabrir un esquema de reparto, se encuentra en la actualidad en una difícil situación financiera. Las contribuciones de los trabajadores activos sólo cubren el 60% del pago de beneficios, pues en la actualidad hay poco más de un trabajador cotizante por cada pensionado. De este modo, el gasto público más que se duplicó entre 2006 y 2017, pasando del 5% del PIB al 11,3% (Castiñeira, 2018). En 2017, el gasto en pensiones (incluyendo el déficit del sistema contributivo de reparto, los regímenes especiales y las pensiones no contributivas) representó el 60% del total del gasto público nacional.

De modo que en los sistemas de reparto no existe una estrategia comprobada para garantizar su sostenibilidad financiera. El riesgo de insolvencia crece incesantemente a medida que las poblaciones envejecen y el costo de los beneficios se incrementa, aumentando la presión sobre las finanzas públicas. La sostenibilidad financiera de los esquemas de reparto también se ve condicionada por la presión política que ejercen grupos de poder, los cuales bloquean los esfuerzos por incorporar reformas al sistema y en algunos casos defienden la abundancia de sus beneficios.

Esta continua presión financiera que los sistemas de reparto ejercen sobre las finanzas públicas, ha hecho que los gobiernos modifiquen los parámetros estructurales que sirven de base al cálculo de las prestaciones públicas por jubilación. Entre estas medidas se encuentran el incremento en el número de años a considerar para el cálculo de las pensiones, el incremento en la edad legal de jubilación y/o el aumento de la tasa de cotización. De acuerdo con FIAP (2020a) entre 1995 y junio de 2020, 79 países aumentaron la tasa de cotización en sus programas de reparto, 62 aumentaron la edad legal de retiro y la misma cantidad de países ajustaron la fórmula de los beneficios o disminuyeron de plano los beneficios otorgados.

Las reformas paramétricas mencionadas reducirán sustancialmente los beneficios futuros de los sistemas públicos de reparto. Según estimaciones de la Comisión Europea (2018), la tasa de reemplazo de las pensiones públicas se verá considerablemente reducida entre 2016-2060 en gran parte de los países europeos, experimentado una caída de 15% en promedio para la Unión Europea (ver Cuadro II.C.1). Países como España (-41%), Croacia (-42%) y Polonia (-62%) verán seriamente reducidas sus tasas de reemplazo.

**Cuadro II.C.1**  
**Tasa de reemplazo pensión pública (\*)**

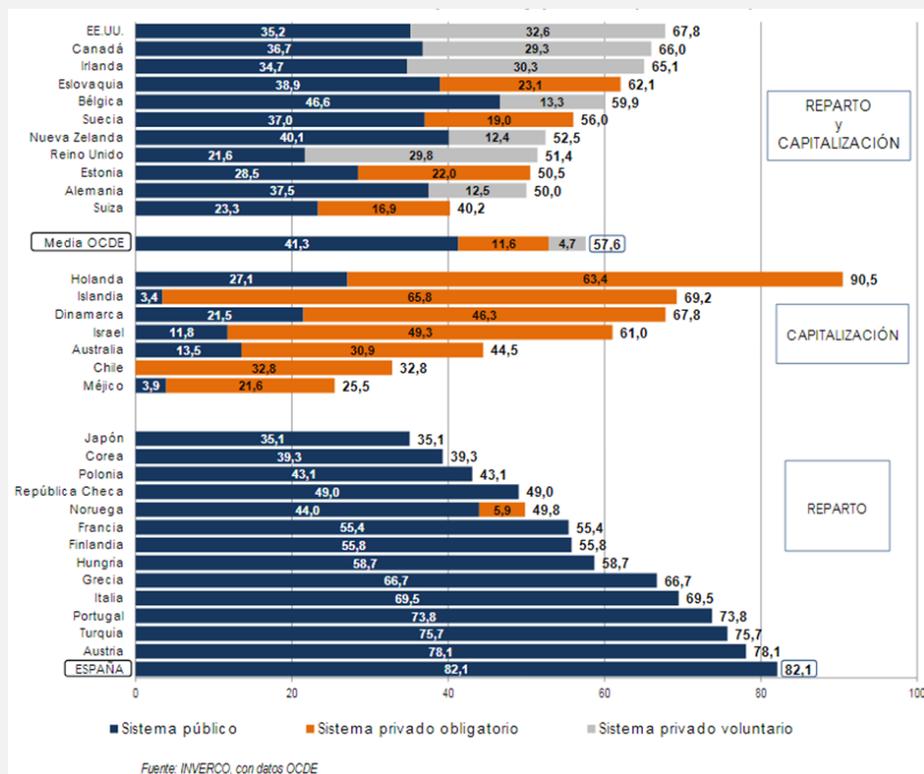
	2016	2060	Variación	
			p.p.	%
Polonia	61,4	23,5	-37,9	-62%
Croacia	30,8	17,8	-13,0	-42%
España	78,7	46,4	-32,3	-41%
Suecia	32,6	22,3	-10,3	-32%
Italia	64,4	48,6	-15,9	-25%
Portugal	68,3	55,7	-12,6	-18%
Francia	45,4	37,6	-7,9	-17%
Luxemburgo	72,9	63,6	-9,3	-13%
Alemania	37,8	33,9	-4,0	-10%
Irlanda	36,6	34,4	-2,2	-6%
Bélgica	40,2	37,8	-2,4	-6%
Austria	44,4	44,0	-0,3	-1%
Dinamarca	27,2	27,3	0,1	0%
<b>Unión</b>				
<b>Europea</b>	<b>45,1</b>	<b>38,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>-15%</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>46,9</b>	<b>38,3</b>	<b>-8,6</b>	<b>-18%</b>

(\*)La tasa de reemplazo es calculada como el ratio entre el primer pago de pensión de quienes se jubilan en un determinado año sobre el promedio del último salario de los jubilados en ese año.

Fuente: Comisión Europea (2018).

A fin de compensar esta reducción en los beneficios que tendrán que enfrentar los jubilados de los sistemas de reparto, un número importante de países de la OCDE ha introducido sistemas de pensiones de capitalización individual de carácter voluntario o semi-obligatorio, que complementan a los sistemas públicos. Así, para la OCDE el sistema público de reparto ofrece en promedio una tasa de reemplazo del 41,3% respecto al último salario. Agregando al sistema privado de pensiones (obligatorio y voluntario), la tasa de reemplazo se elevaría a un promedio de 57,6% (Gráfico II.C.7). Sin embargo, aún existe mucha heterogeneidad con respecto a la importancia que tienen los sistemas privados en los países de la OCDE. Mientras que en los Países Bajos el sistema privado representa cerca del 63% de la tasa de reemplazo, en países como España e Italia, el peso en la tasa de reemplazo del sistema privado es prácticamente inexistente.

**Gráfico No. II.C.7**  
**Países OCDE: Tasas de reemplazo públicas y privadas 2015**



Fuente: INVERCO (2017).

No obstante, y como ya se señaló anteriormente, se anticipa que las tasas de reemplazo de las pensiones públicas en la Unión Europea en su conjunto pasarían desde un promedio de 45,1% en el año 2016 a un 38,3% en el 2060, es decir, se anticipa una reducción de la tasa de reemplazo de 6,8 puntos porcentuales en cuatro décadas. Por lo tanto, los países que no han hecho reformas y no han introducido sistemas de capitalización robustos deberán enfrentar una reducción muy sustancial de los ingresos de sus pensionados a futuro, solo por el ajuste en el cálculo de los beneficios que estarán obligados a realizar como consecuencia de la evolución demográfica, para evitar la quiebra financiera de los sistemas públicos. Esto implica que, necesariamente, debido a la presión demográfica, en el largo plazo, el peso de los sistemas privados de capitalización individual se irá incrementando en los países que mantienen operativos los sistemas públicos de reparto.

Resulta importante destacar que Holanda recientemente anunció la transformación de los planes colectivos de beneficio definido hacia planes de contribución definida. Ello debido a que el continuo envejecimiento de la población pone mucha presión sobre la solvencia de corto plazo y la sostenibilidad financiera en el largo plazo de los planes de beneficio definido. Se estima que la transición desde un esquema a otro terminará hacia el 2026<sup>15</sup>.

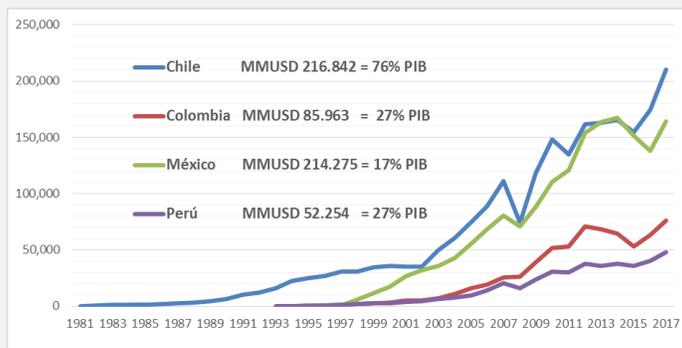
Contrario a los sistemas de reparto, los sistemas de capitalización individual son financieramente sostenibles, pues las contribuciones de cada trabajador (y sus retornos) financian su propia pensión. El gasto que el Estado realiza en pensiones se destina únicamente a subsidios, mediante pensiones no contributivas (cuando las hay) para las personas que no logran un nivel mínimo de

<sup>15</sup> Mayores detalles en el siguiente link: <https://www.ipe.com/comment/dutch-pensions-the-next-chapter/10046420.article>

pensión con sus propios ahorros. Como pudo apreciarse en el Gráfico II.C.2 presentado previamente, los países con sistemas de capitalización individual (Chile, México y Australia) tienen un gasto público en pensiones por debajo del 4% del PIB.

Asimismo, en el Gráfico II.C.8 se muestra la evolución creciente que han tendido los fondos de pensiones de capitalización individual. A diciembre de 2019, los activos bajo administración de los fondos de pensiones en Chile representaban el 76% del PIB, en Colombia el 27%, en México el 17% y en el Perú el 27%.

**Gráfico II.C.8**  
**Fondos administrados totales en sistemas de capitalización individual a diciembre 2019**  
 (Miles de millones de USD)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de FIAP y Banco Mundial.

A pesar de que la transición demográfica no afecta la sostenibilidad financiera del sistema de capitalización individual, sí afecta el monto de las pensiones. Es por ello que es fundamental que los sistemas de capitalización individual realicen ajustes en su diseño y sobre todo en sus principales parámetros (edad de jubilación y tasa de contribución) a fin de que los beneficios otorgados no decaigan a través del tiempo. Con la excepción de El Salvador<sup>16</sup>, ninguno de los países de la región que reemplazaron sus sistemas de reparto por sistemas de capitalización individual ha realizado ajustes en sus parámetros en toda su existencia, a pesar del incremento experimentado en las expectativas de vida de la población desde la introducción de estos sistemas. Un estudio realizado por FIAP (2016) da cuenta de que el monto de las pensiones en Chile ha caído 51% y 46%, para el hombre y la mujer, respectivamente, como consecuencia del aumento en las expectativas de vida y la reducción de la tasa de interés para el cálculo de las pensiones. El caso de Chile da cuenta de la importancia de establecer instancias técnicas independientes con la potestad de ajustar periódicamente los parámetros del sistema ante cambios en las expectativas de vida y/o bajas considerables en la rentabilidad<sup>17</sup>.

En conclusión, la transición demográfica, la informalidad laboral y el riesgo político hacen inviable un régimen de pensiones de reparto en América Latina.

<sup>16</sup> Perú disminuyó transitoriamente la tasa de cotización del sistema de capitalización individual, sin embargo la medida fue posteriormente revertida.

<sup>17</sup> Este tipo de entidades están contempladas en el sistema de pensiones peruano (aunque en la práctica no es operativo) y de El Salvador. Además, el actual proyecto de reforma del sistema de pensiones chileno contempla la creación de una instancia con estas atribuciones.

## D. Equidad entre trabajadores

En un sistema de pensiones de capitalización individual, todos los trabajadores afiliados tienen iguales derechos y obligaciones, independiente del tipo de trabajo que realicen<sup>18</sup>, el sector económico donde se desempeñen o la administradora a la cual estén incorporados<sup>19</sup>. De este modo, todos aquellos que hayan realizado el mismo esfuerzo de contribuciones a lo largo de su vida laboral, en igualdad de otras condiciones, recibirán los mismos beneficios. La existencia de los mismos derechos y obligaciones evita que el sistema genere distorsiones entre diferentes sectores económicos, pues todos los trabajadores y empleadores están afectos a las mismas “reglas del juego”.

Por consiguiente, los afiliados a un sistema de capitalización individual que cambien de trabajo de un sector a otro, no ven alteradas las tasas de cotización ni los beneficios que percibirán una vez jubilados. Tampoco implica una pérdida de aportes o de rentabilidades, porque dicho cambio no afecta los derechos de propiedad de los trabajadores sobre sus saldos acumulados en las cuentas individuales. Ello implica que el sistema de capitalización individual facilita la flexibilidad del mercado laboral, ya que no impone costos o restricciones a la plena movilidad de los trabajadores entre distintos empleos/sectores.

Por el contrario, los sistemas de reparto suelen caracterizarse por la existencia de una multiplicidad de reglas para el cálculo de beneficios según el sector económico y el esquema de pensiones al que pertenecen los trabajadores, así como diferencias significativas en las tasas de contribución y edad de jubilación. En México aún continúan operando al menos 32 esquemas de reparto para los empleados públicos de los diferentes Estados del país, todos ellos con requisitos y fórmulas de cálculo de los beneficios distintos.

Según reporta Cortázar (2003), en Chile al momento de hacerse la reforma de pensiones que introdujo el actual sistema de capitalización individual, en 1981, había más de 100 fórmulas de cálculo de beneficios diferentes; siendo, en general, los trabajadores de mayores ingresos y con mayor capacidad de presión política, los que accedían a las fórmulas más beneficiosas.

El Cuadro II.D.1 presenta un resumen de las principales características de algunos de los sistemas de reparto de la región. Se puede observar que existe una multiplicidad de reglas y considerables diferencias en los beneficios prometidos según el esquema al cual se pertenezca. Por ejemplo, en Perú, además del Sistema Nacional de Pensiones (SNP) operan una serie de regímenes especiales, que se pueden agrupar de la siguiente manera: (i) Caja de Pensiones Militar Policial, administrada por el Estado, que otorga beneficios definidos a los miembros de las fuerzas armadas y policiales; (ii) Régimen de los Servidores Públicos, también conocido como sistema de Cédula Viva, que cubre a funcionarios del Estado y que fue cerrado para nuevos entrantes en 2004, pero continúa otorgando pensiones; y (iii) Régimen de los Servidores Diplomáticos. Cada uno de ellos con reglas y beneficios muy diferentes. Mientras que en el SNP los trabajadores pueden aspirar a una pensión de entre 30-45% del promedio de las últimas 60 remuneraciones (según su edad en 2002),

---

<sup>18</sup> Existen ciertas excepciones para trabajadores que realizan trabajos pesados. Por ejemplo, en Chile si el trabajo es calificado como pesado, el trabajador debe cotizar adicionalmente entre el 1 % y el 2% de su remuneración imponible. En este caso, el empleador también debe realizar un aporte del mismo monto. En Kazajstán, donde la tasa de cotización obligatoria es del 10% del ingreso del trabajador, los empleadores de industrias de trabajo pesado y condiciones peligrosas deben contribuir un 5% adicional del ingreso del trabajador a su respectiva cuenta individual.

<sup>19</sup> Siempre y cuando los trabajadores formen parte del sector formal. La migración al sector informal impacta en la acumulación de ahorros en forma negativa.

en el régimen policial/militar pueden aspirar al 100% del promedio de las últimas 60 remuneraciones.

En el mismo Cuadro puede apreciarse que en la mayoría de los casos, el cálculo de la pensión se hace a partir de las remuneraciones de los últimos años laborales, y en algunos casos incluso con respecto a la última remuneración. Como consecuencia, existe un claro incentivo a sub-declarar los ingresos durante gran parte de la vida activa y sobre-declarar los ingresos durante el último período de trabajo (el que se considera para el cálculo de la pensión).

Además, los sistemas de pensiones de reparto son, generalmente, regresivos. Esto debido a que para acceder a una pensión se exige un mínimo de años de cotización. Por ejemplo, para ser beneficiario de una pensión en el SNP de Perú es necesario acreditar 20 años de aportaciones. El SNP no otorga pensiones parciales, de modo que, si el trabajador no cumple con el número mínimo de años de cotización, pierde los aportes que realizó durante su vida laboral. Según estimaciones del FMI<sup>20</sup> un 60% de los afiliados del SNP estarían en esta situación, de modo que su tasa de reemplazo sería de cero.

Una situación similar ocurre en Colombia bajo el Régimen de Prima Media, donde se estima que el 90,8% de sus afiliados no cumplirá con el período mínimo de contribución para tener derecho a una pensión. Sin embargo, en el caso colombiano, aquellos afiliados que no puedan seguir aportando para cumplir con el mínimo de años cotizados tienen derecho a una “indemnización sustitutiva”, es decir, una devolución de los aportes realizados durante el tiempo cotizado, aunque sin ganancias por rentabilidad.

Esta situación genera un esquema de subsidios implícitos cruzados entre trabajadores, que es altamente perjudicial para las mujeres y los trabajadores menos calificados y más vulnerables, quienes suelen no completar la exigencia de años mínimos de cotización y no logran acceder a una pensión al final de su vida laboral, usándose sus contribuciones para financiar las pensiones de quienes sí completan los años requeridos (generalmente los trabajadores con carreras laborales más estables, que suelen ser más calificados y de mayores ingresos).

En contraposición, los sistemas de capitalización individual no establecen requisitos de años de cotización para recibir los beneficios, por lo que todo individuo con ahorros (muchos o pocos) recibirá una pensión o retiro de fondos al final de su vida laboral, sin generar subsidios implícitos cruzados regresivos como en los esquemas de reparto.

---

<sup>20</sup> Freudenberg y Toscani (2019).

**Cuadro II.D.1: Parámetros relevantes en esquemas de pensiones seleccionados por país – Julio 2020**

	Régimen de reparto	Tasa de cotización	Tiempo requerido de contribución para acceder a pensión parcial/completa	Edad de retiro	Tasa de reemplazo prometida
Colombia	Régimen de Prima Media (RPM)	16%	1.300 semanas (25,3 años)	57 años mujer / 62 años hombre	El monto de la pensión se calcula como un porcentaje del valor promedio del ingreso base de cotización (IBC) de los últimos 10 años y puede variar de acuerdo al tiempo adicional cotizado. El monto mensual de la pensión de vejez, correspondiente a las primeras 1.000 semanas de cotización, será equivalente al 65% del IBC. Por cada 50 semanas adicionales a las 1.000 hasta las 1.200 semanas, este porcentaje se incrementará en un 2%, llegando a este tiempo de cotización al 73% del ingreso base de liquidación. Por cada 50 semanas adicionales a las 1.200 hasta las 1.400, este porcentaje se incrementará en 3% en lugar del 2%, hasta completar un monto máximo del 85% del ingreso base de liquidación. El valor total de la pensión no podrá ser superior al 85% del IBC, ni inferior a la pensión mínima establecida en la Ley.
	Asignación de retiro para el personal de Oficiales y Suboficiales de las Fuerzas Militares en actividad		18 años	55 años hombres / 50 mujeres	Entre 62% y 95% de las partidas computables indicadas en el artículo 13 del Decreto 4433 de 2004 (la base incluye beneficios no salariales). Reglas: la tasa de reemplazo es del 62% de las partidas computables por los primeros 18 años de servicio. A este porcentaje se adiciona un 4% por cada año que exceda de los 18 años, hasta los 24 años, sin sobrepasar 85%. Por cada año adicional que supere los 24 años de servicio, la tasa de reemplazo se incrementa en un 2% sin que el total sobrepase el 95% de las partidas computables.
Costa Rica	Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM)	10,66%	Jubilación ordinaria: 300 cotizaciones	Jubilación ordinaria: 65 años	Del 43% al 52,5% del salario de referencia por las primeras 240 cotizaciones para la determinación de una cuantía básica más el 0,01% por cada cotización adicional.
	Capitalización Colectiva del Magisterio Nacional	16.16%	Desde 55 años y 1 mes con 395 cuotas, hasta 65 años con 180 cuotas.	55 y 1 mes – 65, dependiendo de número de cuotas	El 60% del salario de referencia en el magisterio por las primeras 240 cotizaciones más el 0,1% por cada cotización adicional.

Perú	Régimen Transitorio de Reparto del Magisterio Nacional	De 15,58% a 21,58%	400 cotizaciones mensuales, de las cuales al menos 240 deben haberse realizado laborando para el Magisterio Nacional.	No determinada	80% del promedio de los mejores 32 salarios devengados durante los últimos 60 meses.
	Poder Judicial	28,77%	- Jubilación ordinaria: 62 años de edad y 30 años de servicio en la administración pública. - Jubilación proporcional: 60 años de edad y 30 años de servicio en la admin. pública. Los últimos 5 años deben haberse prestado al servicio del Poder Judicial.	62 años jubilación ordinaria; 60 años jubilación y 30 años de servicio pensión proporcional.	82% del promedio de los mejores 240 salarios. Sin tope al monto máximo de pensión.
	Sistema Nacional de Pensiones (SNP)	13%	20 años (sin derecho a pensión parcial)	65 años	Entre 30% a 45% del promedio de las últimas 60 remuneraciones, dependiendo de la edad del afiliado (1)
	Caja de Pensiones Militar Policial	12%	- Pensión parcial: hombres entre 15 y 30 años de aportes/ mujeres entre 12,5 y 25 años - Pensión completa: hombres más de 30 años/ mujeres más de 25 años	No determinada	Entre 70% y 100% del promedio de las últimas 60 remuneraciones, dependiendo de los años de aporte del afiliado.
	Cédula Viva (Ley 20530)	13%	Pensión parcial: hombres 15 años /mujeres 12,5 años. Pensión completa: hombres 30 años/mujeres 25 años.	No determinada	Las pensiones se calculan sobre la base de un ciclo laboral máximo de 30 años (hombre) y 25 años (mujeres), a razón - según sea el caso - de 1/30 ó 1/25 del promedio de las remuneraciones pensionables percibidas durante los últimos 12 meses, por cada año de servicio. A partir de los 20 años se tiene derecho a una pensión proporcional.
	Servidores diplomáticos (2)	13%	Más de 15 años	70 años o veinte años de servicio diplomático	-Si tienen entre 5 y 15 años de servicio: reciben por una vez (como compensación) monto igual a última remuneración por cada año de servicio. - Si tienen entre 15 y 30 años de servicio: recibe como pensión mensual un 1/30 de su última remuneración por cada año de servicio. - Si tienen 30 o más años de servicio: 100% de las remuneraciones pensionables al momento de jubilar. - Si tiene 35 años o más de servicio y están en aptitud de ascender en el momento del retiro: 100% de las remuneraciones pensionables de categoría inmediatamente superior.

<b>Uruguay</b>	Caja Policial	15% aporte personal; 19,5% aporte patronal	35 años de servicios y 60 años de edad (Ley 18405).	60 años	Entre 50% y 85% del sueldo básico jubilatorio (promedio mensual actualizado, de todas las asignaciones computables sujetas a montepío, de los 60 computados anteriores al cese). (Ley 18.405).
	Caja Militar	Entre 12% y 15% aporte personal	-Retiro voluntario: 60 años de edad y 30 años de servicios. -Retiro obligatorio: por cumplimientos de supuestos de rango y mínimos de permanencia en el cargo. (Ley 19.695 art.8).	60 años	- Retiro voluntario: Entre 45% al 82,5% del sueldo básico jubilatorio. - Retiro obligatorio: 1/40 del 85% del sueldo básico jubilatorio por cada año de servicios computable, con un máximo de 40. (Ley 19.695).
	Caja Notarial	- Notarios: 18,5% aporte individual, más aporte por timbres notariales. -No profesionales: 18% aporte personal y 10% aporte patronal.	35 años de servicios y 60 años de edad o 30 años de servicios exclusivamente notariales y 60 años de edad.	60 años	Entre 50% y 82,5% del sueldo básico jubilatorio según edad y años de servicio computados.
	Caja Bancaria	17,5% aporte personal; 17,5% aporte patronal	30 años de servicio y 60 años de edad	60 años	Desde 50% del sueldo básico jubilatorio hasta 82,5% del mismo, por incremento de años de servicios y de edad, con tope.

(1) Perú: al momento de adquirir el derecho a pensión el afiliado podrá obtener un beneficio equivalente al porcentaje de su remuneración de referencia (calculada como el promedio de 60 últimas remuneraciones) de acuerdo a la edad con la que contaba al 02/01/2002, conforme a la siguiente tabla:

Rango de edad	Fecha de nacimiento en periodo comprendido	% por los primeros 20 años de aporte efectivo
De 50 a 54 años	02/01/1948 - 02/01/1952	45%
De 40 a 49 años	02/01/1953 - 02/01/1962	40%
De 30 a 39 años	02/01/1963 - 02/01/1972	35%
Hasta 29 años	a partir del 02/01/1973	30%

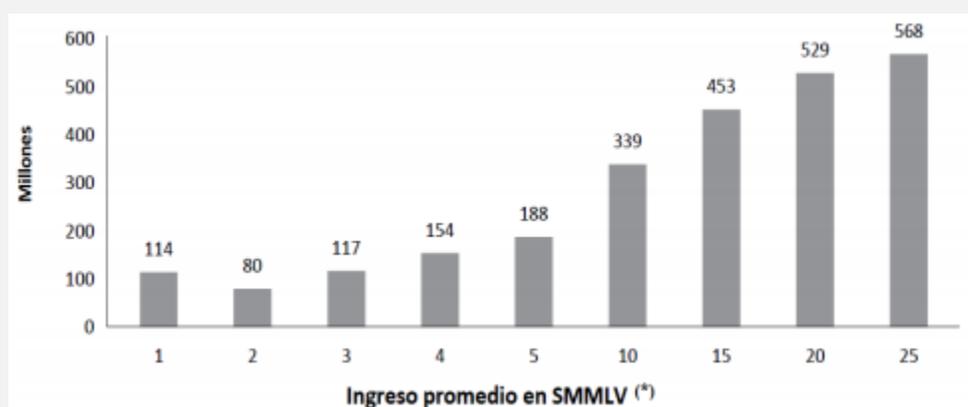
Fuente: Ley N°27617 y DS N°099-2002-EF.

(2) Perú: Fuente: Decreto Ley N° 894, Ley N° 28091 y Ley N° 29797.

Fuente: Elaboración propia a partir de información oficial de cada país.

Como se analizó en la sección anterior, los sistemas de reparto de la región constituyen una parte significativa del gasto fiscal. Un aspecto preocupante de este alto gasto reside en la fuerte regresividad de los subsidios públicos que se otorgan en algunos países. Este es el caso de Colombia, por ejemplo. Lasso (2006) y Núñez (2009) dan cuenta del alto grado de regresividad fiscal del Régimen de Prima Media (RPM) colombiano. El primer autor estima que el 80,8% de los subsidios estatales están dirigidos al quintil más rico de la población, mientras que solamente el 0,22% de los subsidios son recibidos por el quintil más pobre. Por su parte, el segundo autor encuentra que el 86,3% de los subsidios se otorgan al quintil más rico, contrastando con el 0,1% de los subsidios que llegan al quintil más pobre. En el Gráfico II.D.1 puede observarse cómo el monto del subsidio estatal recibido por un pensionado del RPM aumenta conforme se eleva su nivel de ingreso.

**Gráfico II.D.1**  
**Colombia: Valor presente del subsidio de una pensión del régimen de reparto según ingreso promedio (Millones de pesos colombianos)**



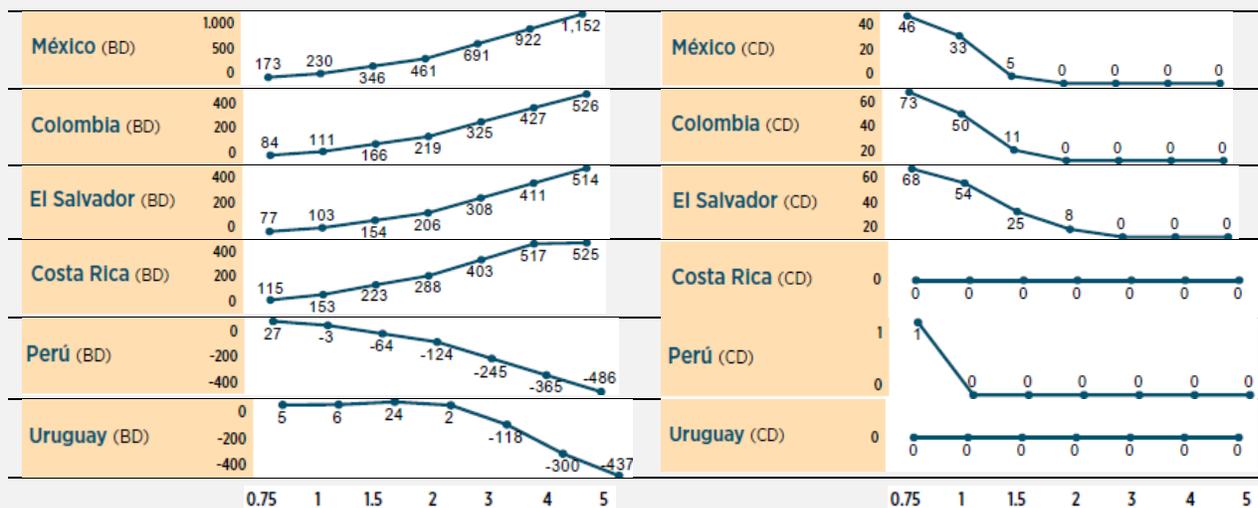
(\*) Salario Mínimo Mensual Legal Vigente  
Fuente: Cardona (2015).

En un estudio más reciente, Altamirano et al. (2018) estiman los subsidios estatales implícitos de los sistemas de pensiones de la región (tanto de capitalización individual como de reparto). Según sus hallazgos, en los sistemas de contribución definida con garantías de pensión mínima, los subsidios son siempre decrecientes con respecto al ingreso, es decir, que el apoyo se brinda precisamente a quienes más lo necesitan (cuando no existen garantías de pensiones mínimas no hay subsidios). Por el contrario, en los sistemas de reparto (beneficio definido), para aquellos trabajadores que califican para una pensión, los subsidios monetarios pueden aumentar con el ingreso, lo que hace cuestionable el carácter redistributivo en estos sistemas. Este es el caso de los esquemas de reparto de Bahamas, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Haití, México, Nicaragua, Paraguay y Surinam<sup>21</sup>. El Gráfico II.D.2 compara la situación de los países en que operan tanto esquemas de contribución definida como de beneficio definido (reparto). Como puede apreciarse, en los esquemas de reparto los subsidios aumentan conforme se incrementa el ingreso de los

<sup>21</sup> Hay un grupo de países con esquemas de reparto en los que los subsidios efectivamente decrecen con el nivel de ingresos, como por ejemplo en Argentina y Perú. En un tercer grupo de países con sistemas de reparto los subsidios tienden a incrementarse según el nivel de ingresos de los trabajadores, y luego decrecen para los tramos de ingresos más altos (por ejemplo Honduras, Panamá y Uruguay). Para mayores detalles ver Gráfico No. 8 en Altamirano et al. (2018: pp. 39).

beneficiarios, con la excepción de Perú y Uruguay. Para los esquemas de contribución definida los subsidios son siempre decrecientes según el nivel de ingreso (exceptuando Costa Rica y Uruguay, cuyos sistemas de contribución definida no ofrecen una garantía de pensión mínima).

**Gráfico II.D.2**  
**América Latina: Subsidios monetarios implícitos según nivel de ingreso de los sistemas de pensiones**



Notas: BD = Beneficio Definido; CD = Contribución Definida. El gráfico presenta el escenario base, en USD a paridad del poder de compra de 2014: promedio simple entre hombres y mujeres casados para 7 grupos salariales (desde 0,75 hasta 5 veces el salario medio del respectivo sector formal), asumiendo un 100% de densidad de cotización.  
 Fuente: Altamirano (2018: pp. 39).

En síntesis, los sistemas de capitalización individual son más equitativos que los esquemas de reparto pues: (i) igualan los derechos y obligaciones de sus afiliados; y (ii) eliminan los subsidios cruzados regresivos entre trabajadores, pues otorgan derechos de propiedad sobre los ahorros acumulados en la cuenta individual, sin importar el número de años cotizados.

## E. Cobertura de los sistemas de pensiones

En este estudio se definió cobertura en la etapa activa como la relación entre el número de afiliados que cotizan al sistema de pensiones contributivo y la Población Económicamente Activa (PEA), y cobertura en la etapa pasiva como el porcentaje de la población mayor a cierta edad que obtiene beneficios del sistema. El Cuadro II.E.1 muestra la cobertura en la etapa activa de los sistemas contributivos de la región. Como se puede observar, la cobertura en 2019, medida como la relación de cotizantes respecto a la PEA, supera el 60% únicamente en Chile. En Costa Rica y Uruguay tiene niveles por sobre el 40%. En Colombia y México es cercana al 35%. Con niveles de cobertura por debajo del 30% se encuentra El Salvador (24%), mientras que en Perú la cobertura alcanza sólo a cerca de un 18% de la PEA.

**Cuadro II.E.1**  
**Países seleccionados: Cobertura en regímenes contributivos en la etapa activa**  
**Marzo 2020**

País	Afiliados (1)	Cotizantes (2)	PEA (a) (3)	(2)/(3)
Chile	10.950.692	5.609.357	9.157.728	61,3%
Colombia(b)	23.555.513	8.876.715	25.159.804	35,3%
Costa Rica	2.762.638	1.139.247	2.492.283	45,7%
El Salvador	3.391.703	734.419	3.004.990	24,4%
México (c)	57.504.839	19.999.701	57.625.521	34,7%
Perú (d)	12.126.708	3.285.371	17.462.800	18,8%
Rep. Dominicana	3.960.970	1.813.515	5.008.937	36,2%
Uruguay(e)	1.451.716	835.748	1.654.781	50,5%

(a) PEA: año 2019 o última información disponible. Se utilizan fuentes de información locales de cada país.

(b) Colombia: Incluye afiliados y cotizantes del sistema público de reparto

(c) México: Dato de cotizantes a diciembre 2019.

(d) Perú: Datos a diciembre de 2019. Incluye afiliados y cotizantes al sistema público de reparto.

(e) Uruguay: se excluye de la PEA a trabajadores adheridos a regímenes de pensiones especiales (policías, militares, bancarios, notarios y profesionales).

Fuente: FIAP.

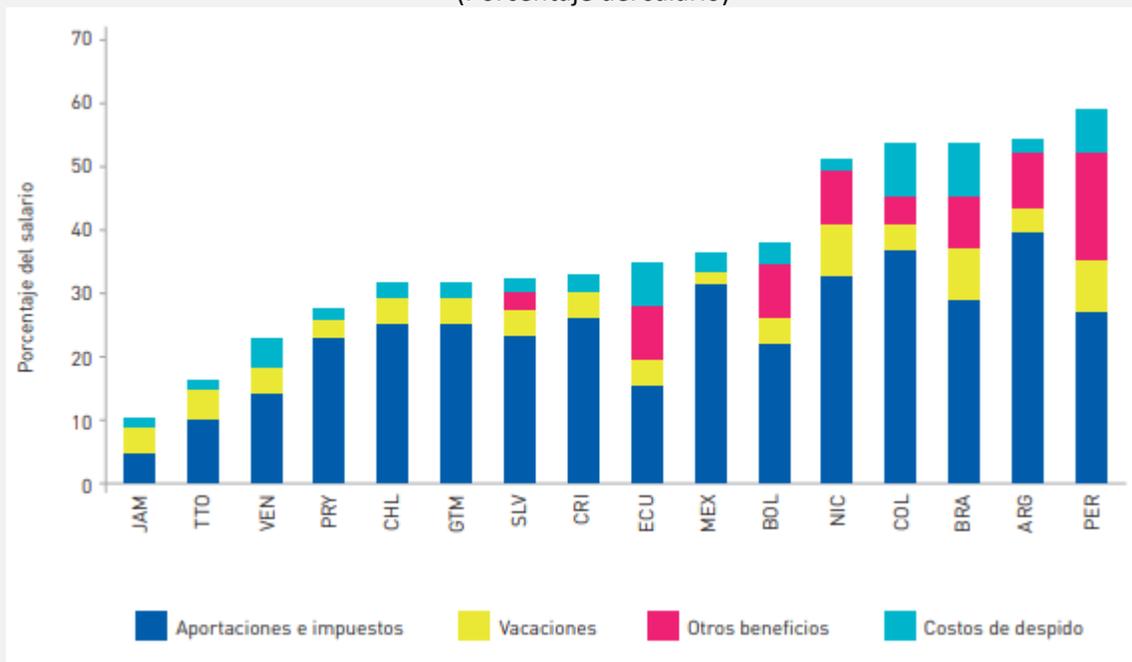
Las contribuciones a los sistemas de capitalización individual son menos percibidas como un impuesto al trabajo formal por los trabajadores, ya que constituyen ahorro individual. Sin embargo, tal como señalan Montenegro et al. (Asofondos<sup>22</sup>) y Palacios (2007), los principales determinantes de la cobertura en la etapa activa (o de acumulación) de cualquier esquema de pensiones (sea éste de capitalización individual o de reparto, público o privado), están más bien asociados con las características del mercado laboral (nivel de informalidad, barreras a la entrada al mercado formal como salario mínimo y costos de despido), y con características de la regulación del propio sistema (por ejemplo, obligatoriedad o no de la contribución de los trabajadores independientes).

En América Latina los costos del trabajo formal son considerablemente altos. En países como Nicaragua, Colombia, Brasil, Argentina y Perú representan sobre el 50% del salario (ver Gráfico II.E.1). La región también se caracteriza por una alta informalidad laboral que, según cifras de la OIT, alcanzó el 54% del empleo total en 2017. En algunos países de la región la tasa de informalidad del empleo supera el 60% del empleo total: por ejemplo, Colombia (60,6%), Perú (69,2%), El Salvador (69,6%), Nicaragua (77,4%), Guatemala (79,7%), Honduras (79,9%) y Bolivia (83%).

Por ello no es sorprendente que países como Perú, El Salvador y Colombia, caracterizados por la presencia de altos costos al empleo formal y una alta tasa de informalidad laboral, tengan también bajas tasas de cobertura en la etapa activa en sus respectivos sistemas de capitalización individual (ver Cuadro II.E.1).

<sup>22</sup> Nota de Análisis N° 2.

**Gráfico II.E.1**  
**América Latina y el Caribe: Costos de la formalidad**  
 (Porcentaje del salario)

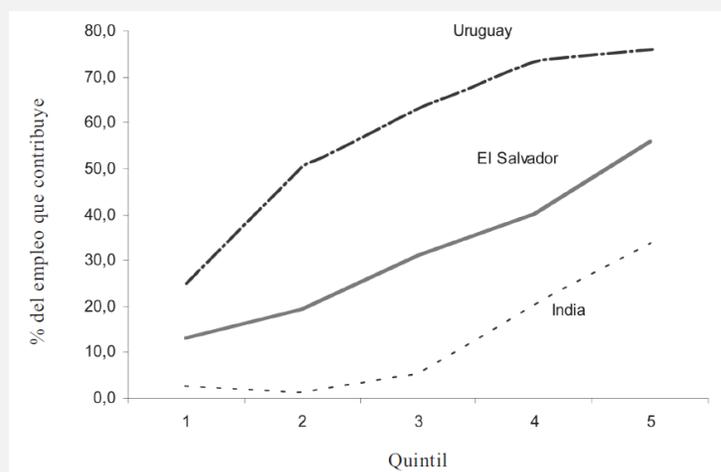


Fuente: SURA (2013).

La cobertura de los sistemas contributivos también está relacionada con la distribución del ingreso: los trabajadores de menores ingresos cotizan relativamente menos que los de mayor ingreso. El Gráfico II.E.2 muestra evidencia para tres países con niveles de cobertura activa totales muy diferentes, pero en todos se muestra que para los quintiles más bajos de ingreso la cobertura es considerablemente menor que para los quintiles más altos. Es así como los sistemas contributivos pueden no ser suficientes para resolver la situación de pobreza en la vejez de los trabajadores de menores ingresos (Palacios, 2007).

Por su parte, la cobertura en la etapa pasiva (es decir el número de adultos mayores con una pensión), depende no sólo de los determinantes antes mencionados, sino que también de la existencia de reglas que condicionen la entrega de una pensión. Por ejemplo, en los esquemas de reparto se establece, generalmente, un período mínimo de cotización para acceder a una pensión, quedando desprovistos de este beneficio quienes no logren cumplir con dicha condición. Asimismo, la cobertura en la etapa pasiva se ve fortalecida por la existencia de pensiones no contributivas (solidarias) que protegen a los adultos mayores de menores ingresos.

**Gráfico II.E.2**  
**Uruguay, El Salvador e India: Cobertura activa sistemas de pensiones contributivos**  
**por quintil de ingreso**



Fuente: Palacios (2007).

En este sentido, los sistemas de capitalización individual han mejorado la cobertura de beneficios de los pensionados: los recursos acumulados pertenecientes a los afiliados se destinan al pago de beneficios, no quedando ningún cotizante desprovisto de pensión o retiro de fondos<sup>23</sup>. Además, la liberación de recursos fiscales que implican estos sistemas en el mediano y largo plazo permite aumentar el financiamiento que se puede destinar a mejorar la cobertura de programas sociales o no contributivos, y con ello en forma indirecta contribuyen a mejorar la cobertura en la etapa pasiva del sistema de pensiones como un todo. En Chile, por ejemplo, ya culminó el período de mayor déficit de transición (desde el antiguo sistema de reparto hacia el de capitalización individual), que se mantuvo en torno a 4% del PIB hasta el año 2000, para posteriormente comenzar a disminuir hasta ubicarse en torno al 2,5% en 2010. Esta liberación de recursos públicos permitió fortalecer el Pilar Solidario, mediante una reforma de pensiones introducida en 2008.

Por tanto, los sistemas de pensiones no contributivos se presentan como una alternativa para solucionar el problema de la baja cobertura de los sistemas contributivos, pues expandir la cobertura de los sistemas contributivos está vinculado con el proceso de crecimiento económico de los países, así como con la maduración de los sistemas, lo cual puede tomar mucho tiempo en lograrse.

Según la OCDE la expansión de los programas de pensiones no contributivos es un fenómeno global, pero en ninguna parte ha sido tan significativo como en América Latina (OECD, 2014). De hecho, según cifras de la CEPAL, entre los años 2002 y 2015 la proporción de latinoamericanos mayores de 65 años con acceso a algún tipo de pensión pasó del 53,6% al 70,8% y este aumento se

<sup>23</sup> En algunos países (por ejemplo, Colombia y El Salvador) cuando los ahorros acumulados no son suficientes para cubrir una pensión mínima, la regulación establece que el total de los fondos acumulados (incluyendo los retornos) deben ser devueltos a los trabajadores, no generándose una pensión. En Perú se autoriza el retiro de hasta un 95,5% del fondo total acumulado al momento del retiro, con lo cual quienes retiren sus ahorros previsionales no cuentan con una pensión.

debió sobre todo a la expansión de los sistemas de pensiones no contributivos (ver Gráfico II.E.3). De hecho, entre 1990 y 2016 el número de países con sistemas de pensiones no contributivos en América Latina y el Caribe pasó de 8 a 26 (CEPAL, 2018).

**Gráfico II.E.3**  
**América Latina (8 países): Cobertura de pensiones contributivas\* y no contributivas**  
**entre las personas de 65 años y más, alrededor de 2008 y 2015**  
 (En porcentajes)



\*Incluye tanto esquemas de reparto como de capitalización individual.

Fuente: CEPAL (2018).

Sintetizando, los sistemas de capitalización individual contribuyen a mejorar la cobertura tanto en la etapa de acumulación como en la etapa pasiva (des-acumulación). Durante la vida activa del trabajador, los sistemas de capitalización individual otorgan mayores incentivos para cotizar, pues los aportes constituyen un ahorro personal sobre el cual los afiliados tienen derecho de propiedad. No obstante, el nivel de cobertura en la etapa de acumulación de cualquier sistema de pensiones está estrechamente relacionado con el crecimiento económico y con las características del mercado laboral.

Respecto a la cobertura en la etapa pasiva, los sistemas de capitalización cuentan con dos importantes ventajas por sobre los esquemas de reparto: por un lado, todo trabajador con ahorros en su cuenta individual tendrá derecho a una pensión o al retiro total de sus saldos acumulados, incluidos los retornos obtenidos. Por otro lado, al liberar recursos fiscales anteriormente gastados en financiar esquemas de reparto (generalmente regresivos), permiten financiar pensiones solidarias (no contributivas) que van en auxilio de los trabajadores más vulnerables.

## F. Transparencia en la gestión

La creación de los sistemas de capitalización individual implicó avances sustanciales en la transparencia respecto a la operación y a los resultados obtenidos en los programas privados de pensiones, en relación a la situación existente en los sistemas de reparto<sup>24</sup>.

En los sistemas de capitalización individual de la región, las administradoras de fondos de pensiones y los organismos fiscalizadores entregan a los afiliados y al público general, a través de diversos medios, información actualizada y periódica de sus ahorros, las ganancias obtenidas, las rentabilidades de las inversiones de los fondos de pensiones, los costos de administración que pagan los afiliados y de la calidad de los servicios que prestan las administradoras. Además, estas últimas envían periódicamente a sus afiliados estados de cuenta con antecedentes de los aportes realizados, ganancias en las inversiones, comisiones, saldos acumulados, cuadros comparativos de las comisiones y rentabilidades de las distintas administradoras, estados de morosidad, cuando corresponde, y proyecciones personalizadas de pensión. Adicionalmente, cualquier persona puede también informarse de los resultados obtenidos y de las variables fundamentales del sistema, todo lo cual es publicado por las entidades fiscalizadoras y las mismas administradoras.

Por otra parte, están normados los procedimientos para que los afiliados presenten reclamos en casos de incumplimiento, ante las mismas administradoras o en las instituciones fiscalizadoras, con plazos establecidos en la normativa para su solución.

Esta alta transparencia de los resultados de los sistemas de capitalización y de la gestión de las administradoras, favorece el diagnóstico, análisis y planteamiento de propuestas de perfeccionamiento de los programas contributivos. De hecho, en la mayoría de los países se están desarrollando actualmente procesos de discusión de reformas a los sistemas de pensiones, en los cuales se dispone de amplia información respecto a las diversas materias relevantes de los programas de capitalización individual, entre otras, las cifras de cobertura, pensiones pagadas, inversión y rentabilidad de los fondos de pensiones, comisiones, servicios prestados y estados financieros de las administradoras de fondos de pensiones.

La OCDE, una de las organizaciones que mayor contribución hace a los procesos de reformas en distintos ámbitos, incluido el de pensiones, concluyó, refiriéndose a Perú, que los sistemas de capitalización individual tienen legislaciones de gobiernos corporativos que contribuyen a promover la transparencia, independencia y competencia, porque establecen los requerimientos y responsabilidades de los directores y gerentes de las administradoras, el cumplimiento de normas para controlar potenciales conflictos de interés, y exigen a las administradoras actuar en el mejor interés de los afiliados del sistema (OCDE, 2019). Además, agregó que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú es independiente y tiene poderes de regulación, supervisión y sanción sobre las AFP, sin perjuicio de plantear también propuestas para perfeccionar el sistema.

Para lograr alta transparencia y evitar conflictos de interés es crucial también el giro restringido que tienen las administradoras de fondos de pensiones, la separación entre la administración de las inversiones de los recursos previsionales y de fondos de terceros, y las normas de protección y

---

<sup>24</sup> En el caso de Perú, a pesar de la reforma de pensiones, continúa siendo difícil acceder a información del sistema público de reparto, en particular a lo que se refiere a sus resultados.

control de potenciales conflictos de interés que existen en las legislaciones de los distintos países con sistemas de capitalización individual.

Otra característica que contribuye a una mayor transparencia y control de la gestión de las administradoras en los sistemas de capitalización individual que operan en América Latina, es la separación entre el rol regulador, contralor y supervisor, que está bajo responsabilidad del Estado, y el rol administrador de cuentas e inversiones de los fondos de pensiones, que es responsabilidad mayoritariamente de gestoras privadas en un ambiente de competencia.

Sin perjuicio de lo anterior, existe consenso de que para que esta transparencia rinda todos sus frutos, es importante que se avance en una mejor educación y preparación financiera y previsional de los afiliados a las AFP y en una mejor orientación y asesoría de las administradoras, con el objetivo de que las personas comprendan mejor el sistema, entiendan sus derechos y obligaciones, sepan cuáles son los factores y decisiones más relevantes para la obtención de pensiones adecuadas, y participen activamente en la construcción de mejores tasas de reemplazo para la etapa pasiva, desde edades tempranas en la vida activa. También es necesario que se fortalezcan las facultades y capacidades de las entidades fiscalizadoras del sistema de pensiones y de los mercados laborales.

La transparencia del sistema de capitalización individual contrasta con la opacidad y complejidad que existe en los regímenes de reparto, especialmente cuando operan distintas entidades administradoras y existen diferencias significativas en las tasas de cotización, beneficios y/o condiciones de jubilación y pensión entre los trabajadores. Por ejemplo, en el caso de Chile, Arellano (1988) señala que la presencia de múltiples regímenes y de situaciones de excepción en los sistemas de reparto llevó a la existencia de numerosas diferencias injustificadas en los beneficios y en las contribuciones, situación que no solo restaba equidad al sistema, sino que lo hizo muy complejo, elevando sus costos de administración.

Una materia de especial cuidado en los sistemas de reparto es la falta de transparencia sobre los niveles de deuda que van acumulando los sistemas de reparto con los afiliados y pensionados. Esta deuda no es explícita y muchas veces existen dificultades para estimar adecuadamente tales obligaciones. Es el caso de los regímenes de reparto del Perú, tanto en la ONP como en los programas especiales existentes. No existe certeza del costo fiscal total del pago de pensiones, lo que hace compleja la proyección de la sostenibilidad del Sistema Nacional de Pensiones (BID, 2019). Para avanzar en una solución se necesita registrar los derechos adquiridos de todos los regímenes. Además, el costo de administración no se presenta de manera explícita como parte del aporte de los afiliados.

Tampoco existe en estos sistemas una adecuada rendición de sus cuentas, lo que se presta para usos indebidos de los recursos disponibles. De hecho, en el sistema de pensiones de México los fondos de pensiones en casi todos los estados y municipios, empresas productivas federales o subnacionales y en las universidades públicas del país, están técnicamente quebrados, no son financieramente viables y no existe una clara rendición de cuentas (CONSAR, Apuntes sobre el SAR N° 4). En Perú, cuando el Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) tuvo a su cargo el sistema de pensiones y de salud, se presentaron deficiencias en la gestión de personal y malas prácticas en la contratación de recursos humanos, como contrataciones excesivas y aumentos indiscriminados de sueldos, que generaron un aumento exponencial en el gasto en planillas, que subió del 25% del gasto total en 1980 al 34% en 1989 (FIAP, 2020c).

Otra característica que con frecuencia se da en los sistemas de reparto con administración pública, es la gestión conjunta de distintos programas de seguridad social, lo que no favorece la transparencia y genera condiciones para que se produzcan traspasos de fondos desde los programas superavitarios a los deficitarios. Siguiendo con el ejemplo del IPSS de Perú, la inexistencia de una separación en la administración de los recursos de salud y pensiones favoreció que los fondos de pensiones fueran empleados para el financiamiento de las operaciones de salud, comprometiendo la capacidad de afrontar obligaciones de largo plazo en materia de pensiones (FIAP, 2020c).

## **G. Competencia entre instituciones administradoras**

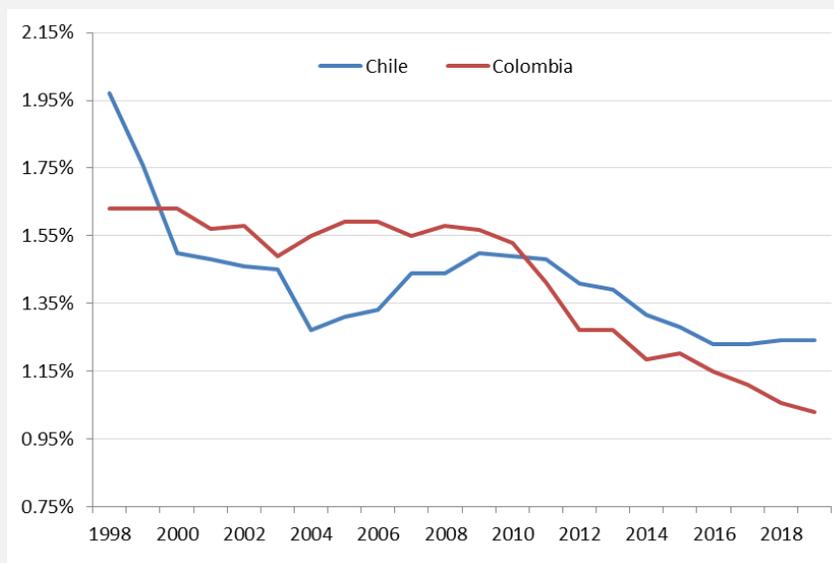
Tal como señalan Montenegro et al. (Asofondos<sup>25</sup>), la introducción de sistemas de capitalización individual con varios administradores privados de los fondos previsionales “ha contribuido a alejarse de la situación de monopolio en la que un oferente público manejaba todos los recursos del sistema, muchas veces de manera ineficiente, dependiendo del gobierno de turno, y con altos costos de administración, pagados a través de impuestos generales, y sin generarle mayores ingresos adicionales al sistema (rentabilidades nulas)”. En contraste, las administradoras de fondos de pensiones del sistema de capitalización individual compiten por comisiones, rentabilidad de las inversiones y servicios ofrecidos a los afiliados.

La competencia entre las diferentes administradoras de fondos de pensiones en la etapa de acumulación se ve reflejada en la reducción a través de los años de las comisiones de administración de los fondos. A modo de ejemplo, el Gráfico II.G.1 muestra la evolución de las comisiones promedio de Colombia y Chile entre 1998 y 2019, como porcentaje del salario imponible.

---

<sup>25</sup> Nota de Análisis N° 2.

**Gráfico II.G.1**  
**Chile y Colombia: Evolución de la comisión promedio del sistema 1998-2019 (\*)**  
 (Porcentaje del salario imponible)



(\*) Promedio ponderado por el número de afiliados de cada administradora.  
 Fuente: FIAP.

Sin embargo, es importante hacer notar que debido a que la demanda por servicios de administración de pensión se caracteriza por ser poco sensible a los atributos previsionales (particularmente a las comisiones), los efectos de la competencia entre las administradoras de fondos de pensiones han sido limitados (SURA, 2015). Es por ello que las autoridades de distintos países han implementado distintas medidas para potenciar la competencia, principalmente con el objetivo de reducir las comisiones del sistema. En Chile y Perú fueron introducidos mecanismos de licitación de las cuentas de los nuevos afiliados que ingresen al sistema. En ambos países las licitaciones han contribuido tanto a la reducción de las comisiones, como a la entrada de nuevas administradoras al sistema y a la desconcentración de las participaciones de mercado en la industria.

En Chile, desde la puesta en marcha de las licitaciones de nuevos afiliados en 2010, han entrado dos nuevas administradoras al sistema (AFP Modelo en 2010 y AFP UNO en 2019). El Cuadro II.G.1 detalla los diferentes procesos de licitación que se han realizado en Chile.

**Cuadro II.G.1**  
**Chile: Licitaciones de nuevos afiliados**

<b>AFP adjudicataria</b>	<b>Período licitado</b>	<b>Comisión (% del salario imponible)</b>
Modelo	01/08/2010 al 31/07/2012	1,14%
Modelo	01/08/2012 al 31/07/2014	0,77%
Planvital	01/08/2014 al 31/07/2016	0,47%
Planvital	01/08/2016 al 31/07/2018	0,41%
Uno	01/10/2019 al 30/09/2021	0,69%

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

Otros países, como Costa Rica, han introducido topes máximos a las comisiones que pueden cobrar las administradoras de fondos de pensiones. En enero de 2011 se estableció un nuevo esquema de cobro de comisiones sobre el fondo total administrado (en lugar de sobre el salario imponible), con un tope de 1,10% que se reducirá gradualmente hasta llegar a un 0,35% del fondo a fines del año 2020.

Además, es relevante puntualizar la importancia que tiene en los sistemas de capitalización individual el proceso de pensión, es decir, el mecanismo a partir del cual el afiliado elige su modalidad de pensión. Resulta crucial que la regulación e institucionalidad de los sistemas de pensiones aseguren que este proceso sea competitivo, transparente, simple y de bajo costo para los afiliados. Las distintas entidades que tengan autorización para ofrecer productos de pensión deben contar con la información necesaria, en forma oportuna, para participar en un ambiente competitivo en la oferta de pensiones. Por otra parte, los afiliados que están jubilando deben disponer de mecanismos que les permitan conocer en forma simple y comparable cuáles son sus distintas alternativas (SURA, 2015).

Así, la existencia de un mercado competitivo donde participen de forma simultánea oferentes y demandantes de pensiones, con información tanto de los afiliados que se están pensionando como de las ofertas de las diferentes entidades proveedoras de pensión, es fundamental para garantizar un mayor monto de pensión a partir del saldo acumulado en las cuentas individuales de los afiliados.

Resulta interesante analizar el caso particular de Chile, por ser el país en el cual el sistema de capitalización individual cuenta con más años de operación y donde el proceso de pensión tuvo una importante modernización en el año 2004, cuando se creó el Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión (SCOMP). Este sistema es obligatorio para todos los afiliados que desean pensionarse y escoger una modalidad y tipo de pensión. El objetivo del SCOMP es permitir que las personas que se pensionan hagan consultas de ofertas de pensión y reciban, a través de un certificado, información clara, completa y comparable de los montos de pensión ofrecidos por los

distintos oferentes (compañías de seguros de vida y administradoras de fondos de pensión) bajo las distintas modalidades de pensión existentes.

La implementación del SCOMP buscó mejorar ciertas deficiencias que se presentaban en el proceso de pensión, en particular: (i) las altas comisiones de intermediación, que disminuían el monto de las pensiones; y (ii) la asimetría de información entre los futuros pensionados y los agentes de venta, que tenían una influencia relevante en la decisión final del afiliado, quienes muchas veces elegían su modalidad de pensión con información limitada y muchas veces sesgada de las ofertas existentes.

Varios estudios han analizado los efectos del SCOMP en el sistema de pensiones chileno. Entre otros, Morales y Larraín (2017), usando datos para el período 2001-2008, encuentran que la competencia en precios (montos de las pensiones) ha aumentado luego de su implementación. Por su parte, SURA (2015) señala que los principales resultados obtenidos con la operación del SCOMP son: aumento de la competencia vía precios en la oferta de modalidades de pensión; la disminución de las comisiones de intermediación que pagan los pensionados y, por consiguiente, un aumento de las pensiones recibidas; y la transparencia y calidad de la información que reciben los afiliados y las entidades oferentes.

Además de la licitación de nuevos afiliados, que ha mostrado ser exitosa en mejorar la competencia entre administradoras de fondos de pensiones, la competencia también puede mejorarse mediante otros dos tipos de medidas. Una opción es promover una mayor sensibilidad de los afiliados a los distintos atributos previsionales (rentabilidad, comisión, servicios), para lo cual la regulación del sistema debe garantizar que exista en el mercado información transparente, clara, simple y comparable entre las distintas administradoras, que permita a los afiliados optar por aquella entidad que le ofrezca las mejores condiciones de acuerdo con sus preferencias. El segundo tipo de medidas debiesen orientarse a corregir aquellas regulaciones que implican importantes barreras de entrada al mercado de nuevas administradoras. Entre estas barreras de entrada se encuentran los requerimientos de capital necesarios, el encaje<sup>26</sup> y las garantías de rentabilidad mínima (absoluta o relativa) establecidas en algunos países. Adicionalmente, varios países enfrentan limitaciones e ineficiencias en el funcionamiento de las industrias proveedoras de productos de pensión (compañías de seguros y administradoras de fondos de pensión) y en el desarrollo de su oferta de productos de pensión que es necesario corregir, con el objetivo de mejorar los beneficios que reciben los afiliados<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> El encaje son fondos propios que la administradora de fondos de pensiones debe invertir de igual forma que los fondos de sus afiliados. Este activo busca alinear los incentivos de la administradora con los de sus afiliados, a fin de asegurar la buena inversión de los fondos. Además, actúa como una garantía de que la administradora cumplirá una cierta rentabilidad mínima establecida por la regulación de cada país. En el caso de Chile, la ley establece que cada administradora deberá tener un encaje equivalente al 1% del fondo total administrado.

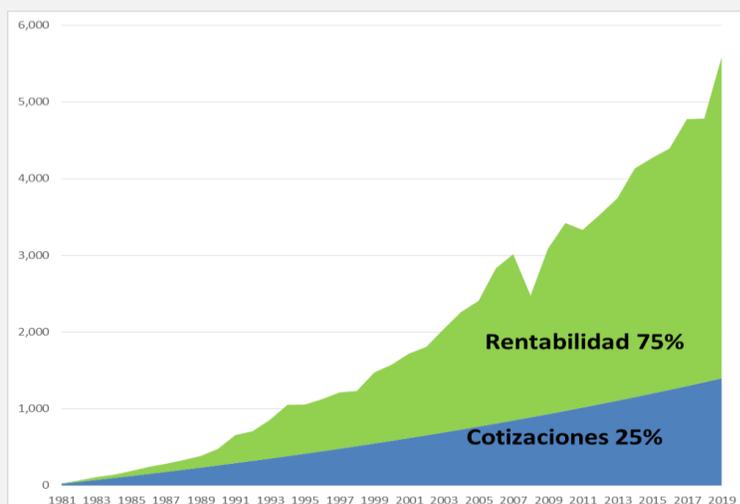
<sup>27</sup> Por ejemplo, en Uruguay solo existe la modalidad de pensión por renta vitalicia, que actualmente es ofrecida únicamente por el Banco de Seguros del Estado, debido a que aún no existen condiciones para que se produzca una mayor competencia en el mercado.

## H. Rentabilidades obtenidas en la administración de los fondos de pensiones

Los sistemas de capitalización individual han sido exitosos en términos de rentabilidad. A pesar de la existencia de considerables diferencias en las carteras de inversión de los fondos de pensiones de los diferentes sistemas de capitalización individual de la región, todos han logrado ofrecer a sus afiliados importantes rentabilidades de sus inversiones. La rentabilidad promedio real anual histórica desde la introducción de los sistemas de capitalización individual ha fluctuado entre 3,3% (El Salvador) y 8% (Chile) para los países latinoamericanos miembros de FIAP<sup>28</sup>, alcanzando un promedio (ponderado por el monto del fondo total administrado) de 6,8%. Los países con menores rentabilidades son aquellos que, debido a la regulación existente, tienen una cartera de inversiones menos diversificada<sup>29</sup>.

En el caso puntual de Chile, que es el país de la región con el sistema de capitalización individual más maduro, se estima que a diciembre de 2019 el 75% del ahorro acumulado en la cuenta individual de un trabajador representativo provenía de las rentabilidades de sus ahorros, y sólo un 25% provenía de sus aportes (ver Gráfico II.H.1).

**Gráfico II.H.1**  
**Chile: Importancia de la rentabilidad en la composición del fondo de pensiones (\*)**



(\*) El ejercicio supone que el salario inicial del trabajador es de UF 20 mensual, con una tasa de crecimiento real anual de 2%. Además, se asume que los trabajadores cotizan durante todos los años un 10% de su salario. Se considera la rentabilidad real observada del Fondo C.

Fuente: Elaboración propia.

En México, cuyo sistema de capitalización individual comenzó a operar en 1997, también se observa la importancia que ha tenido la rentabilidad en el fondo acumulado, la que a mayo de 2020 representaba el 48% de éste. Es decir, que de cada peso que hay en el sistema de cuentas individuales, 48 centavos corresponden a rendimientos.

<sup>28</sup> Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>29</sup> Ver FIAP (2020b).

Las rentabilidades que han registrado las administradoras privadas de fondos de pensiones han mostrado ser muy superiores a las logradas bajo la administración pública de fondos de reserva de los sistemas de reparto. A modo de ejemplo, Urbiztondo (2020) da cuenta que en Argentina las administradoras privadas (AFJP) tuvieron una rentabilidad real de 6,4% anual desde su creación y hasta su nacionalización a fines de 2008 (período que incluye los rendimientos negativos registrados durante la crisis financiera *subprime*). Desde que la administración de los fondos previsionales pasó a manos de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), bajo la creación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, la rentabilidad real ha sido entre 1,5-2% anual entre diciembre de 2008 y diciembre de 2019.

En un sistema de capitalización individual la rentabilidad es una variable clave para determinar el monto final de la pensión. Se estima que el incremento de un punto porcentual en la rentabilidad de los fondos de pensiones conduce a un incremento de la pensión de alrededor del 20% (Granados *et al.*, 2018). Es por ello que, ante el escenario económico actual, caracterizado por la presencia de bajas tasas de retorno a nivel global, existe un gran desafío para los sistemas de capitalización individual en términos de la rentabilidad futura que podrán ofrecer a sus afiliados. Por esto resulta crucial tomar las medidas apropiadas para mejorar la rentabilidad esperada de los fondos de pensiones. Un importante cambio regulatorio en esa dirección sería el reemplazo del actual esquema de supervisión basado en límites de inversión cuantitativos, por uno más simple basado en el riesgo agregado del portafolio de inversión de los fondos de pensiones.

Existe amplia evidencia en la literatura de que los límites de inversión cuantitativos provocan una asignación de cartera que no es óptima en términos del *trade-off* riesgo-retorno. Por ejemplo, Berstein y Chumacero (2006) dan cuenta de que este tipo de límites de inversión en Chile causaron una pérdida de al menos 10% del fondo total acumulado entre 1987-2002. En un estudio posterior, los mismos autores señalan que:

*“...los límites cuantitativos no permiten una diversificación adecuada porque conducen a carteras ineficientes, independientemente de la aversión al riesgo de los agentes. Es decir, se podría lograr una menor volatilidad con el mismo rendimiento esperado en ausencia de límites. De manera equivalente, se podrían obtener más retornos esperados con la misma volatilidad si no se impusieran límites” (Berstein y Chumacero, 2012: 10, traducción libre).*

Una conclusión similar es presentada por López y Walker (2020), quienes sostienen que los límites cuantitativos no son un enfoque regulatorio suficiente para mitigar el riesgo de inversión de los fondos de pensiones.

También sería pertinente revisar la conveniencia de modificar el actual esquema de multifondos, que en países como Chile autoriza cambios recurrentes por parte de los afiliados de un fondo a otro en búsqueda de un mayor retorno o menor riesgo. Este movimiento de afiliados de un fondo a otro tiene al menos tres efectos negativos sobre el sistema. Primero, provoca que los fondos de pensiones tengan que liquidar posiciones constantemente, lo que limita su capacidad de invertir en activos menos líquidos que podrían ofrecer mayores retornos. Segundo, causa que muchos trabajadores estén afiliados a un fondo cuya composición no es adecuada para su horizonte temporal de inversión (lo idóneo es que los trabajadores jóvenes puedan estar en fondos con mayor riesgo, y que los trabajadores próximos al retiro estén en fondos más conservadores).

Tercero, genera un daño en la rentabilidad obtenida de los ahorros previsionales de quienes cambian constantemente de fondos, según documenta la OCDE (2020).

Una posible alternativa a los multifondos tradicionales (como el caso chileno), sería la implementación de un esquema de fondos de ciclo de vida (*target-date funds*) como el introducido recientemente en México, en el cual es el fondo el que modifica paulatina y automáticamente su cartera de inversión conforme el trabajador se acerca a la edad de retiro, en lugar de ser el trabajador quien tenga que moverse de un fondo a otro. Esto tendría importantes ganancias de eficiencia, pues evitaría tener que vender/comprar activos ante movimientos bruscos de afiliados desde un fondo a otro, lo que repercutirían positivamente sobre la rentabilidad esperada de los fondos a largo plazo.

## I. Impactos macroeconómicos

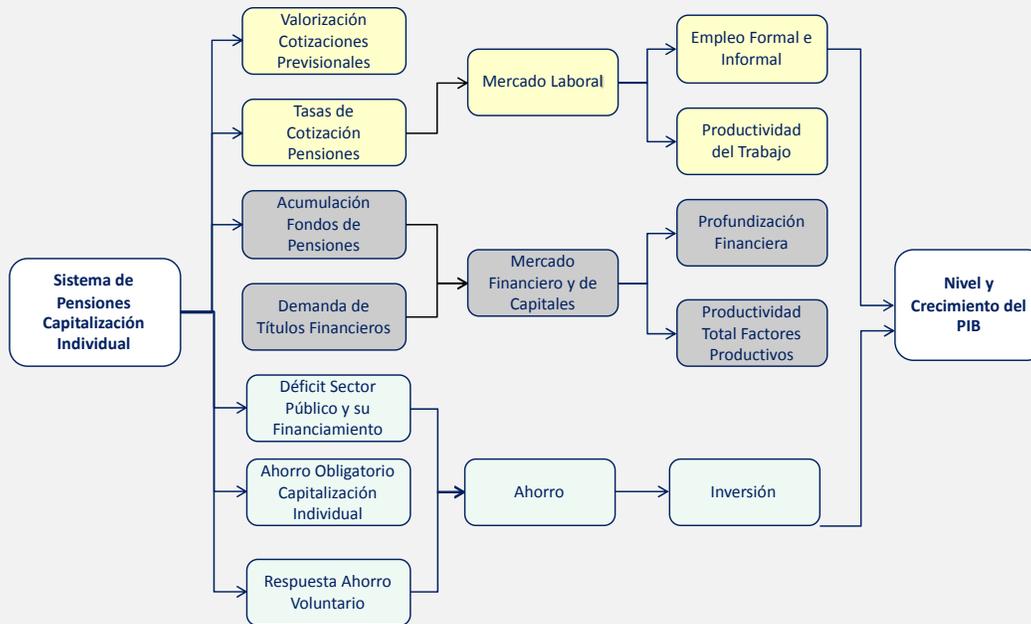
La introducción de los sistemas de capitalización individual en América Latina ha generado impactos macroeconómicos positivos, profundos y de largo plazo, que no se registran cuando operan los regímenes de reparto.

Las características más relevantes de estos sistemas que contribuyen a la materialización de estos impactos macroeconómicos positivos son:

- La existencia de cuentas individuales y de derechos de propiedad de los trabajadores sobre los saldos de ahorro acumulados;
- La directa relación entre los aportes realizados y los beneficios de pensión recibidos por los afiliados;
- La menor tasa de cotización que es posible fijar para lograr un determinado objetivo de pensión, debido a la mayor eficiencia de los sistemas de capitalización individual en relación a los regímenes de reparto;
- El nacimiento de nuevos inversionistas institucionales, con gran participación e influencia en el mercado de capitales y que tienen como único objetivo lograr una adecuada rentabilidad y seguridad para los fondos de pensiones que administran;
- La inversión de los flujos de ahorro previsional obligatorio a través de los mercados de capitales, en condiciones que aseguren transparencia y competencia; y
- La creación de diversas modalidades de pensión, incluyendo las rentas vitalicias otorgadas por compañías de seguros de vida, las cuales requieren efectuar inversiones de largo plazo para respaldar las obligaciones asumidas.

Los efectos macroeconómicos de la creación de los sistemas de capitalización individual se transmiten a la economía por medio de cuatro canales principales: el nivel y la formalidad del empleo; el ahorro y la inversión; el desarrollo y eficiencia del mercado de capitales; y la evolución de la productividad total de factores (capital y trabajo) (Gráfico II.1.1).

**Gráfico II.I.1: Vías de transmisión de los efectos macroeconómicos de la creación de los sistemas de capitalización individual**



Fuente: SURA Asset Management, 2013.

Respecto al mercado del trabajo, estudios realizados para Chile, Colombia, México y Perú, presentan evidencia que indica que los derechos de propiedad de los trabajadores sobre los saldos acumulados de ahorro y la relación directa entre aportes y beneficios, generan una mayor valoración de las cotizaciones previsionales por parte de los trabajadores afiliados al sistema, en relación a lo que ocurría con los aportes a los regímenes de reparto. Esto, a su vez, disminuye la percepción de impuesto de dichas cotizaciones, incentivando un mayor empleo en el sector formal y una mayor productividad. Estos efectos sobre el mercado del trabajo se potencian si, además, se reducen las tasas de cotización en comparación al reparto.

En el ámbito financiero, el surgimiento de nuevos inversionistas institucionales (las administradoras de fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida que ofrecen rentas vitalicias a los pensionados), que deben invertir grandes flujos de ahorro previsional obligatorio en los mercados de capitales con el objetivo de asegurar una adecuada rentabilidad y seguridad para los recursos previsionales, ha dado un impulso significativo al desarrollo financiero y a la modernización, eficiencia y profundidad de los mercados financieros. También ha contribuido a la mejora de la institucionalidad del mercado de capitales, a la creación de nuevos instrumentos de inversión y a la disminución de los costos de transacción. Adicionalmente, la creación de los sistemas de capitalización individual y de las administradoras de fondos de pensiones se ha traducido en la generación de una oferta de fondos de largo plazo disponible para las entidades y empresas del sector público y privado y para las personas y familias, que se suma a la proveniente de las compañías de seguros de vida que ofrecen rentas vitalicias a los pensionados del sistema de capitalización, y que necesitan invertir a horizontes prolongados de tiempo para calzar el producto de tales inversiones con las obligaciones de pagos de pensión.

Respecto al impacto del sistema de capitalización individual en el mercado financiero, la creación de las AFP en Chile permitió solventar dos de las falencias históricas del mercado de capitales nacional: un ahorro de largo plazo modesto y una canalización insuficiente de los recursos hacia la inversión real. En México, la CONSAR (2020) concluye que los ahorros de los trabajadores en el sistema de ahorro para el retiro representan 17,2% del PIB y 15% del total de activos del sistema financiero y que, por primera vez en su historia, el país cuenta con un acervo creciente de ahorro de largo plazo.

Otros estudios muestran también que los sistemas de capitalización individual han contribuido a profundizar los mercados de deuda. Es lo que concluye el Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (2014) para el caso de México, además de señalar que se ha encontrado un efecto positivo del ahorro forzoso sobre el desarrollo del sistema financiero y una reducción en el costo del financiamiento a largo plazo atribuible al sistema de ahorro para el retiro.

Los sistemas de capitalización individual no solo han contribuido a profundizar los mercados secundarios de títulos privados y públicos, sino que también han otorgado mayores posibilidades y flexibilidad para la estructuración de la deuda. Al respecto, Villar (2013) señala que los fondos de pensiones fueron claves para el perfeccionamiento de los mercados de capitales en Colombia, destacando, entre otros efectos, el enorme crecimiento del mercado de deuda pública interna, que permitió al gobierno recomponer hacia deuda interna sus fuentes de financiamiento tradicionalmente externas. Adicionalmente, concluye que “un mercado de deuda pública profundo, tal como el que se pudo desarrollar en Colombia gracias a la existencia de los fondos de pensiones, contribuyó a reducir la dependencia del Gobierno en el crédito externo y a generar una mayor estabilidad macroeconómica”. Esto, a su vez, tiene implicancias sobre la percepción de riesgo país, al contribuir a una menor amplitud de los ciclos económicos y a un menor impacto de shocks externos, y sobre los costos de financiamiento de los sectores público y privado.

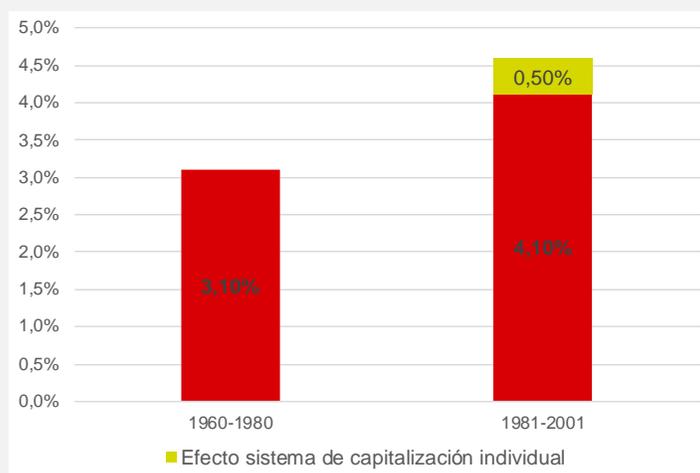
En el mercado del ahorro e inversión, la reforma de pensiones genera durante los primeros años posteriores a la reforma un aumento del déficit fiscal y una disminución del ahorro del sector público, debido al desvío de cotizaciones desde el esquema de reparto a las administradoras de fondos de pensiones y al reconocimiento que se debe hacer de las cotizaciones realizadas al régimen antiguo por los afiliados que se traspasan al nuevo sistema. Esto es más que compensado por el nuevo flujo de ahorro previsional obligatorio que debe ser invertido en el mercado financiero, aumentando el ahorro total y con ello la inversión.

Además, el funcionamiento del sistema de capitalización individual permite reducir a mediano y largo plazo los déficits financieros de los regímenes de reparto, con un impacto positivo significativo sobre el presupuesto del sector público y sobre la posibilidad de destinar los recursos liberados a otros programas sociales. Sin perjuicio de ello, es importante que los países que realicen reformas que introduzcan sistemas de capitalización individual, consideren apropiadamente el contexto económico que enfrentan y las necesidades de financiamiento que surgirán con las reformas de pensiones durante la transición, tomando en cuenta las otras necesidades económicas y sociales que requieren ser atendidas y, por ende, el espacio fiscal existente.

Durante el año 2003 los economistas Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel presentaron un estudio sobre los efectos macroeconómicos de la creación en 1981 de un nuevo sistema de capitalización individual en Chile. Estos autores analizaron los efectos de la reforma de pensiones

sobre el nivel del producto y el crecimiento económico durante los primeros veinte años posteriores a la reforma, encontrando que la creación del sistema de capitalización individual generó un mayor aumento anual del producto de 0,49 puntos porcentuales entre 1981-2001, periodo en el cual la economía chilena experimentó un crecimiento promedio anual de 4,6% (Gráfico II.I.2).

**Gráfico II.I.2: Efecto de la creación del sistema de capitalización individual sobre el crecimiento del PIB**

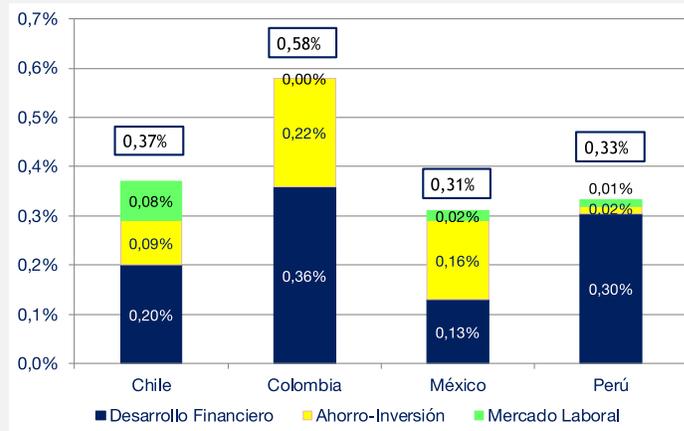


Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003.

Por otra parte, Fuentes (2013) realizó una evaluación del impacto de largo plazo de la reforma que creó el sistema de capitalización individual en Chile, centrandó el análisis en los efectos estimados en el estado estacionario. El autor estima que, en los treinta años posteriores a la reforma, el sistema de AFP generó un mayor crecimiento anual del PIB de 0,37 puntos porcentuales, equivalente a un 8,1% del crecimiento promedio anual del producto durante el periodo de evaluación.

Este tipo de estudios se realizó también en Colombia, México y Perú (Estudio de SURA Asset Management, 2013), concluyéndose que la creación del sistema de capitalización individual contribuyó a un mayor crecimiento anual del PIB de 0,31 puntos porcentuales en México, 0,33 puntos porcentuales en Perú y 0,58 puntos porcentuales en Colombia (Gráfico II.I.3). Las mayores tasas de crecimiento impulsadas por el sistema de capitalización individual fueron equivalentes a entre 6,2% (Perú) y 12,9% (México) del crecimiento promedio anual del PIB durante el periodo de evaluación de cada uno de los países. El impacto más significativo de la reforma de pensiones sobre el crecimiento anual del PIB se ha dado a través de su efecto sobre el desarrollo financiero, variando dicho impacto entre 0,13 puntos porcentuales para México y 0,36 puntos porcentuales para Colombia.

**Gráfico II.I.3: Contribución de los sistemas de capitalización individual al crecimiento anual del PIB**



Fuente: Sura Asset Management, 2013.

En base a lo expuesto previamente, es evidente que una reversión de estas reformas que crearon los sistemas de capitalización individual, moviéndose hacia sistemas de reparto o de acumulación parcial de fondos colectivos con beneficios definidos o garantizados, como las que se han propuesto en algunos países de la región, traería efectos macroeconómicos negativos significativos, anulando el círculo virtuoso de las reformas iniciales.

Al respecto, Valdés (2020) analizó la relación entre las reversiones de los sistemas de capitalización y el nivel del PIB a partir del 2000, concluyendo que los países que revirtieron sus sistemas presentan en promedio aproximadamente un 30% menos de PIB<sup>30</sup>.

Por otra parte, en relación a una de las propuestas de la Comisión Bravo que recomendaba la creación en Chile de un fondo colectivo con ingresos mínimos garantizados de pensión, Barr y Diamond (2016) señalaron que transitar desde sistemas de capitalización a sistemas que transfieren beneficios desde los futuros pensionados a los actuales tendría un impacto negativo sobre los niveles de ahorro. Agregaron que una disminución del ahorro es especialmente preocupante en un contexto de reducción de la fertilidad (menos trabajadores) y de aumento de las expectativas de vida (más pensionados), y que una respuesta adecuada a estas tendencias es aumentar la productividad laboral a través de la inversión en recursos humanos y físicos. Por esto, políticas que reducen el ahorro y la inversión son estratégicamente equivocadas.

Finalmente, basado en Jackson et al. (2015) se concluye que una reversión a sistemas de reparto conduciría a aumentos de las tasas de cotización, incrementos en las cargas fiscales y a una reducción del ahorro nacional que deterioraría la inversión y el crecimiento del PIB.

<sup>30</sup> Presentación de Rodrigo Valdés Pulido, académico de la Universidad Católica de Chile y ex Ministro de Hacienda, ante la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados. Octubre, 2019.

## **J. Efectos de los sistemas de capitalización sobre la vida de los afiliados y las personas en general**

Además de los efectos positivos sobre las pensiones, la creación de los sistemas de capitalización individual ha tenido múltiples impactos favorables sobre el bienestar de los afiliados y las personas y sus familias, que se analizarán en esta sección. Se realiza un análisis general de estos impactos mediante ejemplos de algunos países para ilustrarlos.

### **Los trabajadores han acumulado ahorros en sus cuentas individuales de pensiones que para la mayoría de ellos constituyen su principal o único patrimonio**

De acuerdo con el BID (2016), más de una tercera parte (y a veces la mitad) de todos los hogares en la mayoría de los países de América Latina tiene tasas de ahorro negativas. Además, los ahorros acumulados existentes están repartidos de manera desigual a lo largo de la distribución del ingreso, ya que un alto porcentaje del ahorro proviene de los hogares de mayores ingresos. Por el contrario, la falta de ahorro es un problema particularmente grave entre los hogares de menores ingresos. Aunque estos últimos realizan ahorros periódicos, los saldos acumulados no alcanzan a representar un mes de ingreso familiar y son utilizados principalmente para cubrir gastos de corto plazo o financiar pequeñas inversiones, y no para objetivos de largo plazo, como la jubilación.

Es en este contexto que la creación de los sistemas de capitalización individual ha sido muy importante en la generación de ahorro de las personas, pues ha permitido que los trabajadores acumulen volúmenes significativos de ahorro de largo plazo. Esto ha sido particularmente relevante para los trabajadores de ingresos medios y bajos cubiertos por el sistema de pensiones, por las razones señaladas previamente.

De acuerdo con la Encuesta Financiera de Hogares de 2017 del Banco Central de Chile (BCCH), un 88% del ahorro de los hogares chilenos se realiza a través del sistema de pensiones, y su monto es equivalente a un 7% del PIB y al 35% del ahorro nacional bruto (Gráfico II.J.1). Respecto al ahorro no previsional, la adquisición de vivienda es el activo más importante que se adquiere, ya que un 63% de los hogares posee una vivienda principal. El ahorro previsional también ha contribuido significativamente a este resultado, pues, como se verá más adelante, permitió un fuerte crecimiento en la oferta de crédito para la vivienda, un alargamiento de sus plazos y una sustancial caída de las tasas de interés que pagan las familias chilenas.

La misma encuesta del BCCH indica que un 34% de los hogares tiene activos financieros por medio de productos de ahorro voluntario, porcentaje que ha ido aumentando significativamente. Entre estos productos, los planes ahorro previsional voluntario (APV) y las cuentas de ahorro voluntario (CAV) ofrecidas por las administradoras de fondos de pensiones en Chile cumplen un rol muy importante, ya que a diciembre de 2019 había más de 1.500.000 ahorrantes en el APV y poco más de 1.100.000 en las CAV. Estas cifras eran equivalentes a un 14% y 10% de los afiliados al sistema de pensiones, respectivamente.

**Gráfico II.J.1: Ahorro de los hogares como porcentaje del PIB en Chile**



Fuente: Banco Central de Chile, 2018.

En el caso de México, para el 80% de los trabajadores del sector formal los recursos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) representan su principal patrimonio (CONSAR, 2020). Por otra parte, las encuestas ENIGH 2016 y ENVIH 2012 y las cifras de la CONSAR muestran que para las familias mexicanas que no tienen propiedades, las cuentas individuales de las AFORE son el principal componente de su patrimonio familiar y su único vínculo con el sistema financiero.

Sin perjuicio del aporte que han hecho los sistemas de capitalización individual al comportamiento del ahorro, el desafío pendiente es lograr que un mayor porcentaje de los trabajadores de la región de América Latina se incorpore al ahorro previsional, no solo porque de esa manera mejorarán sus pensiones, sino también porque ello contribuirá a aumentar en general los volúmenes de ahorro total, construyendo a un círculo virtuoso en sus economías. Según Altamirano et al. (BID, 2019), la información de encuestas realizadas en Brasil, Chile, México y Perú, muestran que las personas que no cuentan con ahorros jubilatorios en los sistemas de pensiones tienen en promedio también menos ahorros en otros vehículos, ya sea formales o informales. Incluso para personas de ingresos relativamente altos, el comportamiento de quienes no están cubiertos por el sistema de pensiones es de menor ahorro.

### **Los afiliados tienen nuevos mecanismos de ahorro con grandes ventajas y que eran inaccesibles para ellos previamente**

A través de los sistemas de capitalización individual, los trabajadores han accedido a opciones de ahorro e inversión que no estaban disponibles para la gran mayoría de ellos en forma individual, previo a las reformas que introdujeron estos sistemas, sino que eran ofrecidos a personas de altos ingresos y grandes inversionistas. Además, el ahorro previsional obligatorio y voluntario les ha dado la oportunidad a todos los afiliados de ser propietarios y acreedores de las principales empresas e instituciones nacionales e internacionales, mejorando con ello sus rentabilidades y sus posibilidades de diversificación bajo una gestión profesional, algo que antes era imposible de lograr a nivel individual para la gran mayoría de ellos.

Según la CONSAR (2020), la creación del sistema de AFORE en México ha contribuido a la inclusión financiera de los trabajadores, ya que todos ellos pueden registrarse en el sistema de cuentas individuales y ahorrar para efectos previsionales, no importando su edad, si son dependientes,

independientes o informales, o si son de bajos o altos ingresos. Incluso los niños y jóvenes pueden participar en el sistema de ahorro previsional desde una edad temprana, lo que favorece la creación de una cultura y hábitos de ahorro y una mayor conciencia de los beneficios que implica el ahorro periódico para la formación de un patrimonio destinado a diferentes objetivos, incluido el financiamiento de las pensiones. A mayo de 2020 se han registrado más de 20 mil cuentas de “AFORE niños” en el SAR de México.

En el caso del sistema de pensiones chileno, el millón y medio de ahorrantes en los planes de APV ofrecidos por distintas entidades autorizadas, incluidas las AFP, son personas de diversas edades, género y nivel de ingresos. De hecho, cualquier persona puede cotizar voluntariamente en el sistema de pensiones, sea que obtenga ingresos o no. En la legislación chilena existe la figura del afiliado voluntario, que corresponde a personas que no obtienen rentas, pero efectúan cotizaciones al sistema de AFP, ya sea por sus propios medios y/o a través de aportes que les pueden hacer sus cónyuges o convivientes civiles. Estos planes de ahorro voluntario tienen grandes ventajas, principalmente por la posibilidad de acceder a diferentes estructuras de inversión diversificadas y a costos menores que en otros productos de ahorro (por ejemplo, se puede acceder a planes que ofrece el sistema de AFP y que cobran solo un 0,2% anual sobre saldo).

Adicionalmente, el ahorro en los planes voluntarios de las administradoras de fondos de pensiones ha otorgado altas rentabilidades en los distintos países. De acuerdo con la FIAP (2020b), la rentabilidad real anualizada promedio que han obtenido las administradoras desde los inicios del sistema de capitalización individual fluctúa entre 3,3% y 8,2% dependiendo del país.

Otra ventaja de estos productos de ahorro es que en la mayoría de los casos tienen incentivos tributarios o fiscales que premian los aportes previsionales voluntarios, y en algunos países se suman también ventajas adicionales, tales como la inembargabilidad de los ahorros, el descuento por planilla y la posibilidad de retirarlos en cualquier momento en caso de necesidad.

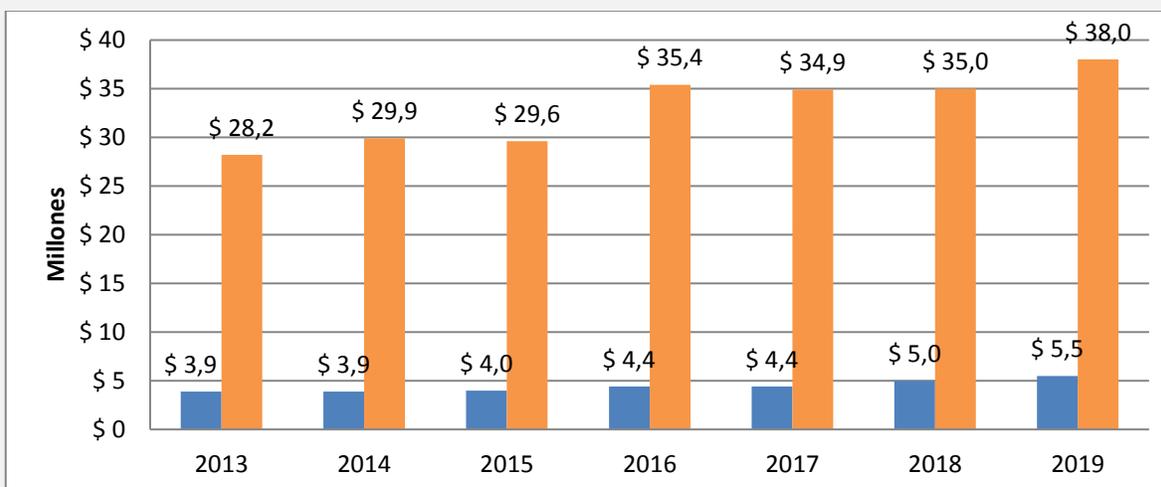
### **Los afiliados tienen derechos de propiedad sobre los fondos acumulados**

Los fondos acumulados en las cuentas individuales de ahorro obligatorio y voluntario pertenecen a los afiliados, quienes tienen derechos de propiedad sobre estos fondos. Sin perjuicio de lo anterior, en el caso del ahorro obligatorio las constituciones y legislaciones de los países establecen ciertas restricciones al ejercicio de este derecho de propiedad, con el objetivo de resguardar el derecho a la seguridad social. En todo caso, siempre los fondos acumulados, incluidas las rentabilidades obtenidas, se destinan íntegramente a la entrega de beneficios a los afiliados que son sus propietarios, o a sus beneficiarios y herederos legales. De hecho, ante el fallecimiento de un afiliado y la inexistencia de beneficiarios de pensiones de sobrevivencia, los saldos acumulados constituyen herencia.

Entre otros efectos, la existencia de derechos de propiedad individual impide la pérdida parcial o total de los ahorros acumulados en caso de que no se cumplan los requisitos de pensión. Esto representa un cambio radical respecto a lo que acontece en los sistemas de pensiones de reparto o acumulación parcial de fondos con beneficios definidos, en los cuales los trabajadores pierden parcial o totalmente los ahorros en caso de no cumplir con los requisitos para recibir una pensión. Lamentablemente, este problema afecta a un alto porcentaje de las personas que están afiliadas a este tipo de sistemas (ver sección II.B). Por ejemplo, en el sistema de pensiones de Colombia una

persona que no logra cumplir los requisitos de pensión en el sistema de reparto (RPM), recibe una indemnización sustitutiva que equivale solo a los aportes que realizó durante su vida laboral, ajustados únicamente por inflación. En cambio, en el sistema de capitalización individual (RAIS), aquellos afiliados que no cumplen con los requisitos de pensión, reciben sus aportes más las rentabilidades que sus ahorros generaron mientras estuvieron invertidos. Estas diferencias implican que las devoluciones de saldos promedio en el sistema de capitalización individual son siete veces más altas que en el régimen público de reparto (Gráfico II.J.2).

**Gráfico II.J.2: Devoluciones de Saldos por Régimen en el Sistema de Pensiones de Colombia**



Fuente: Asofondos.

La existencia de derechos de propiedad puede tener también efectos significativos en otros aspectos del sistema de pensiones. De acuerdo con el Banco Central de Chile (BCCH, 2017), mientras menos claros son los derechos de propiedad sobre los recursos acumulados, más difícil es ganar credibilidad. Además, los derechos de propiedad en un sistema de capitalización individual aseguran una relación directa entre los aportes realizados, más sus rentabilidades, con los beneficios recibidos. En cambio, esto no ocurre en los sistemas de reparto de nuestra región, en los cuales es usual que exista una desconexión entre las cotizaciones efectuadas y las pensiones y otros beneficios recibidos. Esto genera, según el BCCH, incentivos para corromper el sistema, eludiendo cotizaciones y falsificando derechos a los beneficios.

Adicionalmente, los derechos de propiedad individual favorecen que las cotizaciones sean vistas en mayor medida como un ahorro de largo plazo y no como un impuesto, lo que, a su vez, tiene enormes implicancias positivas sobre el empleo y la productividad de los trabajadores, tal como se analizó en la sección II.I.

En la medida que los afiliados de los sistemas de pensiones toman conciencia de sus derechos de propiedad, se interesan más por lo que acontezca con sus ahorros y con sus pensiones. Un ejemplo de ello es la reacción que generó entre los mexicanos la propuesta de crear una AFORE única estatal. Según la CONSAR, hubo una reacción inmediata y cuantitativamente importante en los medios y redes sociales, quedando de manifiesto que la inmensa mayoría de los mexicanos

tiene muy claro que el ahorro en su AFORE es su dinero y de nadie más, y que quieren que esté lo más seguro y lo mejor invertido posible (CONSAR, Apuntes sobre el SAR N° 4).

Lo que está aconteciendo en Chile con la aprobación de un proyecto de reforma constitucional que permite el retiro de fondos desde las cuentas individuales, es también una muestra del interés que genera el ahorro previsional acumulado entre las personas cuando existen derechos de propiedad individual, motivado especialmente en este caso por la posibilidad de acceder a ellos durante la emergencia del COVID-19. Además, encuestas realizadas en varios países (Chile, Perú) muestran que un alto porcentaje de la población quiere que exista propiedad individual de los fondos (ver sección IV.B).

### **Los ahorros previsionales están adecuadamente protegidos**

En los sistemas de capitalización individual los ahorros de los trabajadores están protegidos por la existencia de derechos de propiedad que aseguran su uso solo en el financiamiento de los beneficios y retiros de los afiliados y sus beneficiarios, y también por otras características del diseño de estos sistemas.

Existe separación jurídica y contable entre las administradoras y los fondos de pensiones que administran. Esto implica que la situación financiera y de solvencia de las administradoras o su eventual liquidación o quiebra no afecta a los fondos de pensiones que gestionan. En estos casos, los fondos se traspasan a otros administradores de acuerdo a lo establecido en la normativa.

Las administradoras tienen también responsabilidades fiduciarias, debiendo constituir garantías y responder por los perjuicios que les causen a los fondos de pensiones. Además, están sujetas a estrictas normas para evitar potenciales conflictos de interés y deben seguir normas de inversión respecto a los instrumentos que pueden comprar, los mercados donde transan, la custodia y otras regulaciones.

Adicionalmente, las administradoras son fiscalizadas por entidades o áreas especializadas de instituciones supervisoras estatales, estando obligadas a entregar información continua y periódica sobre la gestión de las inversiones y de las cuentas individuales, y de otorgar acceso a dichas instituciones para el ejercicio de sus labores de control. También deben comunicar e informar a los afiliados respecto a una serie de materias que están definidas en la normativa, entre otras, la entrega de estados de cuenta con los movimientos de las cuentas individuales. A diferencia de los esquemas de reparto, existe transparencia sobre la situación previsional de los afiliados, quienes pueden conocer permanentemente los ahorros que acumulan, la forma en que están invertidos y la estimación de la pensión que podrán financiar.

Todas estas normas han hecho que los ahorros previsionales de los afiliados crezcan con seguridad, sin perjuicio de que puedan existir periodos de alta volatilidad en las rentabilidades de corto plazo por los acontecimientos que se registran en los mercados financieros. Al respecto, la experiencia muestra que los ahorros de los trabajadores se han recuperado de las crisis que se han enfrentado, que es lo importante desde el punto de vista de las pensiones. Además, los riesgos de mercado de los fondos pueden ser atenuados a través de regulaciones que aseguren su diversificación y limiten sus niveles máximos de riesgo, y de restricciones a la selección de estructuras de inversión más riesgosas para los afiliados que están en etapas próximas a la pensión.

Al momento de la pensión, los sistemas de capitalización individual ofrecen, en general, la posibilidad a los afiliados de asegurar el monto de sus pensiones en términos reales, por la vía de contratar rentas vitalicias con compañías de seguros de vida, las cuales asumen los riesgos de longevidad, rentabilidad e inflación. Además, los pensionados tienen la libertad de elegir retiros programados, asumiendo dichos riesgos, pero con la ventaja de mantener los derechos de propiedad sobre los fondos en la etapa pasiva y la posibilidad de revocar la decisión y optar por otra modalidad de pensión.

Estas seguridades contrastan con los riesgos a los cuales están expuestos los afiliados en los sistemas de reparto o acumulación parcial de fondos, por la inexistencia de derechos de propiedad individual sobre los aportes realizados y sus rentabilidades, y por los efectos que están ocasionando en estos sistemas las tendencias demográficas. Los trabajadores se hacen cargo de pagar con sus cotizaciones los beneficios de los pensionados, y a cambio no reciben otra compensación que la expectativa de que cuando ellos lleguen a la etapa de vejez habrá otros activos que soportarán la carga de su pensión. Se trata de una mera promesa del Estado de pagar ciertos beneficios, que puede ser rota, y de hecho así ha sido no solo en nuestra región, sino en todo el mundo, terminando con la promesa de beneficios definidos. En estos sistemas, los beneficios quedan supeditados o son dependientes de la situación financiera de los programas de pensiones, del presupuesto fiscal y de decisiones políticas coyunturales.

De hecho, en esquemas de reparto o de acumulación colectiva de fondos, el resultado de pensión de un afiliado es dependiente de las decisiones políticas que se adopten respecto al diseño de los beneficios entregados, y de la distribución intrageneracional e intergeneracional de los aportes y fondos disponibles y, por lo tanto, no es independiente de la pensión que reciben otros afiliados, lo cual introduce incertidumbre en los trabajadores que participan del sistema. Por ejemplo, Freudenberg et al. (FMI, 2019) concluye que el diseño de los beneficios del sistema de reparto en Perú, específicamente por la exigencia de periodos de contribución mínimos y la existencia de montos de pensiones mínimas y máximas, es complejo y hace altamente impredecible la recepción de pensiones para los afiliados.

Otro riesgo significativo de los sistemas de reparto o acumulación colectiva de fondos, que ya hemos comentado previamente, es que los afiliados, en su mayoría de ingresos medios y bajos, mujeres y grupos vulnerables, no solo no reciban pensión, sino que, además, pierdan parcial o totalmente sus ahorros al no cumplir con los requisitos exigidos.

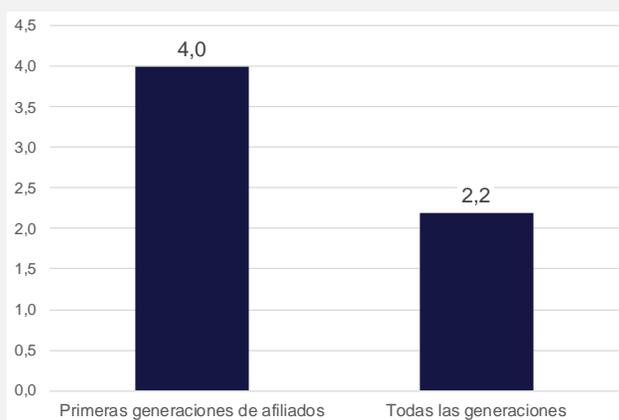
### **En los sistemas de capitalización individual los afiliados reciben mucho más de lo que aportan**

Los afiliados y sus familiares reciben pensiones y beneficios en los sistemas de capitalización individual muy superiores a los que se podrían financiar exclusivamente con sus aportes. Ello es posible por las rentabilidades que obtienen las administradoras de fondos de pensiones en las inversiones de sus ahorros.

Como se vio en la sección II.B, en el caso chileno se estima que las rentabilidades históricas obtenidas por las administradoras de fondos de pensiones en las inversiones de los fondos de pensiones, han permitido que las primeras generaciones de afiliados que ingresaron al sistema de AFP hayan cuadruplicado los aportes que ellos hicieron. Para el promedio de las distintas generaciones de afiliados, la rentabilidad obtenida en las inversiones entre enero de 1990 y

diciembre de 2019 había más que duplicado los aportes realizados por los trabajadores (Figura II.J.3). Aún con la disminución que se ha registrado en las tasas de interés y en las rentabilidades de los fondos de pensiones en los mercados financieros, los resultados de las inversiones permitirán a futuro financiar pensiones muy superiores a las que se podrían obtener solo con los aportes. Por ejemplo, con un supuesto de rentabilidad a largo plazo de 3,5% real anual (40 años), las pensiones que se pueden financiar con el total de las cuentas individuales, es decir, aportes más rentabilidades, duplican a las que se pueden lograr utilizando solo los aportes acumulados (no se ha considerado la rentabilidad adicional obtenida en el periodo de desacumulación).

**Gráfico II.J.3: Relación entre el saldo total acumulado en las cuentas individuales, incluyendo rentabilidad de las inversiones, y los aportes realizados por los trabajadores en Chile (1)**



(1) En el caso de todas las generaciones, se considera el periodo enero de 1990 – diciembre de 2019.  
Fuente: FIAP en base a información de la Asociación de AFP y de la Superintendencia de Pensiones.

En el caso de Perú, a partir de información entregada por Altamirano et al. (BID, 2019) se concluye que las rentabilidades obtenidas por las AFP hasta el cierre de 2018 habían permitido casi triplicar (2,9) los saldos que se hubiesen acumulado solo con los aportes de los trabajadores. Por otra parte, en México antecedentes de la CONSAR (Junio, 2020) muestran que las rentabilidades de las AFORES han logrado duplicar (2,1) los aportes tripartitos realizados por los trabajadores, empleadores y el Estado. Las diferencias entre países se explican, entre otros factores, por los distintos periodos de operación de los sistemas de capitalización individual.

La multiplicación del ahorro por la inversión y capitalización de los aportes en el largo plazo que permite el sistema de capitalización individual, reduce los aportes que se requieren realizar por parte de los trabajadores y empleadores para financiar cada unidad de pensión, aumentando la eficiencia del sistema de pensiones. Esto representa una gran ventaja de los sistemas de capitalización individual sobre los regímenes de reparto, pues en estos últimos los beneficios solo se financian con los aportes que realizan los trabajadores, empleadores y el Estado, y cuando los aportes no alcanzan para cumplir las promesas (y los fondos de reserva se han agotado), el Estado debe entrar a subsidiar las pensiones de los trabajadores, generando importantes desafíos fiscales.

### **Los trabajadores tienen mayor flexibilidad y movilidad en el mercado laboral**

La igualdad de derechos y obligaciones para todos los afiliados a los sistemas de capitalización individual, independiente del sector económico, tipo de función o de empleo que desempeñen,

junto a la propiedad individual de los ahorros acumulados, permite que los trabajadores puedan cambiarse de ocupación sin que ello implique cambios en su situación previsional o pérdida de fondos. Esto flexibiliza el mercado laboral respecto a lo que acontece con sistemas que tienen programas de pensiones segmentados por tipo de trabajo o sector económico, que no permiten la movilidad laboral sin generar efectos negativos en las condiciones previsionales de los trabajadores que se cambian de empleo.

La movilidad laboral que permite la capitalización de aportes con propiedad individual de los ahorros, genera una mayor eficiencia en el mercado del trabajo, no solo por el libre desplazamiento entre distintas ocupaciones, sino que también por la mayor valoración de los aportes que realizan los trabajadores al sistema de pensiones. En otras palabras, las cotizaciones se visualizan menos como impuesto, tal como está ampliamente documentado en distintos trabajos especializados que miden el impacto de la creación de los sistemas de capitalización individual en los mercados del ahorro, del trabajo y de capitales y en el crecimiento del PIB (SURA, 2013; Corbo et al., 2003) (ver sección II.I). Estos trabajos concluyen que existen ganancias en productividad y de empleo formal producidos por las reformas que reemplazan parcial o totalmente esquemas de reparto por sistemas de capitalización individual.

La mayor eficiencia y productividad de los trabajadores implica también mejores salarios y mayores aportes a las cuentas individuales en el tiempo, con lo cual se incrementan las pensiones que es posible financiar.

### **Los programas sociales dirigidos a personas de menores ingresos se ven favorecidos con la liberación de recursos públicos que generan los sistemas de capitalización individual**

La mayor eficiencia que implicó la creación de los sistemas de capitalización individual para financiar cada unidad de pensión no solo tiene un impacto positivo sobre los trabajadores cubiertos por el sistema, sino que permite también que a mediano y largo plazo se liberen recursos del Estado que están comprometidos en las transferencias a los regímenes de reparto para financiar sus déficits y pagar las pensiones a sus afiliados. Estos recursos liberados pueden ser destinados al financiamiento de otros programas sociales dirigidos a los sectores de menores ingresos, como los programas no contributivos de pensiones.

De hecho, el mensaje de la reforma previsional realizada en 2008 en Chile reconoce que la liberación de recursos por la disminución de los compromisos que mantiene el Estado con el sistema de pensiones antiguo de reparto, fue una de las fuentes de financiamiento fundamentales. Además, se señala en dicho mensaje que, al financiarse las pensiones con los ahorros de los propios trabajadores en un sistema de capitalización individual, el Estado se ve liberado de sus compromisos financieros para poder concentrar su aporte en los pensionados de menores ingresos.

Otro ejemplo de esta liberación de recursos fue lo ocurrido con el sistema de capitalización individual de Argentina, mientras estuvo vigente. En efecto, en los años de funcionamiento del sistema el Estado experimentó, en la primera etapa de transición, un aumento de los déficits, pero posteriormente éstos tuvieron una tendencia decreciente, lo que permitió liberar recursos estatales para otros fines. En el caso argentino, esta liberación de fondos fue utilizada para financiar las moratorias a personas que no habían contribuido al sistema de pensiones y otros beneficios de seguridad social.

Los fondos de pensiones contribuyen también al financiamiento del gasto público y de los distintos compromisos fiscales de largo plazo, a través de la compra de instrumentos emitidos por el Estado. Además, han aportado a dar mayor flexibilidad a la estructuración de la deuda pública, lo que beneficia a la economía en general y a las familias y trabajadores en particular.

### **Los afiliados tienen amplia libertad de elección**

La afiliación y cotización a los sistemas de pensiones es obligatoria para los trabajadores dependientes y, en algunos casos, lo es también para algunos independientes. Esta obligatoriedad que impone el Estado se justifica por la necesidad de asegurar que los trabajadores ahorren para el financiamiento de sus pensiones y de reducir los aportes del presupuesto público a dicho financiamiento.

Más allá de esta imposición estatal de afiliación y cotización, los sistemas de capitalización individual ofrecen amplias libertades individuales a sus afiliados y pensionados. La existencia de estas libertades permite que ellos puedan tomar una serie de decisiones en función de sus preferencias y de sus características personales y las de su grupo familiar.

Los trabajadores afiliados a los sistemas de capitalización individual tienen libertad para elegir:

- Su administradora, excepto en algunos países (Chile, Perú) en los cuales los nuevos trabajadores que ingresan al sistema deben afiliarse y permanecer por un plazo limitado de tiempo en la administradora que haya ganado la licitación. Posteriormente, pueden cambiarse de administradora libremente.
- Los tipos de fondos de pensiones donde invertir los ahorros acumulados en las cuentas individuales en los países en que existen multifondos (con ciertas restricciones por edad y condición – activo o pensionado-).
- La edad de pensión. Es posible pensionarse a la edad legal o anticipadamente en la medida que se cumplan ciertos requisitos.
- La edad en que se retiran efectivamente del trabajo. En general, acogerse a pensión en el sistema de capitalización individual no obliga a la persona a dejar su empleo.
- Cambio de empleo, sin afectar sus derechos y obligaciones en el sistema de pensiones.
- Modalidad de pensión, entre las opciones disponibles, y entidad proveedora de la pensión (Administradora de fondos de pensiones, compañía de seguros de vida).
- Retirar los fondos acumulados a la fecha de pensión con sus rentabilidades. En algunos países se puede retirar solo los fondos que excedan el saldo necesario para financiar un determinado nivel de pensión (por ejemplo, el Excedente de Libre Disposición en Chile), mientras que en otros es posible retirar la totalidad de los fondos (Colombia, México y Perú, cuando no se cumplen los requisitos de pensión).

- Efectuar retiros de fondos antes de llegar a la edad de pensión, como ocurre en México en caso de desempleo o en Perú cuando el retiro se destina a la compra de una vivienda. Además, ante la actual crisis del COVID-19, en Perú se autorizó a los afiliados a retirar parte de los recursos de las cuentas individuales, y en varios otros países se han propuesto proyectos de ley que también los autorizan.
- Realizar aportes voluntarios, usualmente con incentivos tributarios o fiscales, para complementar los montos de pensión financiados con las cotizaciones obligatorias.

Es importante destacar que en todas estas decisiones el sistema garantiza el uso de todos los fondos acumulados en las cuentas individuales, incluyendo las rentabilidades, en beneficio de sus legítimos propietarios que son los afiliados, y de sus beneficiarios o herederos.

Las libertades otorgadas a los afiliados han aumentado con el desarrollo y madurez de los sistemas de capitalización individual, entre otras razones por una serie de reformas que han creado los multifondos de pensiones, ampliado las modalidades de pensión que es posible elegir y que han abierto nuevas posibilidades de productos de ahorros previsionales voluntarios.

Estas libertades implican también desafíos que es importante enfrentar apropiadamente, de manera que los afiliados tomen decisiones con un adecuado conocimiento de los efectos que ellas generan en su situación previsional. Al respecto, es tanto responsabilidad de las administradoras como de las entidades fiscalizadoras avanzar en esta materia considerando la insuficiente educación financiera y previsional que tiene el promedio de los afiliados del sistema. Adicionalmente, el sistema debe contemplar opciones por defecto bien diseñadas para quienes no elijan.

Las libertades de los afiliados en los sistemas de capitalización individual contrastan con las limitaciones que existen en los regímenes de reparto de nuestra región, en los cuales la afiliación no es libre, sino que depende del sector económico en que se desempeñan los trabajadores, o es monopólica. Esto significa que los cambios de empleo pueden alterar los derechos y obligaciones previsionales e implicar una pérdida parcial o total de las cotizaciones históricas realizadas. Además, no existe la posibilidad de realizar aportes previsionales voluntarios, que mejoren las pensiones, sino que éstas dependen de los años de servicios o imposiciones y del promedio de los salarios de los años que se consideran en la definición de los beneficios. Tampoco es posible elegir diferentes modalidades o entidades proveedoras de la pensión.

La existencia de estas libertades es incompatible con la naturaleza misma de los regímenes de reparto. La incompatibilidad surge del hecho fundamental de que en estos regímenes no existen derechos de propiedad individual de los trabajadores sobre los aportes realizados a lo largo de la vida laboral.

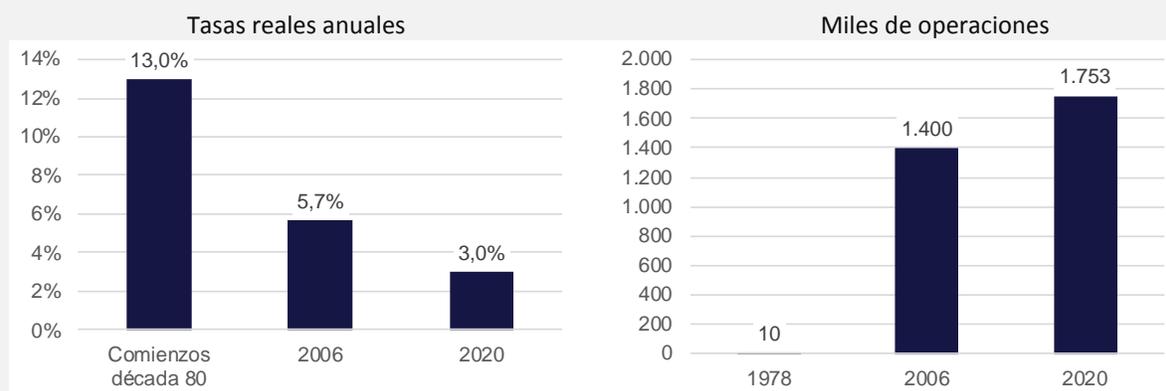
### **Existe mayor acceso de los afiliados y personas en general a financiamiento de largo plazo**

El crecimiento de los fondos de pensiones y de las reservas de las compañías de seguros de vida que ofrecen rentas vitalicias previsionales, sumado a su horizonte de inversión de largo plazo, han contribuido a transformar y perfeccionar los mercados de capitales de los países en que operan los

sistemas de capitalización individual, generando un profundo cambio en las posibilidades de financiamiento de los afiliados y, en general, de las personas y sus familias.

En el ámbito de la vivienda, de acuerdo con la Asociación de AFP de Chile (2006), los fondos de pensiones fueron determinantes en el desarrollo de un mercado dinámico y profundo para su financiamiento, cuyos efectos más importantes son el acceso de amplios sectores de la población chilena a créditos hipotecarios para la adquisición de viviendas, una fuerte reducción en las tasas de interés y un aumento sustancial en los plazos de los créditos. A comienzos de la década de los 80, las tasas de interés de los créditos hipotecarios para la vivienda eran del orden de 13% real anual. A principios del 2006 las tasas bajaron a niveles de 5,7% real anual, y en abril de 2020 las tasas fluctuaban entre 2,2% y 3,1% real anual dependiendo del plazo y tipo de crédito (Gráfico II.J.4). Por otra parte, según la Asociación de AFP, el plazo de pago de los créditos no superaba los 12 años en los inicios del sistema de capitalización individual y era accesible solo para un grupo pequeño de la población, mientras que actualmente los plazos llegan hasta los 30 años y están disponibles para amplios segmentos de la población. En efecto, el número de operaciones con letras y mutuos hipotecarios del sistema bancario subió de poco más de 10.000 en 1978 a casi 1.400.000 en diciembre de 2014 (Acuña, octubre 2015), y a 1.752.671 en abril de 2020, equivalentes a operaciones vigentes por una suma de USD 65.568 millones<sup>31</sup>.

**Gráfico II.J.4: Tasas de interés reales y número de operaciones en créditos para la vivienda en Chile**



Fuente: Asociación de AFP de Chile (2006); Estadísticas de la Comisión para el Mercado Financiero de Chile.

Cattaneo (2011) estima, a partir de datos de Morandé y García (2004), que con la contribución de los fondos de pensiones el sistema financiero financió, por medio de la adquisición de letras y mutuos hipotecarios endosables, más del 60% de la inversión privada en vivienda a principios de los años ochenta y que su contribución alcanzaba todavía un 44% a principios de la década del 2000.

La importancia de los fondos de pensiones en el financiamiento de la vivienda se aprecia también en otros países que han creado sistemas de capitalización individual. Por ejemplo, las SIEFORES de México participan en el sector de la vivienda a través del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los trabajadores (INFONAVIT), del Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE), de los bonos respaldados por

<sup>31</sup> Tipo de cambio \$ 836,62 por USD.

hipotecas (BORHIS) y de otros instrumentos hipotecarios. Los porcentajes que tienen las SIEFORES del total de los títulos en circulación son de 34%, 44%, 3% y 20%, respectivamente. En El Salvador, la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASAFONDOS) señala que los fondos de pensiones han adquirido más de USD 400 millones en emisiones del Fondo Social para la Vivienda, que ofrece financiamiento a los trabajadores de más bajos ingresos para adquirir vivienda propia. En base a esta cifra, ASAFONDOS estima que se han financiado cerca de 20.000 viviendas para igual número de familias.

Adicionalmente, a través del sistema financiero los fondos de pensiones contribuyen indirectamente al financiamiento de créditos a las familias y a las empresas, por medio de la compra de distintos instrumentos emitidos por las instituciones bancarias. En El Salvador, los fondos de pensiones han invertido montos superiores a los USD 1.000 millones en títulos de la banca, los cuales han sido destinados al financiamiento de créditos hipotecarios, préstamos personales y a créditos productivos que han dinamizado la economía nacional. En el caso chileno, los fondos de pensiones tenían invertidos en junio de 2020 casi USD 38.000 millones en bonos bancarios, letras hipotecarias y depósitos a plazo emitidos por diversas instituciones financieras, que han contribuido al financiamiento tanto de personas naturales como de empresas privadas e instituciones públicas. Esta cifra era equivalente al 17% de la cartera de créditos del sistema bancario.

### **La inversión de los fondos de pensiones contribuye a mejorar la infraestructura en beneficio de las personas y de los diferentes sectores productivos**

La inversión de los fondos de pensiones ha contribuido a la realización de proyectos de mejora a la infraestructura de los diversos países en que operan los sistemas de capitalización individual, a un menor costo de capital, aumentando la calidad de vida de los trabajadores y sus familias y favoreciendo aumentos en la eficiencia y productividad de los diversos sectores productivos.

Adicionalmente, según Alonso et al. la participación de los fondos de pensiones en infraestructura aumenta el crecimiento del país y contribuye a optimizar la cartera de los fondos de pensiones al incorporar inversiones rentables con riesgo acotado.

En el caso chileno, la inversión de los fondos de pensiones contribuyó a la modernización de la infraestructura vial y de transporte del país a contar de los años 90, sobre la base de la adquisición de bonos y cuotas de fondos de inversión vinculados a grandes obras de infraestructura vial y de transporte. En febrero de 2020 había invertidos en este rubro USD 3.186 millones o 1,6% de los fondos de pensiones. Con ello, los fondos también han contribuido a aliviar la presión sobre el presupuesto público, que históricamente financió este tipo de obras. Adicionalmente, los fondos de pensiones proveen financiamiento a empresas de los sectores eléctrico, telecomunicaciones, agua y gas, a través de la inversión en bonos y acciones. A febrero de 2020 estas inversiones sumaban USD 6.934 millones y eran equivalentes al 3,6% de los fondos de pensiones totales.

La SIEFORES de México contribuyen al financiamiento de proyectos de infraestructura en una amplia gama de sectores productivos, mediante la inversión en instrumentos estructurados como los CKDs, FIBRAS y CERPIS (CONSAR, junio 2020). De acuerdo con AMAFORE, uno de cada cinco pesos invertidos en infraestructura en México proviene de los fondos de pensiones. Al cierre de marzo de 2020 las inversiones de las SIEFORE en infraestructura alcanzaban los USD 6.638 millones.

En Perú la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura alcanzó una cifra máxima de aproximadamente USD 9.319 millones en el periodo 2007-2017, de los cuales 78% fue directamente y el resto a través de fondos de inversión y fideicomisos. Estas inversiones se realizaron en diversos sectores, tales como transporte, energía, telecomunicaciones, saneamiento y salud.

La inversión en infraestructura de los fondos de pensiones en Uruguay (certificados de participación) son equivalentes aproximadamente al 7% de los fondos totales. Las inversiones en infraestructura que cotizan en la bolsa uruguaya han sido financiadas en su mayor parte por los fondos de los trabajadores administrados por las AFAP. Los datos del Banco Central del Uruguay a octubre de 2019 muestran un monto total en el mercado de USD 2.790 millones (monto suscrito en origen). Estas inversiones se han destinado en un 60% a infraestructura de transporte (carreteras, vías férreas y aeropuertos); 25% a servicios públicos (red de energía eléctrica, agua y saneamiento); 8% a infraestructura social (educación, cárcel); y 7% a energías renovables (parques eólicos).

### III. Verdaderas razones tras las reversiones de las reformas a los sistemas de capitalización individual

Los opositores a los sistemas de pensiones de capitalización individual suelen argumentar que varios de los países que introdujeron este tipo de sistemas de pensiones debieron posteriormente revertirlos, volviendo a los antiguos sistemas de reparto. Sin embargo, no presentan los argumentos técnicos que motivaron estas reversiones y se utilizan en cambio argumentos meramente especulativos o derechamente ideológicos. Por este motivo, consideramos oportuno aclarar las verdaderas razones que justificaron la reducción o eliminación de los sistemas de capitalización individual en algunos países.

Dichas reversiones se dieron particularmente en los países de Europa Central y del Este, que, como veremos a continuación, tras su incorporación a la Unión Europea debieron cumplir estrictas exigencias en cuanto al nivel de déficit fiscal, por lo que no tuvieron capacidad de afrontar el costo de la transición del antiguo sistema de reparto hacia el de capitalización individual. La otra reversión emblemática fue la ocurrida en 2008 en Argentina, que bajo un gobierno populista y amparándose en la excusa de los bajos rendimientos que experimentaron las AFJP debido a la crisis financiera mundial, tuvieron el escenario político perfecto para expropiar los ahorros previsionales de los trabajadores argentinos y crear con ellos un fondo colectivo bajo administración pública, sin que mediara ninguna razón técnica fundamentada en dicha decisión.

Otros casos citados como ejemplos de fracaso de los sistemas de capitalización individual no podrían calificarse como reversiones, ya sea porque en dichos países nunca operó un sistema de capitalización individual (Nicaragua, Ecuador y Venezuela), o bien porque se mantuvo un esquema de capitalización individual y solamente cambió la administración desde privados al Estado (Bolivia).

El Cuadro III.A.2 presenta un breve resumen de las características que han tenido las reformas que han revertido parcial o totalmente los sistemas de capitalización individual en distintos países.

#### **A. Europa Central y del Este: crisis financiera y exigencias de la Unión Europea**

Entre 1999 y 2008 nueve de once países de Europa Central y del Este (ECE) implementaron reformas de pensiones que incluían un pilar de capitalización individual, que complementaba a sus sistemas de reparto. En general, la cotización al pilar de capitalización individual era de carácter obligatorio para los trabajadores más jóvenes, pero optativa para los trabajadores de mayor edad, y era descontada de lo que se contribuía al esquema de reparto. El Cuadro III.A.1 resume las principales características de los esquemas de capitalización individual de los países de ECE.

La reforma también incluyó cambios al diseño de los esquemas públicos de reparto, ya sean estructurales (como en Polonia y Letonia, que instauraron cuentas nocionales) o reformas paramétricas (ajustando los beneficios ante la reducción de contribuciones al sistema de reparto). Asimismo, se aprobó un aumento en la edad de jubilación.

**Cuadro III.A.1**

**Países de Europa Central y del Este: Principales características de los esquemas de pensión al momento de introducir la capitalización individual (edad de retiro incluye cambios hasta 2020)**

	Esquema público de pensiones (PAYG)	Edad legal de jubilación	Esquema de capitalización individual		
			Contribución inicial	Fecha de inicio	Quiénes participan
<b>Hungría</b>	BD	60/55 ↗ 62 ↗ 65	6% to 8%	1998	Obligatorio para nuevos entrantes, voluntario para todos los ya empleados
<b>Polonia</b>	Cuentas nocionales	65/60 (55/60) ↗ 65/60 ↗ 67 ↘ 65/60	7.3%	1999	Obligatorio para nuevos entrantes y trabajadores <30 años, voluntario para trabajadores entre 30-50
<b>Letonia</b>	Cuentas nocionales (desde 1998)	60/55 ↗ 62 ↗ 65	2% to 8%	2001	Obligatorio para nuevos entrantes y trabajadores <30 años, voluntario para trabajadores entre 30-50
<b>Bulgaria</b>	BD	60/55 ↗ 63/60 ↗	2% to 5%	2002	Obligatorio para todos los trabajadores <42 años, ningún grupo de edad específico con opción de elegir
<b>Croacia</b>	Puntos	60/55 ↗ 65/60 ↗ 67 ↘ 65	5%	2002	Obligatorio para nuevos entrantes y trabajadores <40 años, voluntario para trabajadores entre 40-50
<b>Estonia</b>	BD	60/55 ↗ 63 ↗ 65	6% (4% +2%)	2002	Obligatorio para nuevos entrantes, voluntario para trabajadores entre 19-60 años en el año de la reforma
<b>Lituania</b>	BD	60/55 ↗ 62.5/60 ↗ 65	2.5% to 5.5%	2004	Voluntario para todos los trabajadores (incluyendo los nuevos entrantes), sin opción de abandonar el sistema si lo eligen
<b>Eslovaquia</b>	Puntos	60/53-57 ↗ 62	9%	2005	Obligatorio para todos los trabajadores nacidos después de 1983, voluntario para todos quienes eran afiliados del esquema de reparto antes de 2005
<b>Rumania</b>	BD	62/57 ↗ 65/63	2% to 3%	2008	Obligatorio por nuevos entrantes y trabajadores < 35 años, voluntario para trabajadores entre 36-45

BD: beneficio definido.

Fuente: Chłoń-Domińczak (2020).

**Cuadro III.A.2**  
**Breve descripción de reversiones en los programas de capitalización individual**

<b>País</b>	<b>Breve descripción de la reversión</b>
<b>Argentina</b>	<b>Reversión completa y permanente del programa de capitalización individual y unificación con el régimen público de reparto, junto con la eliminación de las AFJP, a contar del 9 de diciembre de 2008:</b> los fondos acumulados por los trabajadores en el régimen de capitalización fueron transferidos al Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (creado en 2007).
<b>Bolivia</b>	<b>Eliminación de las AFP asumiendo una entidad estatal la administración de las cuentas individuales:</b> el 10 de diciembre de 2010 entró en vigor una nueva ley de reforma de las pensiones (Ley N° 065) que creó el Sistema Integrado de Pensiones (SIP), nacionalizando el programa de cuentas individuales (cuentas individuales se mantienen, pero ahora serán administradas por una entidad estatal). Sin embargo, hasta la fecha dicha entidad estatal no inicia su operación y en la práctica las AFP continúan administrando las cuentas individuales.
<b>Estonia</b>	<b>Reducción temporal de contribuciones con compensación posterior:</b> reducción de tasa de contribución al programa de capitalización individual de 6% a 0% entre junio de 2009 y junio de 2011 (estos 6 puntos porcentuales se desviaron al sistema de reparto); incremento gradual en la tasa de contribución al programa de capitalización desde 2011 (3% en enero 2011; 6% en enero 2012; desde 2014 a 2017 tasa sube a 8%).
<b>Eslovaquia</b>	<b>Reducción permanente en contribuciones + opción libre de entrada/salida al programa de capitalización:</b> reducción de tasa de contribución al programa de capitalización individual de 9% a 4% en 2013; desde 2017 la tasa se incrementa en 0,5 p.p. hasta llegar a 6% en 2024; libre opción de entrada y salida en el programa de capitalización desde 2008 con opción de cambio cada 2 años. Nuevos entrantes son asignados por defecto al sistema de reparto, pero pueden cambiarse al sistema de capitalización individual antes de cumplir 35 años.
<b>Hungría</b>	<b>Reversión completa y permanente:</b> tasa de contribución al programa de capitalización individual se redujo a 0% en enero de 2011 y los activos acumulados se transfirieron al sistema de reparto.
<b>Letonia</b>	<b>Reducción parcial de contribuciones:</b> reducción de tasa de contribución al programa de capitalización individual del 8% al 2% en mayo de 2009; tasa se incrementó al 4% desde 2013.
<b>Lituania</b>	<b>Reducción parcial de contribuciones:</b> reducción de tasa de contribución al programa de capitalización individual de 5,5% a 2% en julio de 2009; en enero de 2012 la tasa se redujo nuevamente a 1,5%, después aumentó a 2,5% en enero de 2013; en enero 2014 aumentó a 3% (2% aporte obligatorio y 1% aporte voluntario); contribución adicional en 2% entre 2016-2019.
<b>Polonia</b>	<b>Reducción permanente en contribuciones y reversión parcial:</b> en mayo de 2011 la tasa de contribución al programa de capitalización individual se redujo del 7,3% al 2,3%; desde febrero de 2014 la tasa se redujo a 2,92% y los activos de los fondos privados de pensiones invertidos en bonos estatales fueron transferidos al programa de reparto. Los activos de las cuentas individuales de pensiones son transferidos gradualmente al sistema de reparto con 10 años de anterioridad al retiro. En 2019 el gobierno anunció que el sistema de capitalización individual será eliminado y los saldos de las cuentas individuales podrán ser o bien retirados (con una comisión de 15%) o depositados en cuentas nacionales.
<b>Rumania</b>	<b>Reducción temporal de contribuciones:</b> el incremento planeado en la tasa de contribución al programa de capitalización individual (del 2% al 6%) se congeló durante 2008 y 2010; en 2011 la tasa aumentó a 2,5%; y de ahí se incrementó en 0,5 p.p. por año, hasta llegar a 5% en 2015; en 2018 la tasa fue de 5,1%. En 2019 se redujo a 3,75% y el sistema de capitalización individual se hizo voluntario. En 2020 la tasa volvió a incrementarse a 5%.

Fuente: Chłoń-Domińczak (2020) sobre la base de Schwarz y Arias (2014) y Bielawska et al. (2018).

Tal como señala Chłoń-Domińczak (2020), hubo varias razones que justificaron la diversificación del financiamiento de las pensiones mediante la introducción de un programa obligatorio de capitalización individual. Primero, con ello se reduce el gasto público en pensiones a largo plazo. Segundo, estos sistemas pueden apoyar a que haya un mayor ahorro y, por lo tanto, un mayor crecimiento económico que ayudaría a la sostenibilidad de los sistemas de pensiones, pero también estimularía el desarrollo de los mercados de capitales. Por último, pero no menos importante, se argumentaba que estos sistemas ayudarían a proteger al sistema de pensiones de las presiones políticas, ya que los futuros aumentos en las pensiones serían posibles solo si las contribuciones aumentaran en el presente. En definitiva, la introducción de un esquema de capitalización individual fue visto como la solución a los problemas del sistema público de reparto, al tiempo que estimularía la eficiencia económica y social de los sistemas de pensiones (Chłoń-Domińczak, 2020).

### **Las verdaderas razones que motivaron las reversiones**

Tras el estallido de la crisis económica y financiera mundial de 2008, entre 2009 y 2011, siete de los nueve países que habían reformado sus sistemas de pensiones decidieron introducir medidas que redujeron el tamaño inicial del componente de capitalización individual del sistema, con cambios adicionales que han continuado desde entonces. Los detalles de estos cambios se muestran en el Cuadro III.A.2.

De acuerdo con Ortiz et al. (2018), la privatización de los sistemas de pensiones en los países de ECE no cumplió con los resultados esperados y, por lo tanto, hubo la necesidad de revertir el pilar de capitalización individual. Sin embargo, una evaluación más precisa de las circunstancias que llevaron a las reversiones indica que estas decisiones fueron impulsadas principalmente por la situación fiscal de los países, y fueron llevadas a cabo a pesar de la aceleración prevista del envejecimiento de la población.

Bielawska et al. (2018) realiza una evaluación de la situación socioeconómica y fiscal, así como del desempeño de los fondos de pensiones del pilar de capitalización individual de los países de ECE. El Cuadro III.A.3 presenta un resumen del impacto potencial de distintos factores en las decisiones sobre las reversiones o reducciones del tamaño del componente de capitalización individual. Como puede apreciarse, el factor más importante que contribuyó a las decisiones sobre la reversión del pilar obligatorio de capitalización individual puede asignarse al empeoramiento de la situación fiscal de los países, combinado con un alto gasto en pensiones.

El Cuadro III.A.3 también deja de manifiesto que los dos países que realizaron una reversión permanente (Polonia y Hungría) fueron aquellos en los que los fondos de pensiones tuvieron mejor desempeño en términos de rentabilidad.

Cuadro III.A.3

## Países de Europa Central y del Este: Contexto social, económico y fiscal de la reversión de las reformas de pensiones

	Fertilidad	Tasa dependencia	Tasa de empleo	Gasto en pensiones	Número de pensionados	Desempeño de los fondos de pensiones (rendimientos)	Déficit del gobierno	Deuda del gobierno	Cambios al pilar de capitalización individual después de la crisis de 2008
Bulgaria	-	-	+	+	+	-	-	+	Sin cambios
Estonia	-	-	+	+	+	-	+	+	Reducción temporal (con incremento posterior)
Letonia	--	--	-	-	-	-	--	-	Reducción parcial
Lituania	-	-	--	+	+	-	--	-	Reducción parcial
Hungría	--	-	-	--	-	+	-	--	Reversión permanente
Polonia	--	--	++	--	-	+	--	--	Reducción permanente y reversión parcial (tendiente a una reversión permanente)
Eslovaquia	--	--	++	-	-	-	--	--	Reducción permanente

Fuente: Bielawska et al. (2018).

Los problemas con los desequilibrios fiscales son claramente visibles en las estadísticas financieras del gobierno general de los distintos países. En la mayoría de los países de ECE, los déficits del gobierno general se elevaron al 6-9% del PIB durante 2009 y 2010, como se indica en el Cuadro III.A.4. Si bien en muchos países los déficits disminuyeron en los años siguientes, Hungría y Rumania aún luchan con un alto déficit del gobierno general.

Cuadro III.A.4

Países de Europa Central y del Este: Posición financiera del gobierno general (- déficit) (+ superávit)  
(Porcentaje del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bulgaria	-4,0	-3,1	-2,0	-0,3	-0,4	-5,4	-1,7	0,1	1,1	2,0	2,1
Estonia	-2,2	0,2	1,1	-0,3	0,2	0,7	0,1	-0,5	-0,8	-0,6	-0,3
Croacia	-6,0	-6,5	-7,9	-5,4	-5,3	-5,3	-3,3	-1,0	0,8	0,2	0,4
Letonia	-9,6	-8,7	-4,3	-1,4	-1,2	-1,6	-1,4	0,2	-0,8	-0,8	-0,2
Lituania	-9,1	-6,9	-9,0	-3,1	-2,6	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,6	0,3
Hungría	-4,8	-4,5	-5,2	-2,3	-2,6	-2,8	-2,0	-1,8	-2,5	-2,1	-2,0
Polonia	-7,3	-7,4	-4,9	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7
Romania	-9,1	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-1,2	-0,6	-2,6	-2,6	-2,9	-4,3
Eslovenia	-5,8	-5,6	-6,6	-4,0	-14,6	-5,5	-2,8	-1,9	0,0	0,7	0,5
Eslovaquia	-8,1	-7,5	-4,5	-4,4	-2,9	-3,1	-2,7	-2,5	-1,0	-1,0	-1,3

Fuente: Eurostat.

La mayoría de los países también enfrentaron un aumento de la deuda pública (Cuadro III.A.5). En Hungría, Croacia y Eslovenia, los niveles de deuda superaron el umbral del 60% del PIB en los años posteriores a la crisis fiscal. En Hungría y Polonia, a pesar de la transferencia de los activos de los fondos de pensiones privados a las finanzas públicas, las deudas del gobierno se mantuvieron altas.

**Cuadro III.A.5**  
**Países de Europa Central y del Este: Deuda bruta consolidada del gobierno general, 2009-2019**  
*(Porcentaje del PIB)*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bulgaria	13,7	15,4	15,2	16,7	17,1	27,1	26,0	29,3	25,3	22,3	20,4
Estonia	7,2	6,6	6,1	9,8	10,2	10,6	10,0	10,2	9,3	8,4	8,4
Croacia	48,7	57,8	64,4	70,1	81,2	84,7	84,3	80,8	77,8	74,7	73,2
Letonia	36,9	48,1	43,9	42,4	40,3	41,6	37,3	40,9	39,3	37,2	36,9
Lituania	28,0	36,3	37,2	39,8	38,7	40,6	42,6	39,7	39,1	33,8	36,3
Hungría	78,2	80,6	80,8	78,6	77,4	76,8	76,2	75,5	72,9	70,2	66,3
Polonia	49,8	53,5	54,5	54,1	56,0	50,8	51,3	54,3	50,6	48,8	46,0
Romania	21,8	29,6	34,0	37,0	37,6	39,2	37,8	37,3	35,1	34,7	35,2
Eslovenia	34,5	38,3	46,5	53,6	70,0	80,3	82,6	78,7	74,1	70,4	66,1
Eslovaquia	36,4	41,0	43,5	51,8	54,7	53,5	51,9	52,0	51,3	49,4	48,0

Fuente: Eurostat.

### Los requisitos de política fiscal de la Unión Europea como un problema agravante para la evaluación de las reformas de pensiones

La preocupación por la situación fiscal durante y después de la crisis de 2008 también se vio reforzada por los esfuerzos de los gobiernos por cumplir los requisitos de política fiscal de la Unión Europea (UE), tras su adhesión en 2004. Si bien la legislación y organización de los sistemas de pensiones, de acuerdo con el principio de subsidiariedad, es responsabilidad de los gobiernos nacionales, existe cierto grado de coordinación en las políticas de pensiones dentro de la UE a través de instrumentos como el llamado “método abierto de coordinación” en pensiones, y el trabajo conjunto de los estados miembros de la UE y la Comisión Europea (CE) sobre políticas fiscales, incluida la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

La lógica de las reformas de pensiones de los países de ECE difería significativamente con la de los antiguos estados miembros de la UE. Beblavý (2011) subraya que en los estados miembros más antiguos de la UE, no se ha producido un cambio paradigmático significativo en los sistemas de pensiones y, en cambio, las reformas paramétricas (algunas de gran alcance) han sido el camino preferido a seguir. Las diferencias en la organización de los sistemas de pensiones entre los estados miembros nuevos y antiguos quedan de manifiesto en el *Ageing Report de 2009* (Comisión Europea, 2009), que señala que ocho estados miembros nuevos tienen un esquema obligatorio de capitalización individual, mientras que solo un estado miembro antiguo cuenta con este tipo de esquema (Suecia).

Al mismo tiempo, existía una controversia importante entre la CE y los nuevos estados miembros, con respecto a la definición de las contribuciones transferidas al esquema obligatorio de capitalización individual. Los nuevos estados miembros opinaban que las contribuciones desviadas a estos esquemas y los activos acumulados deberían ser tratados como parte de las finanzas públicas. Sin embargo, Eurostat y la CE no estuvieron de acuerdo y, a partir de 2007, después del período de transición inicial, los costos de transición de la reforma de pensiones se contabilizaron por completo en las cifras de déficit y deuda del gobierno general (Wóycicka & Grabowski, 2007). Esto llevó a un aumento sustancial en el déficit público y las cifras de deuda para los nuevos estados miembros a la luz de los criterios de Maastricht establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en cuanto a déficit fiscal. Con ello, cambió radicalmente el foco de atención en la política de pensiones.

Casey (2014) subraya que los gobiernos que revertieron sus sistemas de capitalización individual utilizaron los activos acumulados como “alcancías” para cubrir otros gastos (más allá de pensiones). Asimismo, señala que el traspaso de los fondos de pensiones privados hacia las arcas públicas fue una de las consecuencias perversas de los requisitos del PEC, que, por un lado, restringió los niveles de deuda y déficit del gobierno y, por otro, no trató los activos acumulados en los fondos obligatorios como parte del sistema público.

Uno de los argumentos utilizados en la discusión para revertir los sistemas de capitalización individual fue el bajo rendimiento de los fondos de pensiones. Al respecto, primero debe subrayarse que el horizonte de inversión, al momento de las reversiones, aún era demasiado corto para evaluar objetivamente los resultados de las tasas de retorno, ya que solo en dos países, Polonia y Hungría, el historial de inversión fue más largo que un ciclo económico (alrededor de ocho años). El análisis de Bielawska et al. (2018) muestra que en estos dos países (que por cierto decidieron revertir permanentemente los esquemas de capitalización individual) los rendimientos anuales promedio desde el comienzo de la reforma fueron positivos en términos reales. En otros países (Bulgaria, Lituania, Letonia, Eslovaquia) los retornos fueron negativos en términos reales o cercanos a cero, mientras que en Rumania fueron positivos. Por lo tanto, en términos generales, el rendimiento de la inversión no fue satisfactorio, sin embargo, se debe insistir en que el período de evaluación es muy corto como para tener una evaluación objetiva del desempeño de los fondos de pensiones, particularmente considerando que el horizonte de inversión de este tipo de fondos es de largo plazo. De hecho, tal cual señala Chłoń-Domińczak (2020), “a largo plazo, el pilar de capitalización individual es mejor para los futuros pensionistas que el sistema de reparto, cuando la tasa de rendimiento real supera el crecimiento de los salarios”.

En segundo lugar, debe enfatizarse que los rendimientos relativamente bajos también estaban vinculados a las regulaciones y estrategias de inversión de los fondos de pensiones, que en la mayoría de los casos fue conservadora. Hasta 2005, el porcentaje de bonos públicos y privados en sus carteras era sustancial, con un rango entre 45-50% (Estonia en 2001 y Eslovaquia en 2001-2003) a 60-75% en otros países (Bielawska et al. 2018). Al mismo tiempo, la inversión en renta variable representaba menos del 10% de las carteras de los fondos de pensiones en la mayoría de los casos. Solo en Polonia, alrededor del 30% de los activos se invirtió en renta variable. Esto también significó que los fondos de pensiones no contribuyeran al desarrollo de los mercados financieros nacionales en la medida en que se esperaba inicialmente.

## Las consecuencias de las reversiones

Las reversiones de los pilares de capitalización individual en ECE tuvieron muchas consecuencias, tanto para los trabajadores, los sistemas de pensiones, los mercados de capitales y las finanzas públicas, las que se revisan a continuación.

### *Trabajadores*

Siguiendo a Chłoń-Domińczak (2020), las consecuencias para los trabajadores fueron básicamente dos. Primero, la reducción (o eliminación) del pilar de capitalización individual tiene un impacto en sus pensiones futuras, que se financiarán en mayor medida con los sistemas obligatorios de reparto. Segundo, hay una pérdida de confianza general de los trabajadores hacia las instituciones financieras, como los fondos de pensiones y los fondos de inversión.

Con respecto al primer punto, el impacto de las reversiones en las pensiones futuras se puede estimar comparando la pérdida en el valor de las rentas vitalicias futuras debido a una menor acumulación de activos en la cuenta individual con las ganancias en el nivel de la pensión del esquema de reparto que pueden atribuirse a la parte de las contribuciones que se desviaron hacia este esquema desde el pilar de capitalización individual. Esta evaluación es hecha por Chłoń-Domińczak (2018) para seis países (Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Eslovaquia y Rumania). Según sus estimaciones, los futuros pensionados de Polonia probablemente perderán, pues su riqueza total de pensiones (combinando reparto con capitalización individual) disminuyó, mientras que los futuros pensionados de Eslovaquia tienen más probabilidades de ganar debido a la existencia de sistemas de reparto más generosos. Para los cuatro países restantes (Estonia, Letonia, Lituania y Rumania) los resultados muestran poco impacto de las reversiones en las pensiones futuras<sup>32</sup>.

Otra consecuencia importante de las reversiones es la creciente falta de confianza hacia las instituciones financieras, particularmente los fondos de pensiones privados. La crisis financiera y económica de 2008 hizo dudar a los trabajadores si los fondos de pensiones cumplirán sus promesas, si administraban los fondos teniendo en cuenta los mejores intereses de los trabajadores y futuros pensionados, y si obtendrían pensiones adecuadas. La comunicación de los gobiernos sobre las reversiones contribuyó a una mayor disminución de la confianza. Como resultado, cualquier otra iniciativa (futura) para desarrollar o mejorar un pilar de capitalización individual cuenta con poco apoyo por parte de los trabajadores. Por ejemplo, el nuevo esquema de ahorro previsional voluntario de inscripción automática de Polonia, introducido en 2019, logró retener solo alrededor del 35% de los trabajadores auto-afiliados, lo cual está por debajo de las expectativas del programa.

### *Sistema de pensiones*

Las reversiones también tienen consecuencias para el sistema de pensiones. Si bien en el corto plazo el flujo de caja de los sistemas públicos de reparto mejoró, ante la mayor entrada de contribuciones, en el largo plazo las consecuencias no son positivas. Reducir o cerrar los

---

<sup>32</sup> Cabe señalar que el resultado de esta evaluación depende de los supuestos y los resultados reales pueden variar. En particular, si cambia el diseño del sistema de pensiones (por ejemplo, si las pensiones del régimen de reparto se vuelven menos generosas), el resultado real puede diferir.

componentes de capitalización individual significa que la diversificación del riesgo, que caracteriza a los sistemas de pensiones multi-pilares se reduce o elimina por completo.

El análisis de Baksa et al. (2020) sugiere que las reversiones de las reformas de pensiones son potencialmente muy costosas. Las reversiones de la reforma no solo resultan en un gasto agregado en pensiones y en una relación deuda pública/PIB más altos, sino que en la mayoría de los casos también empeoran el impacto negativo del envejecimiento poblacional en la actividad económica. Además, si los elementos revertidos de la reforma fueran compensados con otros instrumentos de política, implicaría que una parte desproporcionadamente mayor de la carga del ajuste recaería en una generación, lo que aumentaría la inequidad intergeneracional.

Además, como señala Beblavý (2011), incluso si el reducido pilar privado sobrevive, ya no servirá como un complemento significativo al sistema público. Se convierte en un pequeño suplemento, y los países vuelven a depender de sistemas de pensiones de reparto, con las falencias de sostenibilidad financiera que ellos involucran.

Por último, según Chłoń-Domińczak (2020) las reversiones también socavan la confianza en los sistemas públicos de pensiones. Muchos trabajadores están convencidos de que los sistemas públicos de pensiones no serán capaces de cumplir con sus promesas a futuro.

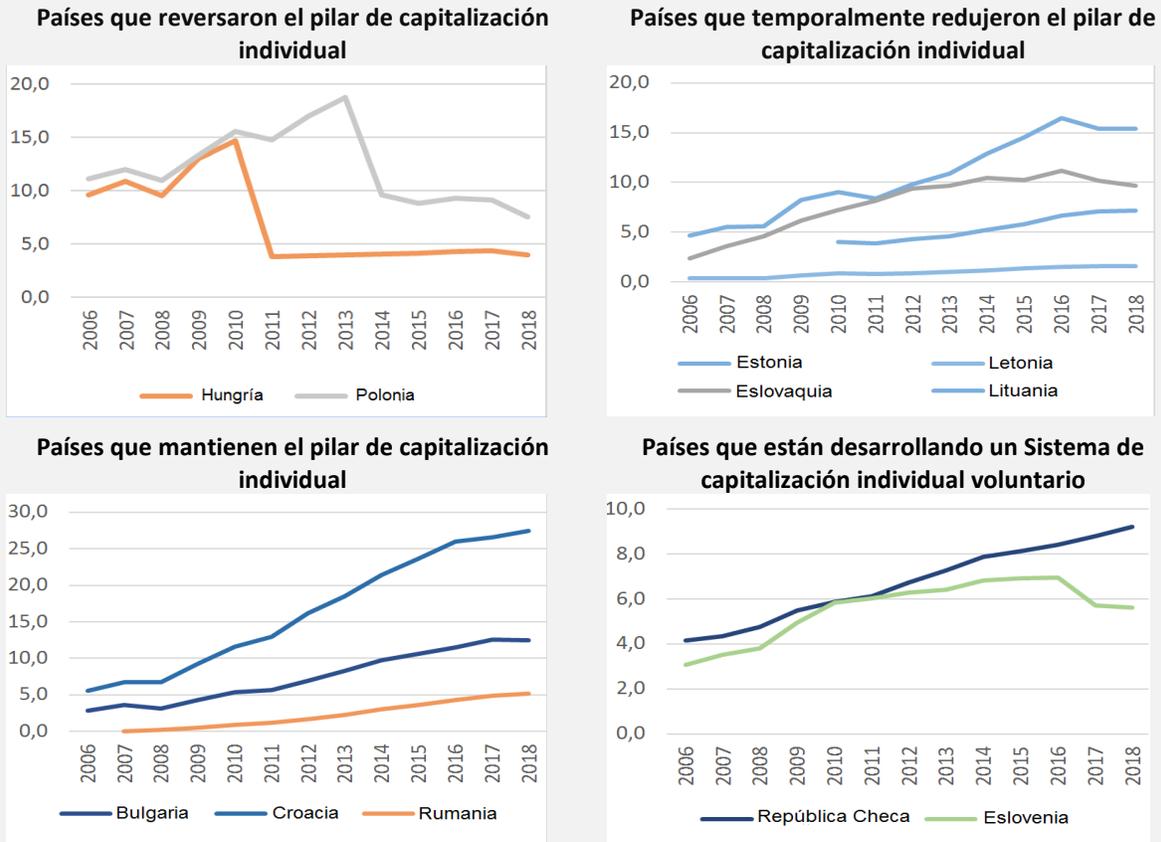
### ***Mercados de capitales***

Las reversiones de los sistemas de capitalización individual también tuvieron un impacto en los mercados de capitales. Obviamente, la disminución de las contribuciones, así como un desplazamiento de parte de (o todos) los activos de los fondos privados de pensiones hacia el sistema público, afectaron el monto total de los activos administrados de los fondos privados de pensiones, como se ilustra en el Gráfico III.A.1. Los activos de los fondos de pensiones en Polonia y Hungría experimentaron caídas severas a medida que sus activos eran trasladados al sector público. Como resultado, el crecimiento de los activos de los sistemas de capitalización individual en los países de ECE ha sido menor en la segunda década del siglo. Entre los países de ECE, solo en Croacia, Bulgaria y Estonia, los activos de los fondos de pensiones privados superan el 10% del PIB, lo que está muy por debajo del promedio simple de los países de la OCDE (49,7% del PIB).

La desviación de los activos de los fondos de pensiones privados también afectó a los mercados bursátiles, sobre todo en Polonia, donde la bolsa de valores estaba más desarrollada. Según Wszyński (2018), después de la reversión de la reforma, los fondos de pensiones obligatorios (OFE, por sus siglas en polaco) siguieron siendo inversionistas importantes en la Bolsa de Valores de Varsovia, pero su papel cambió. Durante los cuatro años comprendidos entre el 1 de abril de 2014 y el 31 de marzo de 2018, las transacciones de venta de los OFE de instrumentos de capital en la Bolsa, excedieron las transacciones de compra en PLN 6,2 mil millones (EUR 1,4 mil millones). Es decir, el valor de las compras excedió el valor de las ventas. Esto significa que los fondos de pensiones gestionan su liquidez en lugar de invertir activamente.

En general, los países de ECE se recuperaron de la crisis de 2008 y la proporción de activos de los fondos de pensiones privados (con respecto al PIB) aumentó en la mayoría de los países, con la excepción de Polonia y Hungría (OCDE, 2019).

**Gráfico III.A.1**  
**Países de Europa Central y del Este: Fondos administrados por el pilar de capitalización individual 2006-2018**  
 (Porcentaje del PIB)



Fuente: OCDE Global Pension Statistics.

### **Situación fiscal**

La reversión de los pilares de capitalización individual tuvo un impacto muy significativo en la situación fiscal, tanto en el corto como en el largo plazo. En el corto plazo, los cambios condujeron, entre otros, a la eliminación de los costos de transición (en Hungría) o su reducción en los otros países (Cuadro III.A.6), lo que significa que la presión fiscal sobre los pasivos gubernamentales explícitos disminuyó en muchos de los países. La reducción del costo de transición se debe a la desviación de cotizaciones desde el pilar de capitalización individual hacia el de reparto, como también a las posibilidades de retorno al sistema de reparto (que incrementa sus aportes), que se notan en Polonia y Eslovaquia. En este último país, la ola de traspaso voluntario al sistema de reparto fue particularmente alta en 2015.

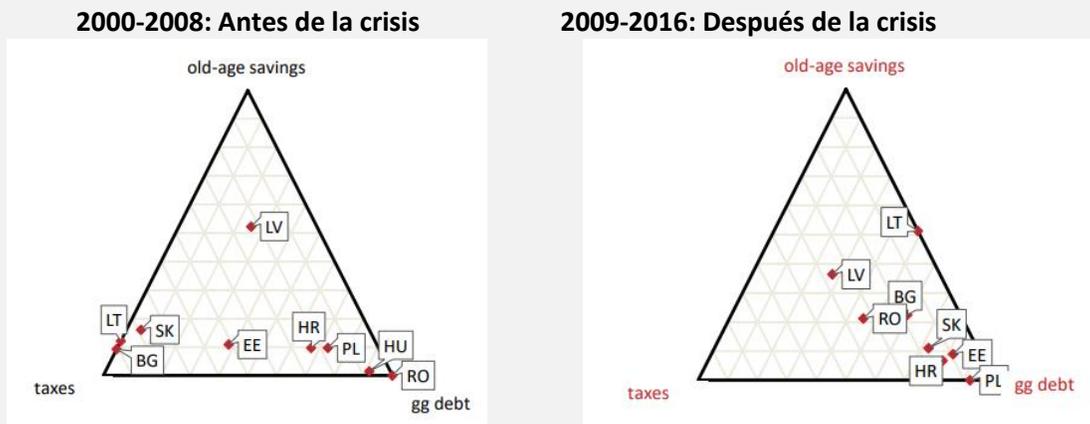
**Cuadro III.A.6**  
**Costos de transición del sistema multi-pilar, 2009-2016**  
 (Porcentaje del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bulgaria	1,1	1,0	0,9	0,9	1,3	1,1	1,3	1,3
Estonia	1,1	0,1	0,4	0,9	1,4	1,8	1,9	2,0
Letonia	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,8	1,1
Lituania	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,8
Hungría	1,4	1,1	-	-	-	-	-	-
Polonia	1,6	1,6	1,0	0,5	0,7	0,5	0,2	0,2
Rumania	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	1,0	1,2	1,3
Eslovaquia	1,2	1,2	1,2	1,1	0,6	0,6	0,6	0,7
Croacia	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Fuente: Chłoń-Domińczak (2020) sobre la base de Bielawska et al. (2018).

Según Chłoń-Domińczak (2020) la crisis de 2008 provocó un cambio en las fuentes de financiamiento de los costos de transición. Como se puede apreciar en el Gráfico III.A.2 antes de la crisis de 2008, el financiamiento de los costos de transición de los países estaba distribuido entre impuestos y deuda pública. Después de las reversiones, existe una mayor dependencia de la deuda pública y una menor dependencia de los impuestos, en casi todos los países.

**Gráfico III.A.2**  
**Países de Europa Central y del Este: Financiamiento del déficit de transición**



Fuente: Chłoń-Domińczak (2020).

Esto muestra que durante las dificultades fiscales de la transición hacia sistemas de capitalización individual, el financiamiento de los costos de dicha transición conduce a un aumento de la deuda pensional pública explícita, pero al mismo tiempo reduce los pasivos de pensiones implícitos de los esquemas de reparto. Con las reversiones y costos de transición reducidos, esto obviamente cambia. En el largo plazo, la reversión de los sistemas de capitalización individual y el aumento de la población adulta mayor conducirá a un aumento de los pasivos implícitos del sistema de pensiones de reparto, lo que implica un traslado de ese pasivo desde las generaciones actuales hacia las generaciones futuras.

## **B. Argentina: crisis financiera fue una oportunidad para el populismo**

La reforma de pensiones de 1994 creó en Argentina un sistema mixto de pensiones, que entregaba (i) una Pensión Básica Universal (PBU), otorgada a todos los afiliados que cumplieran requisitos de edad y años de servicio; (ii) una Pensión Complementaria (PC), en la cual los trabajadores podían optar por continuar en el programa de reparto, recibiendo una prestación que dependía del salario y de los años de cotización, o destinar los aportes personales (11% del salario) a una Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), obteniendo una pensión complementaria calculada en función del saldo acumulado en sus cuentas individuales al momento del retiro; y (iii) una Prestación Adicional por Permanencia (PAP), en el caso de los afiliados que registraran aportes al régimen anterior previo a la reforma. En la pensión complementaria, donde se daba la posibilidad de elegir, aproximadamente un 90% de los trabajadores activos optó por el sistema de capitalización individual.

### **Una reversión en dos etapas**

El sistema mixto solo estuvo vigente hasta el año 2008. El gobierno argentino decidió revertir la reforma que creó el sistema de capitalización individual y lo hizo en dos etapas.

A partir del año 2005 y hasta el 2008 el gobierno adoptó medidas con el objetivo de incentivar el retorno al régimen de reparto en las pensiones complementarias, e incluso algunas personas fueron obligadas a traspasarse a este régimen. Estas medidas buscaban financiar una parte del costo fiscal asociado a prestaciones de jubilación concedidas a personas que no cumplieran con los requisitos y a otros beneficios de seguridad social.

En 2005 se permitió acceder a una jubilación a quienes no cumplieran con los años mínimos de aportes, pero sí con los requisitos de edad. Esto se hizo por medio de la regularización de sus aportes de una forma muy generosa, pues se autorizó a que dichos aportes “morosos” pudieran ser descontados de las jubilaciones que se percibirían en el futuro. Esta facilidad, que se denominó moratoria, fue publicitada y promocionada por el gobierno, incluyendo el ejercicio público de la opción por parte del entonces presidente Kirchner. Solo en 2007, año en que fue elegida presidenta Cristina Fernández de Kirchner, esta medida tuvo un costo fiscal de 1,2% del PIB y cubrió a 1.700.000 personas. En total las personas favorecidas con esta medida fueron casi tres millones.

Además, en 2007 se hizo una reforma que asignó a los indecisos al régimen de reparto en lugar de a las AFJP, y se reguló que los hombres mayores de 55 años y las mujeres mayores de 50 años con saldos en sus cuentas individuales inferiores a A\$ 20.000, debían retornar al régimen de reparto. También se aumentó la tasa de reemplazo por cada año de cotización en dicho régimen<sup>33</sup>, incrementando sus beneficios previsionales en un 76%, se redujo la comisión de las AFJP y se estableció que el seguro de invalidez y sobrevivencia debía ser descontado de los saldos acumulados en las cuentas individuales.

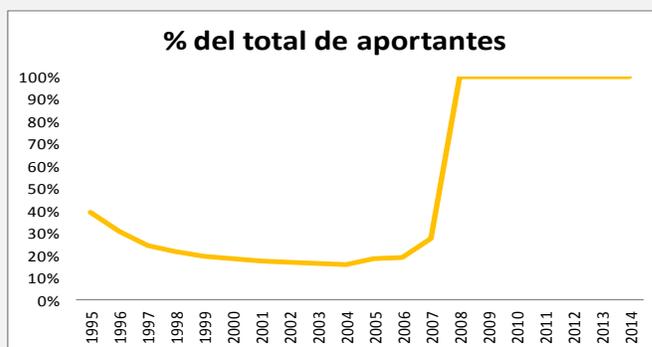
A pesar de las críticas de sectores políticos y de algunos analistas al funcionamiento del sistema de capitalización individual, todos estos incentivos para el retorno voluntario al régimen de reparto

---

<sup>33</sup> De 0,85% a 1,5% del salario promedio de los últimos 10 años aportados por cada año de aporte.

tuvieron una baja adhesión. Artana y Susmel (2015) estiman que, como consecuencia de todos los cambios mencionados, algo menos del 5% de los aportantes optó por el retorno, pues los afiliados al régimen de reparto aumentaron de 20% a 25% de los aportantes efectivos a la capitalización. El Gráfico III.B.1 de Artana y Susmel muestra claramente que el régimen de reparto no era la opción preferida por los afiliados. Su participación había bajado desde niveles de 40% en 1995 hasta 20% en 2004, mostrando una recuperación entre 2005 y 2007 por los incentivos descritos previamente.

**Gráfico III.B.1: Porcentaje de los aportantes en el régimen de reparto sobre el total de aportantes del sistema de jubilaciones y pensiones de Argentina**



Fuente: Artana y Susmel (2015).

Al año siguiente, en 2008, el gobierno publicó una ley que obligó a todos los afiliados a volver al régimen de reparto, nacionalizó los fondos de jubilaciones y pensiones administrados por las AFJP y eliminó el sistema de capitalización individual.

### Las razones que motivaron la reversión al régimen de reparto

El fundamento oficial dado para la adopción de esta medida fue la desvalorización de las inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones como consecuencia de la crisis financiera internacional de 2008. Sin embargo, según Artana y Susmel (2015), la caída en el valor de los fondos fue explicada fundamentalmente por la desvalorización de los títulos públicos argentinos y de las acciones de empresas locales. Agregan que el gobierno había gradualmente cerrado la opción que tenían las AFJP de invertir una parte de los fondos en activos del exterior. Además, los fondos de pensiones recuperaron las pérdidas ocasionadas por la crisis financiera en los años siguientes en todos los sistemas de capitalización individual de los países latinoamericanos.

La evidencia sugiere que la nacionalización fue utilizada más bien como una forma de obtener recursos adicionales para financiar moratorias generosas, que permitieron a personas acceder a pensiones sin haber cumplido con los aportes requeridos para hacerlo, y otros beneficios de seguridad social. Estas moratorias consumieron más de 15% del PIB entre 2006 y 2014.

Artana y Susmel argumentan también que la decisión de estatizar los fondos de jubilaciones y pensiones puede haber estado influida por su contribución a maquillar las cifras financieras del gobierno nacional, afectadas por una política fiscal más expansiva aplicada durante la crisis financiera de 2008-2009. Las cuentas del gobierno pasaron de un superávit de 2,2% del PIB en 2008 a un déficit de 0,4% del PIB en 2009 (los aportes a las AFJP eran aproximadamente 0,9% del

PIB). La reversión ayudó a mejorar la situación de corto plazo de las cuentas fiscales, pero no hubo una estimación actuarial del impacto de la reforma en el largo plazo. De acuerdo con Urbiztondo (2020), las proyecciones del déficit contributivo del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) son preocupantes, ya que se estima que, sin considerar los efectos del envejecimiento, el déficit contributivo del SIPA subirá de 2,7% del PIB en 2018 a entre 3,5%-4,1% en 2040.

Barr y Diamond (2016) concluyen también que la decisión de Argentina de abandonar el sistema de cuentas individuales y de transferir los flujos de cotizaciones y el stock de fondos al régimen de reparto, fue principalmente por razones fiscales.

Según Artana y Susmel, otras razones que explican la reversión fueron la posibilidad de manejar políticamente las inversiones de los fondos de pensiones y de nombrar directores en las principales empresas de la Argentina.

### **Los costos fiscales de la transición al sistema de capitalización se habían reducido significativamente**

En el periodo 1995-2007, es decir, en los años en que estuvo operando el sistema de capitalización individual, se generaron en Argentina importantes déficits fiscales. Sin embargo, no fue el costo fiscal de la transición hacia el sistema de capitalización individual el factor más importante que explicó los déficits generados en este periodo. De hecho, Artana y Susmel señalan que estimaciones del Banco Mundial atribuyeron a la reforma una fracción de dichos déficits, radicando el grueso de éstos en la reducción de las contribuciones patronales y en la absorción de doce cajas provinciales por razones ajenas a la reforma.

Además, en los años de funcionamiento del sistema de capitalización individual los déficits de transición se fueron reduciendo, liberando recursos que contribuyeron a financiar las moratorias y otros beneficios de seguridad social. En 1995 el déficit del sistema jubilatorio, sin recursos de rentas generales y moratorias, era de 1,6% del PIB, alcanzó un máximo de 2,8% del PIB en 2000-2001, disminuyó posteriormente hasta 0,8% en 2007, y a partir de 2008 se registró un superávit que ha fluctuado entre 0,3% y 0,9% del PIB.

### **Los efectos de la reversión**

La reversión no implicó una mejora de las jubilaciones pagadas por el régimen de reparto. Las cifras de tasas de reemplazo de la ANSES presentadas por Artana y Susmel, previas y posteriores a la reversión, muestran que las jubilaciones recibidas por los afiliados del régimen se redujeron. El promedio de estas tasas de reemplazo fue de 38% en los seis años anteriores a la reversión, bajando a 35% en los seis años posteriores.

Adicionalmente, de acuerdo con Urbiztondo (2020), las jubilaciones proyectadas en el sistema de capitalización individual en la época en que se hizo la reversión eran mayores a las que otorgaba el régimen de reparto, excepto para trabajadores con salarios fuertemente crecientes.

Por otra parte, el retorno al régimen de reparto tuvo un impacto negativo en la transparencia de la gestión de los recursos financieros del sistema jubilatorio. Con la reversión de 2008, los activos que eran gestionados por las AFJP, incluidos los ahorros voluntarios, se traspasaron al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).

Artana y Susmel y Urbiztondo (2020) señalan que la información disponible del FGS no permite determinar claramente la rentabilidad obtenida, principalmente porque la valorización de los activos no refleja los precios de mercado y la metodología de cálculo oficial de la rentabilidad incluye aportes y transferencias del Tesoro y no solo los resultados de las inversiones.

Una vez que se efectúan correcciones a las cifras de rentabilidad por inflación y aportes y transferencias del Tesoro, se aprecia que la reversión ha provocado un perjuicio en los retornos obtenidos por los fondos. De hecho, las correcciones que hace Urbiztondo (2013) a la información oficial, lo llevan a concluir que la rentabilidad real acumulada del FGS entre diciembre de 2008 y marzo de 2013 fue de 14%. El autor compara estas cifras con la rentabilidad real promedio de 25% obtenida por las administradoras de fondos de pensiones (AFP) de ocho países de América Latina en el mismo periodo. De estas cifras se desprende que la administración de la ANSES significó una menor rentabilidad acumulada de 11 puntos porcentuales.

Además, los resultados de rentabilidad anteriores no toman en cuenta el hecho que algunas inversiones del FGS no están valorizadas a precios de mercado. Según Urbiztondo (2020), los títulos públicos, que aumentaron en 8,2 puntos porcentuales su porcentaje de participación en las inversiones del FGS entre diciembre de 2008 e igual mes de 2019, tienen un valor de mercado inferior al contabilizado en el FGS. Por otra parte, la sobrevaluación de los proyectos productivos de infraestructura que se ha registrado desde 2009, se ha agravado con la inclusión de 13,5 puntos porcentuales de préstamos a provincias y sociales que están subsidiados y son de dudosa cobrabilidad.

La nacionalización de los fondos de jubilaciones y pensiones generó también un impacto significativo sobre el mercado bursátil en los años posteriores a la medida. En efecto, según Montenegro et al. (Asofondos<sup>34</sup>), la capitalización bursátil como proporción del PIB disminuyó de 20% en 2007 a 6% en 2012.

### **C. Otras supuestas reversiones**

Otros de los ejemplos de reversiones de los sistemas de capitalización individual que los críticos de este tipo de esquemas de pensión suelen utilizar incluyen: Bolivia, Ecuador, Nicaragua y Venezuela. A continuación, se revisan cada uno de estos casos y se concluye que en ninguno de ellos hubo una reversión.

Para el caso de Bolivia, se debe aclarar que hace casi 10 años, el 10 de diciembre de 2010, entró en vigor una nueva ley de reforma de las pensiones (Ley N° 065), la cual creó el Sistema Integrado de Pensiones (SIP). Con el SIP, las cuentas individuales se mantuvieron, es decir, no hubo una reversión desde el programa de capitalización hacia un sistema de reparto. Sin embargo, dichas cuentas serían administradas por una entidad estatal, la “Gestora Pública de la Seguridad Social de Largo Plazo”, en reemplazo de las administradoras de fondos de pensiones privadas. A pesar de ello, hasta la fecha la Gestora Pública aún no ha podido iniciar sus gestiones de administración. De acuerdo a Montenegro et al. (Asofondos<sup>37</sup>), se había extendido el plazo para que dicha Gestora comenzara su gestión en marzo de 2019, pero debido a dificultades de diversa índole este inicio ha

---

<sup>34</sup> Nota de Análisis N° 2.

debido aplazarse nuevamente hasta el año 2021. De modo que, hasta el momento, los ahorros de los trabajadores bolivianos continúan siendo gestionados por las dos AFP existentes, a la espera de que la Gestora inicie sus operaciones.

Si el objetivo de eliminar las AFP bolivianas y generar un monopolio estatal en la gestión de las cuentas individuales era mejorar las pensiones de los trabajadores, los resultados muestran que éste no ha sido el caso. Ello, puesto que en Bolivia durante casi una década las AFP han permanecido prácticamente maniatadas a la espera de que se definan sus condiciones de salida para dar paso a la Gestora Pública, naturalmente con pocos incentivos a maximizar las rentabilidades de sus inversiones. Es decir, en este tiempo se ha dejado que los ahorros de jubilación funcionen en “piloto automático”<sup>35</sup>, invertidos en instrumentos poco rentables, como los Depósitos a Plazo Fijo. A ello se ha sumado el hecho de que el gobierno ha forzado a que las AFP inviertan los fondos de pensiones en áreas muy poco rentables. Esta merma en la rentabilidad evidentemente tendrá repercusiones negativas para el nivel de las pensiones que el SIPA entregue a los trabajadores a futuro.

El segundo caso es el de Ecuador, en donde la Ley de Seguridad Social (LSS), expedida en 2001, contemplaba dar solución a los problemas estructurales del sistema de reparto y del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) mediante la creación de un sistema mixto que incorporaba la capitalización individual de los ahorros. Sin embargo, a los pocos meses, esta reforma no pudo ser implementada y la ley fue derogada. Es decir, nunca ha existido en Ecuador un sistema de capitalización individual. Actualmente, el sistema de reparto ecuatoriano presenta grandes dificultades financieras y se estima que ello se intensificará a futuro. De acuerdo a información pública, en el escenario más optimista, el IESS tendrá un déficit actuarial de USD 4.500 millones para el año 2058 si es que el Estado mantiene su elevado aporte de 40% a las pensiones y si las inversiones del IESS tienen un rendimiento promedio de 6,25%. Ello implica que para quienes hoy tienen 27 años, el sistema de reparto no les podrá entregar la pensión y beneficios prometidos dado que sus cifras estarán en déficit<sup>36</sup>. Por otra parte, hay informes que dan cuenta de graves problemas administrativos y presiones políticas en el Banco del IESS, el cual administra directamente los fondos de pensiones del sistema público de reparto<sup>37</sup>.

Finalmente, y siguiendo a Montenegro et al. (Asofondos<sup>38</sup>), Nicaragua y Venezuela en su momento realizaron grandes esfuerzos para la creación de un sistema de ahorro y capitalización. Sin embargo, después de diferentes estudios, leyes y acuerdos políticos, estas reformas no pudieron ser implementadas efectivamente, por lo que al igual que el caso de Ecuador, en estos dos países nunca ha existido un sistema de capitalización individual, por lo tanto, no puede haber existido una reversión de algo inexistente.

En Nicaragua, la situación actual del sistema público de reparto es bastante delicada. De acuerdo con Altamirano, et al. (2018), el sistema de pensiones de este país genera subsidios monetarios que crecen con los ingresos de las personas, lo que es una fuente de inequidad e insostenibilidad del sistema de reparto. Esto fue lo que llevó al gobierno a hacer ajustes financieros al Instituto de

---

<sup>35</sup> Fuente: <https://eju.tv/2020/07/las-afp-la-bomba-de-tiempo-que-la-covid-19-recargo/>

<sup>36</sup> Fuente: <https://www.eluniverso.com/opinion/2020/06/19/nota/7876740/corrupcion-despilfarro-ies>

<sup>37</sup> Fuente: <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/07/02/nota/7892394/diagnostico-perturbador-sobre-biess-aun-solucion>

<sup>38</sup> Nota de Análisis N° 2.

Seguridad Social (INSS), decretando medidas que modificaron las cotizaciones y el monto de las pensiones.

En tanto, en Venezuela la crisis económica y política del país ha impactado fuertemente las pensiones. Altamirano, et al. (2018) muestran que las tasas de reemplazo, en el mejor de los casos, no superan el 30% y en su mayoría no reciben subsidios en el sistema de reparto, sino que terminan asumiendo un impuesto implícito, probablemente relacionado con la pérdida continua de valor de las pensiones por la vía de una altísima inflación.

De lo expuesto, queda en evidencia que en Ecuador, Venezuela y Nicaragua nunca se implementaron sistemas de capitalización individual, por lo que no había nada que revertir, mientras que en Bolivia la capitalización individual no ha sido revertida, sino que sólo se intenta que la administración pase de manos privadas a públicas. Además, en ningún caso estos países son tomados como ejemplo de reformas exitosas en materia económica, y menos en materia pensional.

## IV. Consecuencias negativas de una reversión de las reformas que crearon los sistemas de capitalización individual

### A. Comentarios generales

Para analizar las consecuencias que tendría una eventual reversión de las reformas que crearon los sistemas de capitalización individual en América Latina, se han distinguido tres características estructurales del funcionamiento de los sistemas de pensiones que podrían ser revertidas y que se analizan por separado en las secciones siguientes.

- Terminar con los derechos de propiedad individual, pasando a propiedad colectiva de los fondos;
- Traspasar la responsabilidad de administrar los programas contributivos de pensiones desde administradoras de fondos de pensiones que operan en un ambiente competitivo, la mayoría privadas, a una sola administradora del sector público;
- Reemplazar las contribuciones definidas y pensiones que dependen de los saldos acumulados en las cuentas individuales, a beneficios definidos.

En el fondo las propuestas que plantean sistemas de pensiones con ahorros acumulados colectivos, administrados por una entidad pública centralizada y beneficios definidos, proponen traspasar el poder desde las personas que son afiliadas del sistema a los políticos que están en el gobierno y el poder legislativo. Los afiliados pierden sus derechos de propiedad, de modo que ya no disponen de sus ahorros para financiar sus propias pensiones, dejar herencia en caso de que no existan beneficiarios de pensiones de sobrevivencia o retirarlos. Tampoco pueden elegir quien les administra sus ahorros, porque opera solo una sola entidad pública. Son los poderes ejecutivo y legislativo los que deciden, a través de las leyes y normas complementarias, el destino de los fondos colectivos acumulados, los beneficios que se entregarán y la forma en que se distribuirán al interior de una generación o entre generaciones. También establecen los procesos para designar a las principales autoridades de la entidad pública encargada de la administración del sistema.

Dada la gran cantidad de personas involucradas y el alto volumen de fondos que se acumulan en la primera etapa de los sistemas, se concentra un enorme poder en quienes están en el gobierno y en el cuerpo legislativo, el cual antes estaba disperso o atomizado en los afiliados y sus decisiones individuales.

Esta concentración de poder es peligrosa, porque existe el riesgo de que los ahorros o parte de ellos no sean utilizados para otorgar las mejores pensiones a los afiliados en el largo plazo, y que se desvíen recursos a otros fines o en beneficio de grupos que tienen mayor capacidad de presión. Las experiencias de los sistemas de pensiones de América Latina que presentamos en los capítulos anteriores, son evidencia contundente de que este riesgo no es menor.

## **B. Perjuicios por reformas a aspectos críticos de los programas de pensiones contributivos**

### **i. Consecuencias de la colectivización de la propiedad de los fondos**

La propiedad colectiva de los fondos expone los recursos previsionales al peligro de que sean destinados a propósitos ajenos a los objetivos del sistema de pensiones. En América Latina existe una amplia evidencia de que este tipo de prácticas han ocurrido en distintos países y realidades, de manera que implican un riesgo elevado. De hecho, los sistemas de pensiones partieron siendo de capitalización colectiva, pero en el tiempo se gastaron parcial o totalmente los fondos acumulados, derivando en sistemas que funcionan sobre la base del reparto o con reservas insuficientes para afrontar sus compromisos a largo plazo, y que están financieramente quebrados si no cuentan con la ayuda de transferencias del presupuesto público.

Un ejemplo de lo mencionado es el caso del antiguo sistema de reparto de México creado en 1973. Los recursos de las cotizaciones fueron destinados inicialmente a un fondo e invertidos. Sin embargo, las autoridades cayeron pronto en la tentación de utilizar estos recursos para otros fines, tales como la construcción de hospitales, escuelas, parques deportivos y centros recreativos, creación de infraestructura básica como alcantarillado, alumbrado público, caminos y puentes, sin resguardar la debida rentabilidad de los ahorros previsionales. De esta manera, se distrajeron los recursos captados para financiar las pensiones de los trabajadores para cumplir objetivos ajenos al sistema de pensiones. Según la CONSAR (Apuntes sobre el SAR N° 4), “es posible que algunos de estos recursos se hayan ido por el caño de la corrupción”. La institución agrega que, en la actualidad, los fondos de pensiones en casi todos los estados y municipios, empresas productivas federales o subnacionales y las universidades públicas del país, están técnicamente quebrados, y que la principal razón es que los ahorros de los afiliados a estos sistemas no se destinaron para los fines para los que fueron captados.

En Perú, cuando el IPSS administraba el sistema de pensiones no existió una separación en la administración de los recursos, lo que facilitó que los fondos de pensiones fueran destinados al financiamiento de las operaciones de salud, comprometiendo la capacidad de afrontar las obligaciones de largo plazo en el sistema de pensiones (FIAP, 2020c).

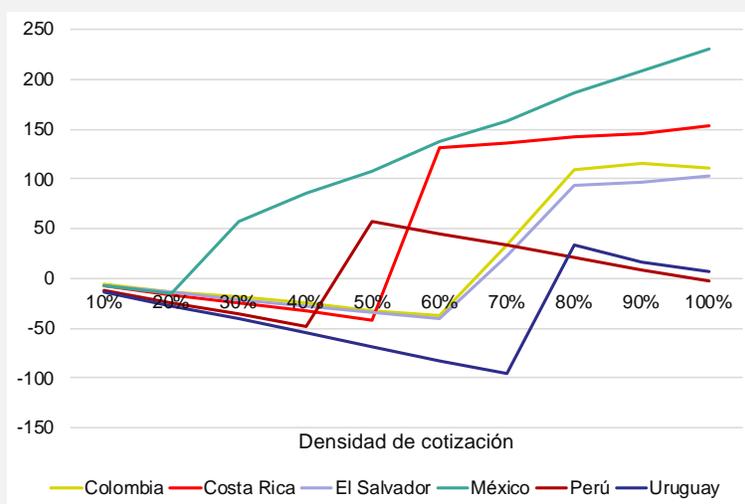
Aún cuando los fondos colectivos existentes se utilicen para el financiamiento de las pensiones, existe un mayor riesgo en esquemas de administración pública de que las estructuras de inversión sean influenciadas por presiones políticas, destinando recursos a inversiones subóptimas o derechamente perjudiciales para la obtención de una adecuada rentabilidad/seguridad de los fondos de pensiones. Por ejemplo, según Urbiztondo (2020) el Fondo de Garantía de Sustentabilidad en el sistema de reparto de Argentina se ha invertido en préstamos a provincias y sociales que están subsidiados y son de dudosa cobrabilidad. Esto ha perjudicado la rentabilidad y seguridad del Fondo. En el caso del IPSS de Perú, se utilizó los fondos para financiar coberturas de salud y préstamos para el desarrollo de proyectos públicos sin un rendimiento adecuado asociado.

La propiedad colectiva de los fondos y la abundante acumulación de recursos cuando existen todavía pocos pensionados y muchos cotizantes, genera también incentivos para otorgar beneficios por encima de lo que es actuarialmente razonable o de lo que es financieramente sostenible a largo plazo. Como consecuencia de ello, se generan importantes transferencias

intergeneracionales, en favor de las primeras generaciones (abuelos), pero en perjuicio de las futuras generaciones (hijos, nietos y bisnietos). Por supuesto, esto tiene amplios dividendos políticos, pero enormes perjuicios para los sistemas de pensiones. Según cálculos de Altamirano et al. (BID, 2018), en dieciocho de un total de veintitrés países con sistemas de pensiones de beneficio definido en América Latina, en los cuales no existe propiedad individual de los ahorros, se otorgan beneficios por encima de lo actuarialmente posible, entregando subsidios que pueden superar el millón de dólares para personas con 100% de densidad de cotización.

Más grave aún, la experiencia muestra que la inexistencia de propiedad individual perjudica a los trabajadores de menores ingresos y más vulnerables, y favorece la acción de sectores que tienen mayor poder de negociación y que presionan para lograr mejores beneficios sin realizar los correspondientes aportes, generando inequidad y desincentivos a la cotización. La evidencia presentada por Altamirano et al. (BID, 2018) da respaldo empírico a esta afirmación, pues muestra que en la mayoría de los sistemas de beneficio definido de América Latina y el Caribe, sin propiedad individual de los fondos, los grupos más perjudicados son aquellos que tienen una densidad baja o media de cotización, que corresponden en su gran mayoría a personas de ingresos medios y bajos, mujeres y grupos vulnerables que no tienen capacidad de presión. A estos trabajadores se les cobra un impuesto o se les entrega un subsidio negativo, mientras que, en general, los afiliados con mayor densidad de cotización, usualmente de mayores ingresos, reciben subsidios que pueden llegar a ser significativos (Gráfico IV.B.1).

**Gráfico IV.B.1: Subsidios/impuestos monetarios implícitos según densidad de cotización en programas de pensiones de beneficio definido (salario medio, miles de USD PPP 2014)**



Fuente: Altamirano, BID (2018).

Lo sucedido en Argentina entre 2005 y 2008 es otro caso evidente en que se concedieron pensiones a personas que no cumplían los requisitos para recibirlas, a cuyo financiamiento contribuyó la nacionalización de los fondos de pensiones y el desvío de cotizaciones hacia el sistema de reparto, como consecuencia de la reversión de la reforma de 1994 que creó el sistema de capitalización individual.

Otro riesgo que enfrentan los afiliados del sistema con la propiedad colectiva, es la pérdida de los ahorros en caso de no cumplir con las condiciones exigidas para recibir pensiones o de sufrir ciertas contingencias. Es precisamente lo que ha ocurrido en el Sistema Nacional de Pensiones de Perú, cuando los afiliados a la ONP no alcanzan a cumplir con los 20 años de cotizaciones exigidas y pierden totalmente los ahorros realizados durante su vida de trabajo. También les ocurre lo mismo en caso de fallecimiento e inexistencia de beneficiarios de pensiones de sobrevivencia, ya que no existe herencia, porque la propiedad no es individual. Actualmente, a propósito del COVID-19 y de los retiros de ahorros efectuados en el sistema de capitalización individual, se está tramitando un proyecto de ley en el Congreso peruano que podría mejorar la situación de estos afiliados. En el Régimen de Prima Media de Colombia ocurre algo similar, aunque en este caso por lo menos reciben los aportes realizados, pero sin rentabilidad.

Adicionalmente, la propiedad colectiva de los fondos de pensiones no permite que los afiliados puedan optar por estructuras de inversión diferentes en función de sus características y preferencias personales, o que éstos sean asignados en función de criterios, como la edad, a diferentes fondos, con el objetivo de reducir los riesgos. También dificulta la competencia entre distintas administradoras, porque el traspaso entre ellas se hace más complejo al no existir fondos individuales, sino solo derechos de pensión.

El conjunto de estos riesgos y limitaciones aumenta la inseguridad de los afiliados respecto a los beneficios que recibirán, y limita sus opciones para enfrentar las brechas que puedan producirse, por ejemplo, realizando ahorros previsionales voluntarios.

Finalmente, es importante tomar en cuenta que se acumula evidencia respecto a una mayor conciencia y valoración de la propiedad individual de los ahorros por parte de los afiliados de los sistemas de capitalización. Una encuesta realizada por CADEM (octubre, 2019) en Chile muestra que el porcentaje de personas que están de acuerdo con que el aumento de las cotizaciones pagadas por el empleador vaya en su totalidad a la cuenta personal del trabajador, subió de 52% en septiembre de 2016 a 76% en octubre de 2019. Por otra parte, la CONSAR en México (Apuntes sobre el SAR N° 4, 2020) señaló que las propuestas de una administración pública de los fondos de pensiones generaron una reacción inmediata y cuantitativamente importante en medios y redes sociales. Adicionalmente, comentó que muchos mexicanos han dejado claro su descontento con este tipo de planteamientos, y que la razón es que un alto porcentaje de los afiliados del SAR están conscientes de que los saldos de sus cuentas individuales son de su propiedad y que son recursos privados. En Perú una encuesta realizada por IPSOS en junio de 2020, a propósito de la creación de una comisión en el Congreso para proponer una reforma al sistema de pensiones, concluyó que un 83% de la población quiere ser dueño de su fondo, es decir, continuar con el sistema de capitalización individual y solo un 14% señaló que los aportes deben ir a una gran bolsa común.

La propiedad individual de los fondos y su valoración por parte de los afiliados no solo tiene implicancias en el sistema de pensiones, sino que también en los mercados laborales, la productividad de los trabajadores, los salarios y el empleo (ver la sección III.I). De ahí la importancia de estos antecedentes que están mostrando un mayor interés por los ahorros en las cuentas individuales, pues ello incentiva la participación y cotización al sistema de pensiones.

Las autorizaciones de retiro de los ahorros previsionales obligatorios materializadas en el sistema de pensiones de Perú en los últimos años y las propuestas de retiro presentadas en varios países de la región, muestran que los derechos de propiedad individual no garantizan que los ahorros en

las cuentas individuales no sean destinados a propósitos ajenos al sistema de pensiones, como la compra de viviendas o para enfrentar emergencias. Sin embargo, sí garantizan que los ahorros serán utilizados para financiar los beneficios de sus legítimos propietarios y sus familias, y que las medidas implementadas serán tramitadas y discutidas públicamente. En todo caso, a partir de estas experiencias se deberá revisar las constituciones y legislaciones para resguardar que el futuro los fondos sean utilizados para los objetivos que llevaron a su creación, y que existan otros instrumentos especialmente diseñados para atender o enfrentar otras necesidades o contingencias.

## **ii. Administración pública centralizada vs. privada competitiva**

A lo largo del presente informe se han documentado las diversas ventajas que posee la administración privada y competitiva de los fondos de pensiones por sobre una administración pública centralizada. Sin embargo, resulta importante repasar algunas de ellas.

Primero, bajo una administración privada competitiva existen diferentes empresas que brindan el servicio tanto de administración de las cuentas de los trabajadores, como de inversión adecuada de sus fondos, apegados a la normativa legal vigente en cada país. De este modo, los trabajadores y pensionados cuentan con la opción de elegir la institución que se ajuste a sus preferencias, de acuerdo con los servicios (y costos) de cada una de ellas. Por el contrario, bajo una administración pública centralizada, una entidad gubernamental asume estas labores, operando como un monopolio. Ello implica que los trabajadores y pensionados pierden su libertad de elección. En la literatura económica están bien documentados los perjuicios en el bienestar de los consumidores que implican los monopolios<sup>39</sup>, debido a la falta de incentivos para ofrecer servicios de calidad y porque son capaces de fijar precios (por encima del precio que existiría en competencia).

Segundo, las administradoras privadas de fondos de pensiones son intensamente reguladas y supervisadas por el Estado. El Cuadro IV.B.1 muestra las entidades supervisoras de las administradoras de fondos de pensiones de América Latina. Dichas entidades pueden ser especializadas en pensiones (como en Chile, Costa Rica, México y República Dominicana), así como unificadas en superintendencias que regulan a todo sistema financiero (como en Colombia, El Salvador y Perú) u otras entidades (como en Bolivia, Honduras y Panamá). Sólo en el caso de Uruguay la función supervisora está a cargo del Banco Central. No obstante, bajo una administración pública centralizada el Estado asume roles tanto de administrador como de regulador y fiscalizador; dicho en términos llanos, el Estado es “juez y parte”. Ello claramente pone en riesgo la objetividad de la labor de supervisión y control que se debe ejercer de la entidad pública administradora.

Tercero, las decisiones de inversión bajo la administración privada competitiva deben apegarse a la normativa de inversiones que el regulador imponga. Ello implica el cumplimiento de límites de inversión tanto por clases de activo, como por emisores (en México, además, existen límites por riesgo de la cartera). Asimismo, está estrictamente limitada la inversión en activos de empresas relacionadas con la administradora privada. Bajo una administración pública monopólica, existe el

---

<sup>39</sup> Tras la publicación del estudio seminal de Harberger (1954), quien estimó que la pérdida de bienestar de la existencia de un monopolio en Estados Unidos era entre 0,1 y 1% del PIB, diversas investigaciones han documentado que la presencia de monopolios implica una pérdida de bienestar para los consumidores. Por ejemplo, Schwartzman (1960), Worcester (1973) y Keith y Muller (1978), más recientemente, Seim y Waldfogel (2013).

riesgo de conflictos de interés en la gestión de las inversiones, que puede favorecer, por ejemplo, la inversión en deuda del gobierno, convirtiéndose los ahorros previsionales en la “caja chica” del gobierno de turno. El control de las inversiones de un ente estatal es más difícil por la mezcla de roles del Estado, comentada en el punto anterior.

**Cuadro IV.B.1**  
**América Latina: Estructura de supervisión de las Administradoras de Fondos de Pensiones,**  
**diciembre 2019**

	<u>Especializada</u>	<u>Unificada</u>		
		Banco Central	Superintendencia	Otra Entidad
Bolivia				APS
Chile	Superintendencia de Pensiones			
Colombia			Superintendencia Financiera	
Costa Rica	Superintendencia de Pensiones			
El Salvador			Superintendencia del Sistema Financiero	
Honduras				CNBS
México	CONSAR			
Panamá				CONAVAL
Perú			SBS	
Rep. Dominicana	Superintendencia de Pensiones			
Uruguay		Banco Central del Uruguay		

APS: Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros

CNBS: Comisión Nacional de Bancos y Seguros

CONSAR: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

CONAVAL: Comisión Nacional de Valores

SBS: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

Fuente: FIAP.

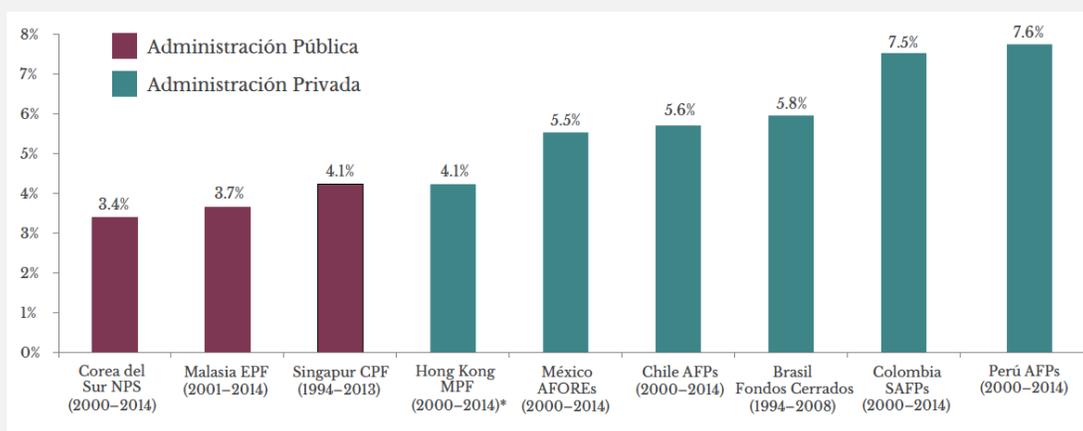
Cuarto, las administradoras privadas de fondos de pensiones ofrecen total transparencia a sus afiliados en cuanto a los montos ahorrados en sus cuentas individuales, rentabilidad y costos de administración. En todos los países de América Latina en que operan administradoras privadas de fondos de pensiones, éstas deben enviar con cierta frecuencia un estado de cuenta detallado a sus afiliados<sup>40</sup>. Además, deben reportar en detalle al supervisor las inversiones que realizan, así como las comisiones de intermediación que pagan. La evidencia internacional da cuenta que cuando existe una administración pública centralizada hay una mayor opacidad en el funcionamiento del sistema y en los resultados obtenidos en la administración. Por ejemplo, con respecto a la administración del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de Argentina, Urbiztondo (2020) da cuenta que la información provista por la ANSES es muy escasa, entrega valores agregados por

<sup>40</sup> Para mayores detalles ver sección II.F y también los Estudios sobre regulaciones comparadas de FIAP (2020), Cuadro 10.1. Disponible online: [https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/Cuadro-10.1\\_Dic.-2019.pdf](https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/Cuadro-10.1_Dic.-2019.pdf).

rubros, sin proveer información de la valorización de las posiciones dentro de cada uno de ellos. En Perú, cuando el sistema público de pensiones era administrado por el IPSS, se presentaron una serie de deficiencias a nivel de gestión de personal y de malas prácticas en la contratación de recursos humanos, como contrataciones excesivas, en las que el personal pasó de 20 mil en 1980 a 31 mil en 1985 y a más de 41 mil en 1989. También hubo aumentos indiscriminados de sueldos. Según Vega-Centeno & Remenyi (1996), todo esto impactó en el gasto del IPSS, generándose un aumento exponencial en el rubro de planillas, que subió del 25% del gasto total en 1980 al 34% en 1989.

Finalmente, como muestra Jackson et al., existe amplia evidencia de que los retornos de largo plazo obtenidos por las inversiones realizadas por el sector privado casi siempre son mayores que las logradas por la administración pública (Gráfico IV.B.2).

**Gráfico IV.B.2: Promedio anual de la tasa de retorno real de los activos administrados en diferentes periodos desde 1994 hasta 2014**



Estimación basada en la información estadística de la tasa de retorno nominal.

Fuente: Jackson et al., 2015.

### iii. Beneficios definidos

La definición ex ante de beneficios de largo plazo, como son las pensiones, tiene riesgos importantes. En primer lugar, existe el riesgo de que los recursos necesarios para otorgar los beneficios cuando los trabajadores se retiran varíen en el tiempo dependiendo de la evolución de las tasas de interés, de las expectativas de vida y de las variables que se toman en cuenta para calcular dichos beneficios (típicamente un promedio de las remuneraciones de un cierto periodo de cotización y el número de años de aportes).

En un entorno competitivo este riesgo se traduce en la necesidad de que las compañías que otorgan los beneficios comprometan altos montos de capital, que sean suficientes para cubrir los beneficios y para asegurar su pago a largo plazo. Esto, a su vez, lleva a la exigencia de mayores retornos que compensen los riesgos asociados, coloca barreras de entrada a la industria de pensiones y limita la competencia.

Bajo un contexto de programas de administración pública o de programas financiados por las empresas, son el Estado o los empleadores los garantes de los beneficios y quienes deberán financiar los desequilibrios financieros que se produzcan como consecuencia de una evolución inesperada de las variables clave que determinan el financiamiento requerido para pagar dichos beneficios. Esto implica que las pensiones que finalmente se otorguen a los afiliados de distintas generaciones son altamente dependientes de la situación financiera y de solvencia de los programas y de sus garantes, es decir, el Estado o los empleadores. Existe, por lo tanto, un alto riesgo de que los beneficios y sus condiciones sean alterados en caso de una evolución desfavorable de las tasas de interés y de las tendencias demográficas, tal como ha ocurrido en muchos sistemas de beneficios definidos alrededor del mundo. De hecho, en el sistema de pensiones mejor calificado internacionalmente, de Holanda, se ha llegado a un acuerdo para transitar desde fondos colectivos con beneficios definidos a sistemas de cuentas personales, en que las pensiones dependan de los ahorros realizados y de las rentabilidades obtenidas.

Adicionalmente, la experiencia muestra que, en los sistemas de pensiones bajo administración y garantía pública, beneficios definidos y fondos colectivos, existe también el riesgo de que por presiones de grupos de interés se modifiquen las fórmulas para determinar los beneficios, desconectándolos de los aportes que realizan los trabajadores a lo largo de su vida activa. Derivado de lo anterior, está el riesgo de que se produzcan inequidades en perjuicio de trabajadores que tienen menor poder de presión.

Esta desconexión tiene efectos negativos significativos. El Banco Central de Chile (BCCH, 2017) señala que la desconexión entre beneficios y cotizaciones “genera incentivos para corromper el sistema, eludiendo cotizaciones y falsificando derechos a los beneficios”. La entidad agrega que una posible solución a este problema es establecer *ex ante* una regla que limite los beneficios. Sin embargo, advierte que no se debe soslayar el hecho de que *ex post* aparezcan fuertes incentivos para violar la regla. En efecto, según el Banco Central, existe evidencia de que surgen presiones políticas si los sistemas no pueden entregar los beneficios comprometidos. Dado lo anterior, la fijación de una regla comúnmente no es suficiente para garantizar la sostenibilidad del sistema. Este riesgo es mayor cuando el Estado es el que entrega (o garantiza) pensiones, como en la mayoría de los sistemas de reparto, ya que es más fácil obtener recursos *ex post* para aumentar el monto de los beneficios.

En la práctica, la presión por mejores beneficios los hace insostenibles a medida que aumentan los pensionados, pues se generan severas crisis financieras y de solvencia, que se han enfrentado traspasando los costos a los afiliados a través de cambios en las condiciones de cotización y de acceso a los beneficios. Son múltiples los países con esquemas de reparto y beneficios definidos que han debido ajustar las tasas de cotización, las edades de pensión o los montos y condiciones de recepción de beneficios. Tómese el ejemplo de España, que en 2016 gastaba nada menos que un 12% del PIB en pensiones para pagar tasas de reemplazo promedio de 79%, pero los desequilibrios financieros generarán una abrupta caída en los beneficios, esperándose que en 2060 la tasa de reemplazo baje a 46%. Esta situación se repite, con distintas magnitudes, en la gran mayoría de los sistemas de pensión pública de Europa. Esto muestra que la promesa de beneficios definidos es una mera ilusión, y que un trabajador joven que se incorpora a este tipo de sistema va a tener un beneficio distinto al prometido, enfrentando una alta incertidumbre.

Este riesgo de reducción de los beneficios en esquemas de reparto crecerá sostenidamente a medida que las poblaciones cubiertas por los sistemas vayan envejeciendo y los costos de pagar

los beneficios prometidos aumentan. Además, a diferencia de los riesgos de mercado, no existen estrategias probadas para minimizar el riesgo político de que se realicen estos ajustes. Cuando no existen derechos de propiedad individual, los beneficios son contingentes al cumplimiento de un contrato social que puede ser modificado en cualquier momento (Jackson et al., 2015).

En relación con las inequidades, hay amplia evidencia práctica de este problema en distintos sistemas de reparto, como los de Colombia y Perú. La definición de los beneficios en el sistema de reparto peruano perjudica a los trabajadores de menores ingresos, mujeres y personas vulnerables, porque éstos en general no son capaces de cumplir con la regla que exige un mínimo de 20 años de cotizaciones para tener derecho a pensión. Adicionalmente, la fórmula para determinar los beneficios contiene importantes diferencias según generación, perjudicando a las más jóvenes. Por ejemplo, el salario de referencia para el cálculo de las pensiones entre 20 y 25 años de cotización es el ingreso promedio de los últimos cinco años; entre 25 y 30 años, es el ingreso promedio de los últimos cuatro años; y para más de 30 años de cotización, es el ingreso promedio de los últimos tres años (BID, 2019). Además, este tipo de fórmulas incentiva la subdeclaración de salarios durante gran parte de la vida activa y la sobredeclaración en los periodos que se toman en cuenta para el cálculo de los beneficios.

### **Cuentas nocionales**

En varios países (por ejemplo, Polonia y Suecia) se han implementado las cuentas individuales “nocionales” en los sistemas de pensiones contributivos obligatorios. Estas cuentas no acumulan fondos de propiedad de cada trabajador, sino solo derechos de pensión. En ellas se registran los distintos aportes que realizan los trabajadores y empleadores a lo largo de la vida activa, los cuales se capitalizan a una rentabilidad nocional. A su vez, los beneficios de pensión se determinan en función de los saldos nocionales acumulados en las cuentas individuales, considerando las tendencias demográficas y de las tasas de interés.

Por ejemplo, en el caso de Suecia, la rentabilidad nocional de las cuentas individuales es la tasa de variación del salario medio cubierto, corregida con un mecanismo estabilizador automático para mantener el plan en equilibrio financiero. Al jubilar los afiliados perciben una renta vitalicia anual calculada en base al saldo de la cuenta individual nocional y a las expectativas de vida (Palmer, 2004).

La implementación de cuentas nocionales es un avance significativo respecto a los sistemas de beneficios definidos, pues conectan más estrechamente las pensiones recibidas con los aportes realizados y ajustan los beneficios en base a las tendencias laborales, demográficas y/o financieras. De esta manera, se reduce el impacto de cambios significativos en estas variables sobre la situación financiera del sistema, porque son consideradas en el cálculo de los beneficios. Muchos otros países de Europa han avanzado en esta misma dirección, pero a través de la extensión de los periodos de cotización que se consideran para la definición de los beneficios.

Sin embargo, las cuentas nocionales no son inmunes a presiones políticas o de grupos de interés para definir y modificar las variables utilizadas para la capitalización nocional y/o para la determinar los beneficios al jubilar. Esto, sumado a las diferencias que se producirán entre las rentabilidades nocionales y efectivas de las inversiones, pone en riesgo la sostenibilidad del sistema a largo plazo, lo que obligaría a transitar hacia menores tasas de interés nocionales. Además, la inexistencia de propiedad individual y la administración pública del sistema originan los

problemas analizados en las secciones anteriores, y hacer perder todos los beneficios del ahorro tangible acumulado en las cuentas individuales.

## Referencias bibliográficas

1. Acuña, Rodrigo. Junio, 2015. "El sistema mixto de pensiones en Uruguay: deficiencias e ineficiencias en su funcionamiento". Presentación a la Asociación de AFP de Chile.
2. Acuña, Rodrigo. Octubre, 2015. "El Aporte del Sistema de Capitalización Individual en Chile", en el libro "Pensiones: Propuestas para el Futuro". Publicación de Libertad y Desarrollo.
3. Alonso, J., Bjeletic, J., Herrera, C., Hormazabal, S., Ordóñez, I., Romero, C., Tuesta, D. y Ugarte, A. "Proyecciones del impacto de los Fondos de Pensiones en la Inversión en Infraestructura y el Crecimiento en Latinoamérica". Economic Research Department N° 0921, Working Papers. BBVA.
4. Altamirano, A., Berstein, S., Bosch, M., García-Huitrón, M. y Oliveri, M.L. Noviembre, 2018. "Presente y futuro de las pensiones en América Latina y el Caribe". Banco Interamericano de Desarrollo.
5. Altamirano, A., Berstein, S., Bosch, M., Caballero, G., García-Huitrón, M., Keller, L. y Silva-Porto, M. Octubre, 2019. "Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma". División de Mercados Laborales. Nota Técnica N° IDB-TN-1776. Banco Interamericano de Desarrollo.
6. Arellano, José Pablo. (1988). "Políticas Sociales y Desarrollo: Chile 1924-1984". Capítulo II, La Seguridad Social en un Régimen de Reparto: Chile 1924-1980. CIEPLAN.
7. Asociación de AFP de Chile. Enero, 2006. "Fondos de Pensiones han financiado los 14 principales proyectos de infraestructura vial y de transporte". Serie de Estudios Asociación de AFP N° 54.
8. Asociación de AFP de Chile. Octubre, 2014. Boletín Multifondos N° 45.
9. Asociación de AFP de Perú. Diciembre, 2017. "Inversiones de las AFP en Infraestructura". Serie: Desarrollos Recientes del SPP N° 1.
10. Baksa, D., And, Z. M., & Nerlich, C. (2020). "How costly are pension reform reversals?" ECB Research Bulletin, 68, 1–4.
11. Banco Central de Chile. Enero, 2017. "Evaluación de impactos macroeconómicos de largo plazo de modificaciones al sistema de pensiones".
12. Banco Central de Chile. Octubre, 2018. "Encuesta Financiera de Hogares 2017: Principales Resultados".
13. Banco Interamericano de Desarrollo (2012). "Perú frente al reto de incrementar la cobertura de la Seguridad Social". Presentación elaborada por la Unidad de Mercados Laborales y Seguridad Social.
14. Banco Interamericano de Desarrollo (2016). "Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y El Caribe puede ahorrar más y mejor". Desarrollo para las Américas.
15. Barr, Nicholas and Diamond, Peter (2016). "Reforming pensions in Chile". Social Policy No 1 ENG/2016.
16. Beblavý, M. (2011). "Why has the crisis been bad for private pensions, but good for the flat tax? The sustainability of 'neoliberal' reforms in the new EU member states". CEPS Working Document.
17. Berstein, Solange & Rómulo Chumacero (2006). "Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds". *Fiscal Studies*, 27 (1): 99-123.
18. Berstein, Solange & Rómulo Chumacero (2012). "VaR limits for pension funds: an evaluation", *Quantitative Finance*, 12 (9): 1315-1324.

19. Bielawska, K., Chłoń-Domińczak, A., & Stańko, D. (2018). "Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: causes and effects". Paper Presented at 2018 ASSA Meeting in Philadelphia.
20. CADEM. Octubre, 2019. Encuesta Plaza Pública, Estudio N° 299. Primera semana de octubre.
21. Cardona, J. (2015). "Diagnóstico y retos del sistema pensional y protección en la vejez". Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
22. Casey, B. H. (2014). From pension funds to piggy banks: (Perverse) Consequences of the stability and Growth pact since the crisis. *International Social Security Review*, 67(1), 27–48.
23. Castiñeira, Ramiro (2017). "El gasto público en seguridad social". Consultora Econométrica.
24. Cattaneo, Rodrigo. Septiembre 2011. "Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿un nuevo paso hacia la financiación de la ciudad? Vol 37, N° 112. *Eure*.
25. Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales, CLAPES UC (2018). "Pensiones: del Descontento a las Soluciones". Editor: Salvador Valdés Prieto.
26. Chłoń-Domińczak, A. (2020). "Experiences of the reversals of the reforms that created the fully-funded pension systems in Central and Eastern Europe: Some lessons to be learnt". *Manuscript*.
27. Comisión Europea (2018). *The 2018 Ageing Report*.
28. Comisión Económica para América Latina y el Caribe – CEPAL (2018). *Panorama Social de América Latina 2017*.
29. CONSAR. "Dimes y Diretes sobre las Pensiones en México". Apuntes sobre el SAR N° 4.
30. CONSAR. Junio, 2020. "El Sistema de Ahorro para el Retiro a 23 años de su creación". *Boletín de Prensa*.
31. Corbo, V. y Schmidt-Hebbel K. Septiembre, 2003. "Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile"
32. Cortázar, René (2003). "Interacciones entre el Sistema de Pensiones y el Sistema Político". En FIAP (2003) (Ed.). *Resultados y Desafíos de las Reformas a las Pensiones*.
33. Edwards, S. (2010). "Crisis y Pensiones: Lecciones del Colapso Financiero Global", en FIAP (ed.), *Desarrollando el Potencial de los Sistemas de Capitalización* (pág. 25-40), Santiago: Chile.
34. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (2016). "Experiencia Chilena demuestra necesidad de crear una Instancia Técnica que actualice los Parámetros del Sistema de Pensiones", *Notas de Pensiones No. 9*. Disponible online: [www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/Nota-de-PensionesNo.9\\_vf.17.10.2016.pdf](http://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/Nota-de-PensionesNo.9_vf.17.10.2016.pdf)
35. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (2020a). *Reformas Paramétricas en los Programas de Pensiones Públicos de Reparto: 1995 – Junio 2020*. Disponible online: <https://www.fiapinternacional.org/publicaciones/reformas-parametricas-en-los-programas-publicos-de-reparto/>
36. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (2020b). "Carteras de Inversión de los Fondos de Pensiones Latinoamericanos".
37. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. (2020c). "La destrucción del sistema privado de pensiones en Perú".
38. Freudenberg, Christoph y Frederik Toscani (2019), "Informality and the Challenge of Pension Adequacy: Outlook and Reform Options for Peru", Documento de Trabajo WP/19/149, Fondo Monetario Internacional.

39. Fundación Inverco (2017). "Sistemas de pensiones, seguridad social y sistemas complementarios: medidas para impulsar los planes de pensiones". Disponible online: [www.inverco.es/archivosdb/medidas-para-impulsar-los-planes-de-pensiones.pdf](http://www.inverco.es/archivosdb/medidas-para-impulsar-los-planes-de-pensiones.pdf)
40. Granados, P., Quezada, C. y Quintanilla, X. (2018). "Determinantes del Nivel de Pensión", Documento de Trabajo No. 59. Serie de Documentos de Trabajo. Superintendencia de Pensiones de Chile.
41. Harberger, Arnold C. (1954). "Monopoly and Resource Allocation". *American Economic Review*, 44 (2): 77-87.
42. Holzmann, R., Palacios, R. and Zviniene, A. (2004). "Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective", *Social Protection Discussion Paper Series* No. 0403, World Bank.
43. Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey. Campus Ciudad de México. Marzo, 2014. "Impacto macroeconómico de la reforma pensionaria en México".
44. International Monetary Fund. July, 2019. "Informality and the Challenge of Pension Adequacy: Outlook and Reform Options for Peru. IMF Working Paper.
45. Jackson, Richard y Nakashima, Keisuke (2015). "El Envejecimiento Global y la Seguridad Previsional en las Economías Emergentes. Reconsiderando el Rol de los Sistemas de Capitalización". Global Aging Institute.
46. Keith, Dennis y Mueller, C. (1978). "The Social Costs of Monopoly Power", *The Economic Journal*, 88 (352): 727-748.
47. Lasso, F. (2006). "Incidencias del gasto público social sobre la distribución del ingreso y la reducción de la pobreza", MERPD, DNP.
48. López, Fernando y Walker, Eduardo (2020), "Investment performance, regulation and incentives: The case of Chilean pension funds". *Journal of Pension Economics & Finance*, 1-26.
49. Montenegro, S., Llano, J., Fajury, K. y García M.C. (2017). "La inviabilidad de los regímenes de pensiones de reparto en países que aún gozan del dividendo poblacional: el caso de Colombia," Documentos CEDE 015730, Universidad de los Andes - CEDE.
50. Montenegro, S., Llano, J., Cáceres, J.M. y Fajury, K. Abril de 2019. "Transición demográfica, Tasas de retorno y Tasas de Reemplazo de sistemas de pensiones de capitalización versus sistemas de reparto". Documentos CEDE Nº 15.
51. Montenegro, S., Llano, J., León, S., Eslava, D. y Cáceres, J.M. "Comentarios sobre el documento: Revirtiendo la privatización de las pensiones: Reconstruyendo los sistemas de pensiones públicos en Europa del Este y América Latina". Nota de Análisis Nº 2. Asofondos.
52. Montenegro, S., Llano, J. y León, S. "El ahorro en los sistemas pensionales". Nota de Política Nº 4, Asofondos.
53. Morales, Marco y Larraín, Guillermo (2017). "The Chilean Electronic Market for Annuities (SCOMP): Reducing Information Asymmetries and Improving Competition", *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice* 42(3): 389-405,
54. Morandé, Felipe y García, Carlos. Enero 2004. "Financiamiento de la vivienda en Chile". Universidad de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.
55. Núñez, J. (2009). "Incidencia del gasto público social en la distribución del ingreso, la pobreza y la indigencia", *Archivos de Economía*, DNP, Documento 359.
56. Organización Internacional del Trabajo –OIT (2018). "Women and Men in the Informal Economy: A Statistical Picture".
57. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OECD (2019). *Pension Markets In Focus. Pension Markets in Focus*, (9), 1-28.
58. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OECD (2019). "OECD Reviews of Pension Systems: Peru".

59. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OECD (2020). "Limits and barriers to transferring investments in DC pensions and the regulation of financial advice for retirement".
60. Ortiz, I., Durán-Valverde, F., Urban, S., & Wodsak, V. (2018). "Reversing Pension Privatizations: Rebuilding public pension systems in Eastern Europe and Latin America".
61. Palacios, R. (2007), "Alternativas de diseño para programas de pensión social", en FIAP (ed), *Sistemas de Capitalización: Su Aporte a la Solución del Problema de las Pensiones*.
62. Palmer, Edward (2004). "El nuevo sistema de pensiones sueco de cuentas individuales capitalizadas". Conferencia en el Centro de Estudios Públicos.
63. Raudla, Ringa & Karsten Staehr (2003). "Pension Reforms and Taxation in Estonia", *Baltic Journal of Economics*, 4 (1): 64-92.
64. Schwartzman, David (1960). "The Burden of Monopoly", *Journal of Political Economy*, 68 (6): 627-630.
65. Seim Katja y Joel Waldfogel (2013), "Public Monopoly and Economic Efficiency: Evidence from the Pennsylvania Liquor Control Board's Entry Decisions". *American Economic Review*, 103 (2): 831-862.
66. Sheppard, Agustín. Febrero, 2019. "Contribución de las AFAP al desarrollo departamental: una mirada a los fideicomisos de las Intendencias".
67. Sura Asset Management. Agosto, 2013. "Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica: Experiencias de Colombia, México, Chile y Perú".
68. Sura Asset Management (2015), "Cómo fortalecer los sistemas de pensiones latinoamericanos. Experiencias, lecciones y propuestas". Tomo I.
69. Tuesta, D., Bernal, N., Muñoz, A., Perea, H. y Tejada, J. 2008. "Una mirada al Sistema Peruano de Pensiones". Diagnóstico y propuesta. BBVA.
70. Universidad de Costa Rica –UCR (2016). "Estudio actuarial del Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte administrado por la Caja Costarricense de Seguro Social". Disponible online: [www.ccss.sa.cr/arc/informe-ivm-ucr.zip](http://www.ccss.sa.cr/arc/informe-ivm-ucr.zip)
71. Urbiztondo, Santiago (2020). "La corta vida de las AFJP en la Argentina: Visitando el populismo". Presentación en Seminario Libertad y Desarrollo, Santiago de Chile, Vía Zoom, 17 de junio 2020.
72. Villar, L., Becerra, A. y Forero, D. (2017). "Propuesta y estimación de los costos económicos de extender la cobertura del sistema pensional colombiano". FEDESARROLLO.
73. Worcester, Jr. Dean (1973). "New Estimates of the Welfare Loss to Monopoly, United States: 1956-1969". *Southern Economic Journal*, 40 (2): 234-245.
74. Wóycicka, I., & Grabowski, M. (2007). Poland - Redefining social policies. In J. Saari (Ed.), *The Europeanisation of Social Protection. The Political Responses of Eleven Member States* (pp. 125–142).
75. Wyszzyński, W. (2018). "The importance of open-ended pension funds for the Polish financial market". *Annals of Economics and Management*, 10(46)(4): 109–122.