

# SEGUNDO RETIRO DEL 10%:



## Lecciones y reflexiones sobre rendimiento de los fondos, financiamiento y limitaciones estructurales

*Por Rafael Romero M., Doctor of Business Administration, Questrom School of Business, Boston University, EE.UU. Académico FEN-UAH.*

**D**urante la tramitación del primer retiro del 10% de los fondos mantenidos en las AFPs, muchos parlamentarios en sus intervenciones planteaban que lo aprobaban por única vez y que se justificaba por la situación de emergencia que vivía el país. Recordemos que el retiro fue universal y no se aplicó impuesto a la renta. Se estima que cerca de 2.000.000 de personas quedaron con saldo cero.

Durante la discusión del segundo retiro, propuesto inicialmente por varios diputados, el discurso general fue que el Gobierno no fue efectivo en apoyar a los ciudadanos que están enfrentando las dificultades asociadas a la pandemia, por lo que debía ser universal y no gravable por el impuesto a la renta.

Cuando comienza la discusión en el Senado, el Gobierno inicia el trámite ante el Tribunal Constitucional. En paralelo, propone su propio proyecto de ley para el segundo retiro del 10%. A pesar de que el Gobierno no estaba por el segundo retiro, el clima político hacia insostenible una postura firme en contra de este. Se había generado tal ambiente sobre la certeza del retiro que, incluso, parlamentarios oficialistas planteaban que sí o sí habría retiro.

En la actualidad el segundo retiro es una realidad y se espera que muchos afiliados logren sacar su 10%. Esta vez, los cotizantes con rentas superiores a \$1.500.000 mensual tendrán que pagar impuesto a la renta. Recordemos que esta es una tasa progresiva, es decir ella será mayor para los contribuyentes con mayores rentas.

Ciertamente, el segundo retiro del 10% no es la bala de plata que soluciona todos los problemas y además abre desafíos para el futuro.

### ¿QUÉ LECCIONES PODEMOS APRENDER DE ESTA DISCUSIÓN POLÍTICA EN TORNO AL RETIRO DEL 10%?

La crisis causada por COVID-19 es de tal impacto que ningún analista, científico o político, podría argumentar que fue capaz de predecirlo. Es cierto que hay experiencia previa con grandes pandemias, como la gripe española entre 1918 y 1920, pero en esa época no existía la movilidad internacional que existe hoy.

Si fuera por popularidad, la medida de aprobar el segundo retiro no se debería haber discutido ya que, transversalmente, los afiliados se reconocen como dueños de sus ahorros. Y las preferencias por consumo presente son mucho más altas que esperar y consumir en el futuro, lo que es exacerbado por la incertidumbre propia que genera la pandemia. De la misma forma que si dependiera de la opinión pública la medida de gravar con impuesto a la renta el segundo retiro, tampoco se debería haber discutido, a pesar de que ese ahorro no pagó impuesto en forma previa.

Como posible lección es claro que, si pretende-

mos hacer política pública consultando el sentir de cada ciudadano en cada momento, podríamos llegar a una situación compleja, en que hay mucha necesidad de gasto público por cubrir, pero sin ingresos fiscales para satisfacerlos. Por lo tanto, la política está llamada a tener una mirada de largo plazo.

El primer y segundo retiro lograron salvar la vara de la disponibilidad de recursos susceptibles de ser retirados. Muchos afiliados no ven la cotización en la AFP como un ahorro concreto, sino como un descuento más. Después de este proceso de dos retiros consecutivos, se podría esperar que el modelo de ahorro a través de multifondos tuviera más apoyo o entendimiento por parte de la ciudadanía.

La lección aprendida es que, pese a las críticas al sistema de capitalización individual, este permite acumular recursos concretos a nombre de cada afiliado. Es decir, los recursos están disponibles para pagar futuras jubilaciones. Pensemos por un momento, en un modelo alternativo de previsión por reparto, en que el grupo activo contribuye para que el pasivo reciba esos recursos. Bajo este esquema, y suponiendo que se hubiera ahorrado el excedente, ningún cotizante podría reclamar parte de esos fondos, ya que la propiedad no es individual, sino que colectiva.

El primer y el segundo retiro del 10% van en contra de mejores pensiones futuras y presiona el balance fiscal en el futuro donde tendremos mayores gastos fiscales asociados a estas mismas, que tendrán que ser financiadas con mayores impuestos.

### ¿CUÁL ES EL APORTE ESPERADO DE LAS AFPs?

Las AFPs deberían invertir los recursos eligiendo

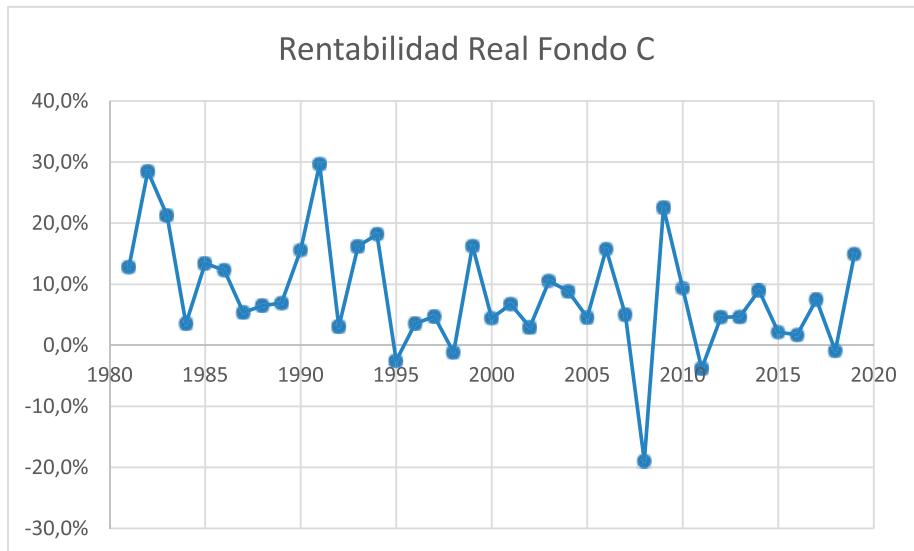
la combinación de rentabilidad y riesgo que proteja los ahorros de los afiliados. Un ejemplo de una inversión de bajo riesgo es mantener los fondos en depósitos a plazo, cuya rentabilidad es baja. Por el contrario, un ejemplo de una inversión riesgosa es comprar bonos emitidos por un país con dificultades de pago internacional.

Así, el riesgo se administra invirtiendo en carteras diversificadas. Un ejemplo de poca diversificación sería invertir el 100% de los fondos en instrumentos nacionales, tales como acciones, fondos mutuos, bonos de empresas, bancos o del Estado. El concepto de diversificación muchas veces se ejemplifica con la frase: "no hay que poner todos los huevos en la misma canasta".

Otro concepto claro en finanzas es que la rentabilidad pasada no garantiza una rentabilidad en el futuro. A pesar de eso, es oportuno observar el rendimiento histórico del Fondo C de las AFPs desde julio de 1980 a diciembre de 2019, que fue 8,09% real anual, después de ajustar por cambios en el valor de la UF. Muchos analistas concuerdan que es esperable que en el futuro las rentabilidades de inversiones financieras sean mucho más bajas.

Muchas veces se escucha que las AFPs tienen altas rentabilidades, sin embargo, existe la posibilidad que los afiliados ganen o pierdan puesto que la rentabilidad de su cuenta depende del desempeño de los activos en que se haya invertido los recursos y en el tipo de Fondo que se encuentre el afiliado.

El siguiente gráfico muestra la evolución de rentabilidad real anual del Fondo C para todo el sistema. Todos los años muestran una rentabilidad real positiva, salvo en 1995, 1998, 2008, 2011 y 2018. La variabilidad o volatilidad puede ser medida por la desviación estándar que alcanza un 8,97% anual.



Para identificar a qué se refiere la rentabilidad de la AFP, hay que tener claro que existe una Administradora, que es una empresa separada de los Fondos que administra. La Administradora tiene un patrimonio y ejecuta la labor de recolectar los aportes mensuales, invertir los recursos y llevar el saldo de cada cuenta individual. Por estas labores, la Administradora cobra una comisión que depende del monto mensual cotizado. Esta comisión no depende del desempeño del Fondo administrado. Por lo tanto, los ingresos por comisiones son bastante estables y al dividir la utilidad final anual por el patrimonio se obtiene la rentabilidad de la Administradora. El patrimonio de cada Administradora es muchas veces inferior al saldo de Fondos administrados. Por lo que, no es posible pensar que sacando un 1% de rentabilidad de la Administradora se podría incrementar en 1% la rentabilidad del Fondo.

Un supuesto razonable sobre las preferencias de los afiliador con respecto al riesgo, es de aversión a este, es decir estarían dispuestos a enfrentar mayor riesgo, si es que hay una compensación con mayor retorno esperado.

Volviendo a la crítica sobre las altas rentabilidades sobre patrimonio de las AFPs, y el asimétrico comportamiento de la rentabilidad de los Fondos (en que a veces se gana y a veces se pierde) hay por lo menos dos soluciones.

A. La primera solución práctica es mantener los recursos en el Fondo D o E que tienen menor riesgo, pero menor rentabilidad esperada. En esa misma línea, se podría pensar en la creación de un

**“Como posible lección es claro que, si pretendemos hacer política pública consultando el sentir de cada ciudadano en cada momento, podríamos llegar a una situación compleja, en que hay mucha necesidad de gasto público por cubrir, pero sin ingresos fiscales para satisfacerlos”**

nuevo Fondo que solo invierta en instrumentos de corto plazo con alta liquidez, tales como depósitos a plazo.

B. La segunda alternativa es que la AFP, u otro agente financiero, garantice año a año una cierta rentabilidad mínima y que el afiliado disfrute cualquier rentabilidad que esté por sobre ese mínimo. Conceptualmente, este tipo de instrumento podría desarrollarse, el que tomaría la forma de un seguro. La teoría de opciones nos permite aproximar el costo que tendría para un afiliado comprar un instrumento de este tipo. Claramente el instrumento no es gratis y, por lo tanto, debe tener un precio ya que la contraparte tomaría la obligación de garantizar (asegurar) una rentabilidad mínima y para ello cobrará una prima.

A continuación se presenta el Diagrama de Bachelier<sup>1</sup> que representa la rentabilidad a fin de año de un afiliado que decide comprar el seguro.

En caso de que la rentabilidad del Fondo C sea negativa, el seguro (u opción de venta u opción PUT), le permite evitar las pérdidas y lo deja con un retorno igual a cero, o equivalentemente con el mismo saldo en UF. Sin embargo, si la rentabilidad del Fondo C es positiva, el afiliado podría agregar a su cuenta de ahorro individual toda la ganancia sin límites.

Supongamos que el afiliado posee en su cuenta de ahorro previsual UF 100 al comienzo del año y decide comprar una opción PUT que le permita cubrir el riesgo de pérdidas. Su perfil de riesgo al final del año quedará representado por la gráfica anterior. Por lo tanto, si aplicamos la fórmula de Black-Scholes<sup>2</sup> para la opción de venta u opción PUT, con la volatilidad del 8,97% anual y una tasa libre de riesgo en UF igual a UF 3,58. Este valor llevado a porcentaje, significa que el afiliado tendría que pagar 3,58% anual del total de los fondos que quisiera cubrir ante este riesgo de pérdida.

Por lo tanto, ya sea que la AFP u otro intermediario financiero, estuviera dispuesto a ofrecer un seguro del tipo recién descrito, tendríamos que su precio rondaría un 3,4% de los fondos cubiertos, lo que comparado con la rentabilidad real del Fondo C entre 1980 y 2019, de 8,09% anual, parece una tasa elevada.

Ya hemos visto que las AFPs han hecho su trabajo aportando con una rentabilidad promedio real positiva en los últimos cuarenta años. Incluso, conceptualmente, es viable acotar las pérdidas y dejar abierta la posibilidad de solo ganancias para los afiliados, pagando el precio de la garantía.

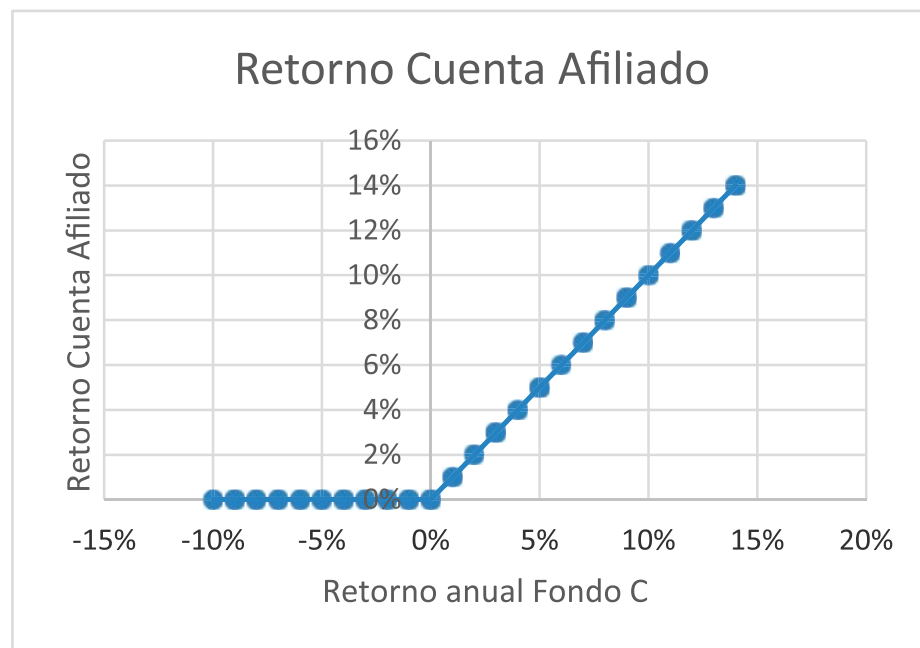
Sin embargo, la realidad es que las pensiones son bajas y el desafío hoy en día es cómo aumentarlas.

#### ¿QUÉ ALTERNATIVAS TENEMOS PARA AUMENTAR LAS PENSIONES?

Por lo menos hay tres vías a seguir:

1. Reducir la informalidad laboral
2. Reducir las lagunas previsionales
3. Aumentar las cotizaciones

Es probable que muchos digan que estas medidas son obvias, sin embargo, muchas veces las soluciones obvias son las más difíciles. Todos estos elementos han afectado el desempeño del sistema de capitali-



(1) En honor a Louis Bachelier, matemático francés que se considera un pionero en el estudio de la teoría de opciones [https://es.wikipedia.org/wiki/Louis\\_Bachelier](https://es.wikipedia.org/wiki/Louis_Bachelier)

(2) Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. Journal of political economy, 81(3), 637-654.

(3) Los cálculos pueden ser solicitados al autor del artículo (romero@uahurtado.cl). El valor de opción depende de la volatilidad anual, del plazo de la opción, de la rentabilidad que se quiera garantizar y de la tasa libre de riesgo. Otros ejemplos de aplicación de teoría de opciones, ver Gutiérrez, Osorio, Romero & Alarcón (2020) NIIF 9 con enfoque de opciones reales: aplicación para “capital preferente” e impacto de covid-19. Documento de Trabajo, presentado en CAPIC 2020.



## “El sistema de ahorro de capitalización individual ha mostrado con los hechos fortalezas, que muy difícilmente otros modelos puedan igualar”

zación individual, pero también habría tenido consecuencias negativas en cualquier otro sistema alternativo que pudiéramos haber escogido. Para lograr mejorar las pensiones debemos enfrentar estas limitaciones estructurales.

Primero, se podría decir que reducir la informalidad es uno de los principales desafíos, ya que su prevalencia se explica por la existencia de muchas microempresas y trabajadores por cuenta propia. El Estado está llamado a generar programas que incentiven una mayor formalización, quizás subsidiando parte de la cotización previsional.

Segundo, la principal explicación de las lagunas previsionales es el desempleo y la salida del mercado laboral para las mujeres debido a razones de crianza de los hijos. Nuevamente, el llamado es a intervenir con programas de gobierno que faciliten el retorno al mercado laboral para las madres y que compensen parte de las cotizaciones no realizadas durante el período de no participación laboral.

El tercer aspecto, sobre el aumento de cotizaciones, está actualmente en discusión en el Congreso, donde se plantea que la cotización al fondo subiría de 10% a 16%, con un aporte extra de los empleadores de ese

6%. ¿Por qué no se había hecho? ¿Por qué no se exige que empleadores aporten otro 10% o quizás 15% extra? La razón es que no es evidente que cualquier aumento de cotización sea “pagado” por el empleador. De hecho, en economía se usa el concepto de incidencia del impuesto para estudiar quién paga los costos de este tipo de regulaciones. Recordemos que, dado que la cotización no es gozada inmediatamente por el trabajador, este tiende a no valorarla; sin embargo, es un costo concreto para la organización donde participe el afiliado. Al subir el costo para la organización, esta se tratará de ajustar, quizás retrasando la contratación de nuevos trabajadores, esperando que la productividad aumente o incluso reduciendo el número de trabajadores, en caso de que el mayor costo implique un riesgo de viabilidad de esta.

Prácticamente, cualquier solución pasa por aportes del Estado para incentivar o facilitar una mayor participación de los afiliados. El diseño de los esquemas de incentivos debe velar por el que más aporte y más se esfuerce tenga al final una mejor jubilación. Parecería injusto que dos individuos tengan la misma jubilación, cuando uno de ellos aportó constantemente durante 40 años y el otro no aportó.

### A MODO DE RESUMEN Y CONCLUSIONES

Una política pública sobre pensiones debe tener una mirada de largo plazo, y puede que algunas decisiones no sean populares, pero son necesarias para proteger la sustentabilidad del sistema y asegurar la cobertura esperada de los afiliados.

El sistema de ahorro de capitalización individual ha mostrado con los hechos fortalezas, que muy difícilmente otros modelos puedan igualar. Por una parte, la acumulación de ahorros individuales ha permitido la posibilidad del primer y segundo retiro, y para el momento de la jubilación. Por otra parte, la tasa de rentabilidad promedio real anual desde 1981 a 2019 fue de 8,09%.

Es natural que los afiliados quieran tener una rentabilidad mínima garantizada y aspirar a las máximas ganancias posibles pero, como lo demuestra la teoría de opciones, dicha garantía o seguro tendría un costo del orden de 3,58% anual.

A pesar de las fortalezas mencionadas de las AFPs, las pensiones siguen siendo bajas. Las posibles soluciones apuntan a la reducción de la informalidad laboral, reducción de lagunas previsionales y aumento de las cotizaciones. Ninguna de estas soluciones es fácil de llevar a cabo, pero se deben impulsar si pretendemos tener un sistema de pensiones que mejore las jubilaciones y que estén financiadas en el largo plazo. **OE**