

Ricardo Ffrench-Davis y Barbara Stallings
Editores

Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973

CIENCIAS SOCIALES



CEPAL

CAPÍTULO 7

La reforma del sistema de pensiones y su impacto en el mercado de capitales

Andras Uthoff

Introducción

En 1980, con la publicación del Decreto Ley 3 500, se consolidó en Chile una reforma definitiva a su sistema de pensiones. La reforma intentó: i) poner fin a la concesión de pensiones por antigüedad; ii) definir las prestaciones sobre la base de las remuneraciones reales durante toda la vida del beneficiario, y no sólo sobre las correspondientes a los últimos años de cotización; iii) promover mecanismos automáticos de ajuste de sus parámetros a cambios demográficos y económicos para mantenerlo en equilibrio actuarial; iv) minimizar la posibilidad de presiones políticas sobre el uso de los fondos, y v) reducir el sobrecargo de tareas administrativas.

La dictación del DL 3 500 dio pues inicio al fin de un sistema basado en beneficios definidos, gestionado por múltiples Cajas de Previsión, financiado mediante el mecanismo de reparto, administrado mayoritariamente por el Estado y obligatorio para empleados y obreros en relación de dependencia. Y comenzó a sustituirlo gradualmente por otro de contribuciones definidas, gestionado por Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) reguladas y supervisadas por el Estado, financiado mediante la capitalización en cuentas individuales y obligatorio para los trabajadores en relación de dependencia.

Transcurridos dos decenios desde su puesta en operación, este capítulo analiza los resultados de la reforma al sistema de pensiones chileno. Se organiza a través de cuatro secciones. Después de la revisión de unos antecedentes en la sección 1, la sección 2 examina la

operación del nuevo sistema, incluyendo el papel de las AFP (y el problema de las comisiones), la rentabilidad y la cobertura. La sección 3 analiza el papel del sistema de pensiones en el desarrollo del mercado de capitales y el ahorro, concluyendo en la 4 con algunos de los desafíos pendientes.

1. Antecedentes de la reforma

La reforma al sistema de pensiones chileno adoptó la capitalización como mecanismo de financiamiento. Su aplicación a nivel de cada afiliado individual es uno de los tres pilares en que se organiza el sistema reformado de pensiones, mediante el cual se ofrece a cada afiliado un beneficio a partir de sus contribuciones, más lo que las administradoras de sus fondos son capaces de obtener por su inversión en el mercado de capitales. Los beneficios así logrados pueden tomar la forma de un retiro programado de los fondos acumulados, de una renta vitalicia comprada a una aseguradora por el valor del fondo acumulado o una combinación de ambas (Acuña e Iglesias, 2000).

Sin embargo, el sistema de pensiones chileno no se limita a una capitalización individual de los fondos a nivel de cada afiliado en cuentas individuales y administrada por entidades privadas: contiene además otros regímenes de prestaciones no contributivas, como las pensiones asistenciales para ancianos e inválidos carentes de recursos y las garantías para quienes, luego de cumplir ciertos requisitos, no logran acumular un fondo suficiente para financiar una pensión mínima.

Al compararlas con las de otros sistemas reformados (Mesa-Lago, 1998), estas últimas prestaciones equivaldrían a las de un primer pilar público, no contributivo, redistributivo y financiado con cargo al presupuesto fiscal, mientras los beneficios del régimen de capitalización serían parte de un segundo pilar obligatorio administrado por empresas privadas. Existe además un tercer pilar voluntario administrado por estas entidades privadas que –sobre la base de incentivos tributarios– estimula un mayor ahorro para incrementar las prestaciones del segundo pilar (Bustos, 1995). Sin embargo, a diferencia de otros modelos organizados sobre tres pilares, el sistema chileno carece de contribuciones que le permitan financiar el pilar básico, ni tampoco existe un

impuesto atado para hacerlo. Por ende, sus gastos asociados a este ítem incrementan el déficit previsional, diferenciándose así de modelos mixtos, que contemplan cotizaciones para este pilar.

El pilar básico administrado y financiado por el Estado también se ocupa de la transición desde el antiguo al nuevo sistema, cuya participación es obligatoria para quienes recién se incorporan a la fuerza de trabajo, pero voluntaria para el resto. Sin embargo, para incentivar el traslado de éstos al nuevo sistema, la reforma les reconoce los aportes efectuados en el sistema antiguo, trasformándolos en un bono de cargo fiscal representativo de la pensión que habrían obtenido en el primero. Al mismo tiempo, el Estado asumió la obligación de financiar las pensiones para quienes decidieron permanecer en el régimen antiguo de reparto, administrándolo hasta su término.

Este pilar que se ocupa de la transición y de las garantías estatales, demoró en gestarse y fue objeto de un amplio debate interno. En un primer intento, los asesores del gobierno militar propusieron un sistema dual: un subsistema estatal que garantizase una pensión mínima y otro de ahorro complementario mediante administraciones delegadas de los fondos, las cuales podían ser cooperativas y reguladas por una Unidad Central Coordinadora (De Castro y otros, 1992). Esta propuesta fue mejorada con aportes de la entonces Oficina de Planificación Nacional (ODEPLAN), perfeccionando las condiciones de elegibilidad para las pensiones mínimas, las alternativas para el uso de excedentes de ahorro por sobre ciertos mínimos, garantías para las rentabilidades del Fondo y límites a las comisiones de las administradoras, permitiendo además la participación de los afiliados en la elección de directorios de las empresas administradoras (Kast, 1974).

Pero ésas y otras propuestas de ODEPLAN no fueron aprobadas por la Junta Militar. La opción definitiva se gestó a través de un proyecto del entonces ministro de Trabajo y Previsión Social José Piñera. El Decreto Ley 3 500 optó por administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) sin vínculo con los afiliados, eliminó la garantía absoluta de rentabilidad y definió el rol subsidiario del Estado en materia de pensiones. Excluyó a las Fuerzas Armadas del nuevo sistema, lo hizo obligatorio sólo para los nuevos adherentes a la fuerza de trabajo y optativo para los afiliados al antiguo sistema y estableció una serie

de regulaciones destinadas a garantizar la fiscalización de los fondos (Piñera, 1991).

La decisión de sustituir el antiguo sistema por el nuevo buscaba: i) mejorar las pensiones contributivas utilizando como parámetros los retornos generados por el mercado de capitales; ii) eliminar las pensiones de privilegio y reducir el efecto de futuros cambios demográficos, calculando los beneficios a partir de la capitalización de las contribuciones durante toda la vida y la expectativa de vida al jubilarse; iii) promover la libertad de elección y una mayor eficiencia en la administración del sistema mediante la gestión privada de los fondos en un mercado competitivo, y iv) homologar a los trabajadores y promover su movilidad laboral definiendo sus derechos a partir de sus cotizaciones individuales al sistema. Adicionalmente, se consideró que la reforma podría consolidar mayores niveles de ahorro e inversión y contribuir al desarrollo del mercado de capitales, al hacer disponible el ahorro previsional para su intermediación financiera.

Tales ventajas fueron ponderadas desde sus inicios. Analistas de la época advirtieron respecto de los importantes esfuerzos de las finanzas fiscales necesarios para transitar desde un sistema a otro y los efectos que la fórmula diseñada podría tener sobre la concentración patrimonial y del ingreso (Arellano, 1980); de hecho, varios de los resultados y desafíos pendientes de la reforma apuntan en esa dirección. Tampoco la reforma se tradujo en una contribución significativa a la elevación de los niveles de ahorro e inversión nacionales, sino más bien ha exigido disciplina y transparencia al Estado para enfrentar su situación financiera y actuarial; contribuido al desarrollo institucional del mercado de capitales, y obtenido retornos reales históricos para el fondo superiores al crecimiento de la masa de salarios reales.

Sin embargo, persisten desafíos importantes, muchos de ellos no resueltos: la reforma genera una enorme presión de gasto fiscal para financiar tanto la transición al nuevo sistema como las garantías estatales; ha traspasado el riesgo financiero al contribuyente, además de que los fondos de quienes están próximos a jubilar son extremadamente vulnerables a las fluctuaciones del mercado de capitales; los costos cobrados al usuario por las administradoras de pensiones eran

excesivos, y su estructura de comisiones tenía componentes regresivos; no se había regulado la participación de las AFP en conglomerados financieros; la información entregada a los usuarios era limitada; el sistema carecía de los incentivos apropiados para promover la afiliación voluntaria de los trabajadores independientes, por lo que tenía una baja cobertura dentro del total de la población económicamente activa (Diamond, 1994; Uthoff, 1995; Holzman, 1997; Ruiz-Tagle, 2000).

2. Características del sistema reformado

a) Papel y operación de las AFP

La nueva industria de AFP creada por la reforma de pensiones chilena tiene características muy definidas: cada AFP debe mantener recursos propios en proporción al número de afiliados, capital que es completamente independiente y está aislado del fondo de pensiones que ella administra; está obligada a garantizar un rendimiento mínimo para la inversión de los fondos de pensiones, el cual se estima según el rendimiento medio obtenido por todas las AFP; si el afiliado lo decide así al momento de jubilar, la administradora debe pagar pensiones con arreglo a una alternativa de retiro mensual de fondos de la prestación por jubilación, o bien transferir el fondo acumulado a una compañía de seguros, seleccionada por aquél para la compra de una renta vitalicia. Existe también la posibilidad de combinar ambas alternativas.

La reforma establece dos prestaciones por servicios principales en función del pilar de capitalización: aquéllas pagadas por la jubilación del afiliado y las debidas a invalidez y/o las entregadas a quienes lo sobrevivan y dependan del cotizante. La pensión para el afiliado se financia de cinco fuentes: i) las cotizaciones netas de comisiones; ii) los rendimientos de la inversión en los fondos de pensiones; iii) el bono de reconocimiento y su tasa real fija de rendimiento; iv) los ahorros voluntarios adicionales hechos por el afiliado, y v) el subsidio del gobierno para cubrir, cuando corresponde, una pensión mínima fijada por ley. En el caso de invalidez o de pagos a sobrevivientes, a esas cinco fuentes se agrega un financiamiento adicional, proveniente de un seguro contratado por la AFP a una compañía del ramo. Todas las primas y las prestaciones son reglamentadas y supervisadas por el Estado.

Para entregar estos servicios, las AFP están autorizadas a cobrar una comisión por administración y además recaudan una prima de seguro (adicional al 10% de la remuneración del trabajador aportado por el afiliado al fondo). La comisión tiene componentes fijos y proporcionales. La prima del seguro protege a los dependientes en caso de invalidez o muerte del afiliado.

Aunque tanto para la comisión por administración como las primas de los seguros rigen criterios de mercado –con la esperanza de que un entorno competitivo las reduzca significativamente–, un reciente estudio (Mastrángelo, 1999) destaca la existencia de dos características del mercado de las AFP que limitan la competencia entre ellas e impiden que ésta se traduzca en mayor eficiencia económica.

La primera se relaciona con la demanda de los servicios prestados por las AFP y se asocia al hecho de que las regulaciones dictadas para proteger el fondo de propiedad de los trabajadores han impedido que las AFP puedan diferenciar el producto entre sí. Como la demanda por sus servicios no responde en forma sensible al monto de las comisiones (por la baja elasticidad-precio de la demanda), la estrategia competitiva más rentable desarrollada por esta industria consiste en utilizar su fuerza de ventas para mantener o aumentar su participación en un mercado cautivo.

Una segunda limitante se vincula a la forma de cobrar las comisiones. Como éstas son proporcionales al salario y el costo medio de producción del servicio es elevado, las AFP han optado por atraer a los cotizantes de mayores salarios. Pero ni la reducción de precios ni la diferenciación del producto son alternativas de competencia; por tanto, también en este ítem sólo pueden influir en la demanda mediante su fuerza de ventas, cuyos costos impactan negativamente sobre los gastos de comercialización y la eficiencia del sistema. El propósito es alcanzar el máximo de traspasos para captar los beneficios de las economías de escala de la industria, aunque esta operación genera una tendencia a aumentar el precio del servicio antes que a disminuirlo.

El cuadro 7.1 refleja que el número de administradoras se incrementó de 12 a 19 (incluidas las fusiones) entre 1981 y 1994, reduciéndose a 8 en 1999. Hacia marzo de 2000, las tres mayores

administradoras cubrían al 78% de los afiliados, el 76% de los cotizantes y el 70% de los activos del fondo. A su vez, el número de afiliados transferido entre administradoras se elevó enormemente, desde 135 mil al año en 1984 a casi 1.6 millón en 1997, equivalentes al 7% y 28% de los afiliados totales, respectivamente. Asimismo, entre ambos períodos el número total de agentes de ventas se incrementó desde 2 300 a 17 500, pero los costos administrativos no se redujeron –como hubiera sido el caso en sectores medianamente competitivos. Recientes modificaciones a las regulaciones sobre transferencias de afiliados desde una a otra AFP han logrado quebrar esta tendencia: entre 1997 y 2000, el número de traspasos cayó a 380 000, mientras el de los agentes de ventas descendió a 3 000.

Cuadro 7.1
Concentración de la industria y costos administrativos, 1982-2000

Años	Concentración de la industria en 3 mayores porcentajes				Traspasos (miles)	Vendedores (miles)	Gasto comercial x cotizante (1000 \$ '96)	Gasto operacional x cotizante (1000 \$ '96)	Costo previsional % del Y medio
	No. AFPs	Fondo	Afiliados	Cotizantes					
	(1)	(2)	(3)	(4)					
1982	12				...	1.9	3.57
1983	12				14	1.2	0.8	3.1	4.87
1984	12				135	2.3	0.7	2.9	4.76
1985	11				211	2.4	0.6	2.7	4.51
1986	12				177	2.2	0.5	2.4	4.12
1987	12	67	63	66	183	2.3	0.5	2.3	3.98
1988	12				275	2.6	0.6	2.4	4.01
1989	13				282	2.6	0.5	2.5	3.54
1990	13				389	3.4	0.7	2.9	3.15
1991	13	59	67	69	505	4.1	0.8	3.1	3.10
1992	13				626	6.4	1.0	3.3	3.07
1993	17	54	68	68	880	10.6	1.3	3.9	3.07
1994	19				982	14.8	1.6	4.3	3.06
1995	16	54	69	67	1323	15.5	1.8	4.4	3.06
1996	13				1529	18.0	2.2	4.6	2.99
1997	13	55	69	65	1600	17.5	2.3	4.8	2.96
1998	9	63	74	72	750	6.3	1.5	4.7	2.62
1999	8	70	78	75	500	3.6	1.4	4.5	2.52
2000	8	70	78	76	380	3.0	n.d.	n.d.	2.31

Fuente: Elaborado por el autor, a partir de los Boletines Estadísticos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Para financiar los gastos de las AFP, el sistema autoriza el cobro de una cotización adicional, que ha variado en el tiempo: alcanzó al 3.6% del ingreso imponible promedio de los cotizantes (incluyendo la prima de seguro) en 1982, se incrementó a 4.9% en 1983 y, a marzo de 2001, representaba el 2.3%. En 1998, por concepto de comisiones de gestión de las AFP se pagaron aproximadamente 203 mil millones de pesos (0.6% del PIB) y 64 mil millones de pesos (0.2% del PIB) para la compra de primas de seguros de invalidez y muerte.

La dificultad para bajar estas comisiones está relacionada con su estructura y los altos costos de operación por contribuyente: éstos se duplicaron entre 1988 y 1996, pasando de \$2 400 a \$4 600 pesos de 1996 (columna 8 del cuadro 7.1). La mayor presión sobre estos costos la ejercen los elevados gastos de comercialización, los cuales en igual período se cuadruplicaron producto de la fuerte competencia creada por los traspasos de afiliados y la aparición de siete nuevas AFP entre 1988 y 1994. Prueba de ello es que la fuerza de vendedores se incrementó en siete veces.

En definitiva, la reforma previsional chilena ha creado para las AFP un contexto de insuficientes factores de competencia que contribuyan a la eficiencia del sistema, sea mediante la reducción del precio o la diferenciación del producto. Además de las recientes regulaciones en torno a los traspasos de afiliados, las propuestas para continuar bajando los costos de administración incluyen i) controles de precios similares a los existentes en las tarifas de servicios de utilidad pública, o ii) estimular la competencia de precios, posibilitando descuentos (menores) por permanencia (más prolongada) en una AFP o el cobro de comisiones proporcionales al fondo acumulado. Cabe destacar que para los afiliados jóvenes o aquéllos que no han tenido una alta densidad de cotización y han acumulado poco, el porcentaje de su fondo acumulado es afecto a comisiones de administración muy superiores al promedio. De este modo, se estima que los afiliados con menos de 15 años de cotizaciones han pagado comisiones superiores al 4% de su fondo, y precios aún mayores aquéllos más jóvenes. Existe una preocupación adicional por las altas comisiones que las aseguradoras cobran para proveer de una renta vitalicia, las cuales han sido objeto de amplio debate entre los especialistas.

b) El rendimiento de las AFP

El crecimiento de los fondos de pensiones ha sido particularmente dinámico hasta mediados de los noventa producto de la juventud del sistema –donde valores más altos son funcionales al creciente número de cotizantes y a los escasos retiros– y de la apreciación de sus activos, esta última asociada al hecho de que la normativa sectorial ha permitido a los fondos de pensiones invertir en diferentes instrumentos a lo largo de las distintas etapas del desarrollo del emergente mercado financiero chileno. En 2000, el valor de estos fondos alcanzaba al 47% del PIB (véase el cuadro 7.2).

La inversión del fondo se canaliza hacia instrumentos financieros aprobados por la Comisión Nacional de Evaluación del Riesgo, una organización independiente compuesta por los tres Superintendentes del sector financiero (de la Banca, de Valores y Seguros y de Fondos de Pensiones) y tres representantes de la Asociación de AFP. Esta Comisión se encarga de la evaluación del riesgo, desagregada según emisores e instrumentos financieros, y elabora reglamentaciones muy estrictas respecto de la composición de las carteras de las AFP para cada uno de ambos ítemes. La Comisión puede subcontratar con compañías privadas la tarea de evaluación de riesgos, formulando las necesarias recomendaciones. Asimismo, la gestión de los fondos de pensiones por empresas privadas que compiten por afiliados basándose en los mayores rendimientos relativos de sus fondos se utiliza para garantizar la protección de estos últimos contra la inflación y las presiones políticas.

Los retornos anuales reales de los fondos de pensiones han sido elevados en promedio, pero altamente volátiles: han variado dentro de un rango del -2.5% hasta 29.7% anual (ver columna 5 del cuadro 7.2), pero salvo los años 1995 y 1998, siempre han sido positivos. La volatilidad se explica por su alta exposición a las acciones y a los títulos del Banco Central, mercados que se han caracterizado en Chile por fuertes oscilaciones durante este período.

El gráfico 7.1 muestra cómo ha cambiado la composición del portafolio, tanto en respuesta a las normas regulatorias, como a las decisiones de las AFP de maximizar los retornos de corto plazo para

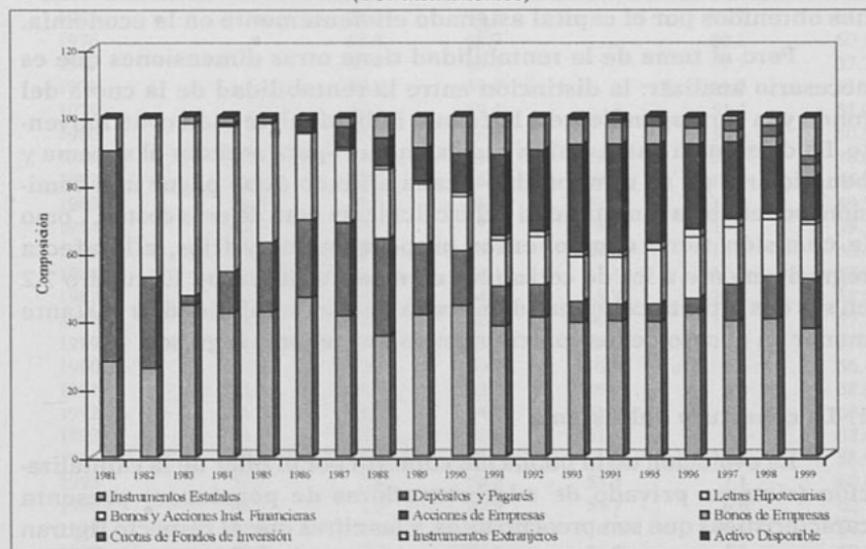
Cuadro 7.2
Valor y rentabilidad de los fondos de pensiones, 1981-2000

Años	Valor del Fondo		Crecimiento del PIB		Rentabilidad		
	Billones US\$	% del PIB	Total	Per cápita	Real del fondo	Cuenta individual	
						10 UF	30 UF
1981	0.3	0.9	6.7	5.0	12.9	-5.2	3.2
1982	0.6	2.5	-13.4	-15.1	28.5	15.8	23.6
1983	1.1	5.7	-3.5	-5.2	21.2	14.7	18.5
1984	1.2	6.5	6.1	4.4	3.6	-0.1	1.9
1985	1.5	9.3	7.5	1.8	13.4	10.1	11.3
1986	2.1	12.0	5.6	3.9	12.3	9.9	10.7
1987	2.7	13.1	6.6	4.9	5.4	4.0	4.4
1988	3.6	14.8	7.3	5.6	6.5	5.6	6.0
1989	4.5	16.2	10.6	8.9	6.9	6.3	6.6
1990	6.7	22.0	3.7	2.0	15.6	15.4	15.6
1991	10.1	29.1	8.0	6.3	29.7	23.5	23.9
1992	12.4	29.6	12.3	10.6	3.0	0.9	1.1
1993	15.9	35.1	7.0	5.3	16.2	14.4	14.6
1994	22.3	44.9	5.7	4.1	18.2	11.2	11.5
1995	25.4	42.9	10.6	9.1	-2.5	-4.4	-4.1
1996	27.5	40.1	7.4	5.9	3.5	1.0	1.7
1997	30.9	40.0	7.4	5.9	4.7	1.7	2.6
1998	31.1	42.0	3.9	2.4	-1.1	-3.5	-3.0
1999	34.5	45.9	1.1	-2.6	16.3	15.0	15.1
2000	35.4	46.9	5.4	3.9	4.4	1.4	2.3
Acumulado							
1981-00			4.8	3.3	10.6	6.6	8.1
1982-00			4.7	3.2	10.5	7.3	8.3
1983-00			-5.8	4.3	9.6	6.8	7.6
1984-00			6.4	4.8	8.9	6.4	6.9
1985-00			6.4	4.9	9.2	6.8	7.3
1986-00			6.6	5.1	9.0	6.6	7.0
1987-00			6.7	5.2	8.7	6.3	6.7
1988-00			6.7	5.2	9.0	6.5	6.9
1989-00			6.7	5.2	9.2	6.6	7.0
1990-00			6.3	4.8	9.4	6.6	7.0
1991-00			6.6	5.1	8.8	5.8	6.2
1992-00			6.4	5.0	6.7	4.0	4.4
1993-00			5.7	4.3	7.2	4.3	4.8
1994-00			5.6	4.1	6.0	3.0	3.5
1995-00			5.5	4.1	4.0	1.7	2.3
1996-00			4.6	3.2	5.4	2.9	3.6
1997-00			3.9	2.5	5.9	3.4	4.0
1998-00			2.7	1.3	6.3	4.0	4.5
1999-00			2.1	0.7	10.2	8.0	8.5

Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de AFP y el Banco Central de Chile.

mejorar su ubicación dentro del ranking que al respecto elabora periódicamente la autoridad regulatoria. En una primera etapa, que coincidió con la crisis de la deuda de los años ochenta, el portafolio estuvo compuesto mayoritariamente por instrumentos indizados (títulos del Banco Central, letras hipotecarias, depósitos y pagarés). Posteriormente, y de manera simultánea con la apertura a la Bolsa de las empresas privatizadas, se autorizó la inversión de las AFP en acciones y bonos de empresas, y en fecha más reciente pudieron elevar el componente de instrumentos extranjeros. Sin embargo, tampoco las carteras de los fondos de las diferentes AFP se diferencian mucho entre sí: las cláusulas regulatorias les permiten invertir entre diferentes títulos dentro de ciertos rangos pre-establecidos, pero también son penalizadas si reportan retornos muy diferentes a los del promedio del mercado.

Gráfico 7.1
Composición del portafolio de los fondos de pensiones, 1981-1999
(Por instrumentos)



Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. *Boletín Estadístico*, varios números.

El cuadro 7.2 ilustra una importante tendencia: el rendimiento medio anual real de la cuota del fondo durante toda la existencia del sistema ha sido de un 10.6% –muy superior al rendimiento implícito en el crecimiento del PIB–, pero su rentabilidad promedio alcanzó a sólo el 4.0% para quienes se incorporaron como cotizantes en 1995 –cifra inferior tanto al crecimiento del PIB, como al PIB per cápita de este mismo período.¹

La convergencia en el tiempo entre los retornos del fondo de pensiones y el crecimiento del PIB (como debería suceder en un sistema de reparto bien diseñado) resulta ilustrativa. Los altos rendimientos anuales de los fondos de pensiones observados en el pasado han sido consecuencia de la compra de activos en períodos de excepcionales bajos precios de bonos y/o de acciones, pero no hay garantías de que esos períodos se repitan en el futuro. En cambio, es más probable esperar retornos reales medios similares o levemente superiores al crecimiento del PIB, y más estrechamente relacionados con los retornos obtenidos por el capital asignado eficientemente en la economía.

Pero el tema de la rentabilidad tiene otras dimensiones que es necesario analizar: la distinción entre la rentabilidad de la cuota del fondo y la correspondiente a la cuenta individual de cada contribuyente. La diferencia entre ambas radica en que –para acceder al sistema y beneficiarse de su rentabilidad–, cada afiliado debe pagar una comisión; por ende, la rentabilidad debe calcularse neta de esos costos. Como la comisión tiene componentes proporcionales y fijos, ella afecta regresivamente a los de cotizantes de menores ingresos. El cuadro 7.2 en sus dos últimas columnas demuestra que la rentabilidad es bastante menor en el caso de los contribuyentes de menores ingresos.

c) La cobertura del sistema

La evolución de la población cubierta por el pilar de la capitalización (sistema privado de administradoras de pensiones) presenta características que son preocupantes, y las cifras que al respecto figuran

1 Durante 1999, mientras el PIB se desaceleró como consecuencia del ajuste macroeconómico aplicado en respuesta a la crisis asiática, el fondo rentó por sobre un 20% real en 12 meses, observándose un quiebre en la tendencia resaltada en el texto, el cual, no obstante, no invalida la conclusión de largo plazo.

en los Boletines Estadísticos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) pueden ser engañosas (véase el cuadro 7.3, columnas 1 y 2). Todos los trabajadores asalariados están cubiertos obligatoriamente en el nuevo sistema de pensiones. Pero no lo están los trabajadores independientes –que sólo pueden afiliarse en forma voluntaria–, tampoco las Fuerzas Armadas ni quienes permanecen en el sistema antiguo. Llama pues la atención que el número de afiliados (personas que han cotizado al menos una vez) se haya incrementado desde 1.4 millón en 1982 a 6.4 millones en enero de 2001: esto representaría una cobertura superior al tamaño total de la población económicamente activa por aquella fecha.

Cuadro 7.3
Cobertura poblacional del sistema, 1975-1999
(Porcentajes)

Años	Cobertura ocupacional (Cotizantes / Ocupados)			Cobertura efectiva (Cotizantes / F. de trabajo)		
	AFP	INP	Total	AFP	INP	Total
1975	...	74.3	74.3	...	64.7	64.7
1976	...	68.9	68.9	...	60.1	60.1
1977	...	65.4	65.4	...	57.7	57.7
1978	...	59.8	59.8	...	51.2	51.2
1979	...	59.4	59.4	...	51.3	51.3
1980	...	56.4	56.4	...	50.5	50.5
1981	33.6	21.5	55.1	29.8	19.0	48.8
1982	36.0	20.0	56.0	29.0	16.1	45.0
1983	38.2	18.0	56.2	33.5	15.8	49.3
1984	40.6	16.7	57.3	35.0	14.4	49.3
1985	44.0	15.7	59.7	38.8	13.8	52.6
1986	45.9	14.2	60.1	41.1	12.7	53.9
1987	50.6	13.5	64.1	45.7	12.2	58.0
1988	50.6	12.2	62.7	46.6	11.2	57.7
1989	50.8	11.0	61.8	47.2	10.2	57.4
1990	50.6	10.3	60.9	46.8	9.6	56.4
1991	53.7	9.7	63.4	49.9	9.0	58.9
1992	55.3	8.9	64.2	51.8	8.4	60.2
1993	54.6	8.0	62.6	51.1	7.5	58.6
1994	56.2	7.6	63.8	51.8	7.0	58.9
1995	57.2	7.6	64.8	53.5	7.1	60.6
1996	58.9	7.0	65.9	55.7	6.6	62.3
1997	61.3	6.4	67.7	58.0	6.1	64.1
1998	58.0	6.3	64.2	53.8	5.8	59.6
1999	49.8	5.4	55.2	45.4	4.9	50.3

Fuente: Elaborado sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de AFP, INP y DIPRES y Arenas (1999). Incluye FFAA y Carabineros.

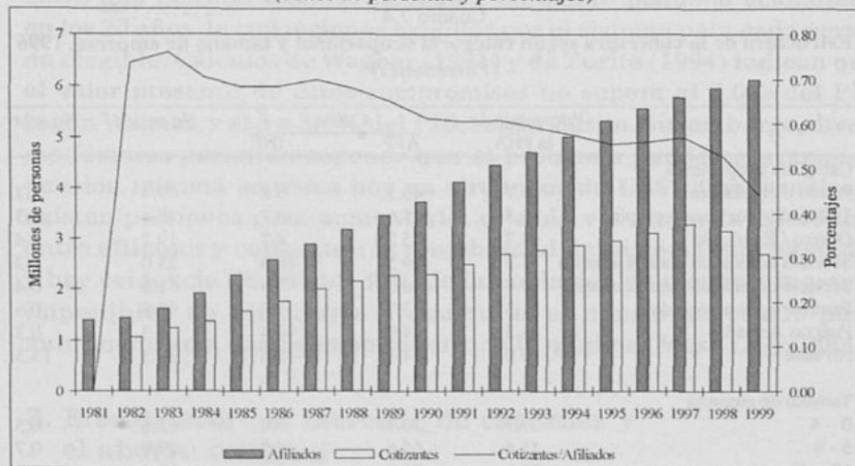
Para evitar malentendidos, es habitual referir la cobertura al número de cotizantes, antes que al de afiliados. Se distingue entre cobertura ocupacional (cuando los cotizantes se relacionan con los ocupados solamente) y cobertura efectiva (si la relación se hace con la fuerza de trabajo). Comparada con cifras históricas, la cobertura en el antiguo sistema de reparto superó el 74% de los ocupados en 1975 y disminuyó a 59% en 1979 –año previo a la reforma. Considerando los dos sistemas que operaban pos-reforma (el de las AFP y el del INP)² e incluyendo a las Fuerzas Armadas, se observa que la cobertura ocupacional disminuyó (especialmente durante 1982, como consecuencia de la profunda recesión), y luego fue aumentando hasta alcanzar un máximo de 68% en 1997. La cobertura efectiva tuvo un comportamiento similar, siendo más acentuada su caída en 1982 por el mayor desempleo, y también más notoria su recuperación posterior, alcanzando a un máximo de 64% de la población económicamente activa en 1997.

A partir de los primeros impactos sobre Chile de la crisis asiática –en 1997–, nuevamente disminuye de forma importante la cobertura del sistema. Estudios de cobertura (Arenas, 2000) indican que el número de cotizantes cayó desde un 64% de la fuerza de trabajo en 1997 a sólo un 50% en 1999. Aunque alta conforme a estándares de América Latina, la cobertura así medida está muy por debajo de lo que se esperaba. Aún más sorprendente es la creciente diferencia entre cotizantes activos y afiliados totales del sistema: la relación entre ambos alcanzó su punto más alto superando ligeramente al 75% en 1983, para luego disminuir gradualmente y alcanzar un 44% en 1999. De este modo, el número de los cotizantes efectivos sólo se ha incrementado desde un millón en 1982 a 3.2 millones en enero de 2001 (véase el gráfico 7.2).

El hecho de que los afiliados tengan acceso a su fondo de pensiones exclusivamente en casos de invalidez, jubilación y muerte (para los sobrevivientes que dependan de ellos), y no puedan usarlo como un seguro colateral o de desempleo, ha limitado una participación signifi-

2 El INP es el Instituto de Normalización Previsional, institución donde fueron agrupadas las antiguas Cajas Previsionales y encargada de administrar el pilar público durante la transición.

Gráfico 7.2
Afiliados y cotizantes, 1981-1999
 (Miles de personas y porcentajes)



Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. *Boletín Estadístico*, varios números.

cativa de los trabajadores autónomos (véase el cuadro 7.4). Prevalece en este grupo de trabajadores una suerte de miopía, privilegiando una mayor liquidez de sus activos para enfrentar las contingencias de sus negocios, así como las de sus familias: antes que depositar el 10% de sus ingresos en cuentas de ahorro para la vejez, prefieren destinar esos recursos a otros usos. En la actualidad, cerca de 1.5 millón de trabajadores independientes no está cubierto por el sistema previsional –la mayoría de ellos presumiblemente vinculada al sector informal, pues los profesionales independientes tienden a cotizar. El cuadro 7.4 ilustra, a partir de la encuesta CASEN de 1996,³ el perfil de cotizantes en relación a su categoría ocupacional, y el tamaño de la empresa en que laboran. Este deja de manifiesto que la cotización es baja entre trabajadores por cuenta propia, del servicio doméstico (especialmente el “puertas afuera”), no remunerados y ocupados en empresas de menos de cinco trabajadores. Todos éstos conforman, a su vez, el grueso del

3 La encuesta CASEN es elaborada bianualmente por el MIDEPLAN, a partir de una muestra de carácter nacional que mide los niveles de pobreza y de distribución del ingreso.

empleo en establecimientos de tamaño pequeño asimilados al sector informal.

Cuadro 7.4
Estructura de la cobertura según categoría ocupacional y tamaño de empresa, 1996
(Porcentajes)

	Porcentaje de la PEA	Cotiza		No cotiza	No sabe
		AFP	INP		
Categoría ocupacional					
Patrón o empleador	3.7	45.1	5.8	47.4	1.7
Trabajador por cuenta propia	20.3	15.6	5.7	78.4	0.3
Obrero / Empleado	67.7	75.2	4.7	19.7	0.4
Servicio doméstico puertas adentro	1.3	59.5	16.3	23.0	1.2
Servicio doméstico puertas afuera	4.4	30.0	7.9	61.8	0.4
Familiar no remunerado	1.3	3.7	1.9	93.8	0.6
Fuerzas Armadas	1.3	4.0	94.4	1.3	0.3
No sabe	0.0	44.8	2.6	39.3	13.3
Tamaño de empresa					
0 - 4	39.7	30.7	6.0	62.8	0.5
5 - 9	11.4	65.6	4.7	29.0	0.7
10 - 49	23.3	76.9	5.2	17.6	0.3
50 - 199	12.4	81.0	6.2	12.5	0.3
200 y más	9.6	81.3	12.0	6.5	0.2
No sabe	3.7	67.5	7.9	22.5	2.1
Total	100.0	57.9	6.4	35.3	0.5

Fuente: Cálculos del autor a partir de estadísticas de frecuencias marginales de la CASEN 1996.

La proporción de trabajadores independientes que cotiza en el nuevo sistema es baja y ha ido disminuyendo: alcanzó al 4.8% del total de este segmento en 1986 y descendió a 3.8% en 1998 (Bustamante, 1998). Su afiliación es voluntaria, sus ingresos son reducidos y además inestables, enfrentan otras alternativas de inversión para su pequeña capacidad de ahorro y siempre pueden recurrir en última instancia a programas asistenciales de apoyo (pensiones asistenciales, servicios de salud y asignaciones familiares).

Esta baja cobertura genera una creciente preocupación por sus implicancias sobre las garantías estatales. La responsabilidad fiscal puede llegar a ser muy elevada si el efecto combinado de aquélla y de la baja densidad de cotizaciones incrementa el número de personas

elegibles para pensiones mínimas y asistenciales. La presión sobre el gasto fiscal futuro podría ser aún mayor si se ensancha el diferencial entre una pensión mínima elevada y un monto pequeño acumulado en los 20 años de cotizaciones exigidos por el sistema para cada persona elegible. Cálculos de Wagner (1991) y de Zurita (1994) indican que el valor presente de estos compromisos no supera al 2.0% del PIB según Wagner, y al 3 a 3.8% del PIB, según Zurita. Sin embargo, diversos factores permiten suponer que el problema puede agravarse: la pensión mínima se ubica hoy en alrededor de US\$100 mensuales y existen presiones para aumentarla; es cada vez mayor la diferencia entre afiliados y cotizantes; la rentabilidad del sistema está bajando, y hay evidencia de que un 30% de la población de menores ingresos imponibles no alcanzaría a acumular el monto necesario para autofinanciarse una pensión superior a la mínima (Mesa-Lago, 2000).

3. Efectos sobre el mercado de capitales y el ahorro nacional

El traspaso de recursos financieros al mercado de capitales ha permitido que la reforma fuese justificada por su potencial efecto sobre el desarrollo de éste y su aporte al ahorro y el crecimiento. Pero cabe distinguir dos partes en este argumento. Primero, se sostiene que al cambiar la naturaleza de las contribuciones desde un impuesto para adquirir un derecho a un ahorro para adquirir un capital, la reforma tiene el mérito de generar una fuente de capital de inversión y apoyo al desarrollo del mercado de capitales, el cual –al ser administrado por entes privados– debería garantizar una asignación eficiente de recursos entre las mejores opciones de inversión. En segundo lugar, se afirma que la reforma contribuye al crecimiento económico, al constituirse en un importante factor para elevar el ahorro nacional (Guerard y Jenkins, 1993, cap. 1).

a) ¿Aumentan y se asignan eficientemente las fuentes de capital de inversión?

Dado que hasta ahora hubo un creciente número de afiliados que cotizan al sistema y muy pocos que se jubilan, los fondos de pensiones han crecido hasta llegar a convertirse en una importante

fuerza de profundidad del mercado financiero Las inversiones de los fondos de pensiones aumentaron desde el equivalente al 0.9% del PIB en 1981 al 47% del PIB en 2000 (35 mil millones de dólares), constituyéndose en una de las más dinámicas fuentes de liquidez para el desarrollo de los mercados de capitales (véase el cuadro 7.5).⁴ Sin embargo, su impacto directo sobre la inversión real no ha sido del todo significativo: sus fondos se han canalizado en un alto porcentaje a la compra de acciones de empresas (u otros instrumentos) ya existentes, mientras que los altos rendimientos provienen de la valoración de activos transitoriamente subvalorados y no necesariamente de la creación directa de riqueza.

Cuadro 7.5
**Importancia de los fondos de pensiones chilenos
 en relación con los agregados monetarios privados, 1981-2000**
(Como % del PIB)

Años	Fondos de pensiones	Agregados monetarios privados (M7-M1)
1981	0.9	27.4
1982	2.5	31.8
1983	5.7	29.8
1984	6.5	33.4
1985	9.3	37.4
1986	12.0	38.7
1987	13.1	41.9
1988	14.8	41.0
1989	16.2	48.6
1990	22.0	57.0
1991	29.1	58.6
1992	29.6	59.7
1993	35.1	64.3
1994	44.9	64.2
1995	42.9	65.3
1996	40.1	72.1
1997	40.0	77.3
1998	42.0	80.1
1999	45.9	86.6
2000	46.9	87.5

Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de estadísticas del Banco Central de Chile.

4 La comparación entre el Fondo de Pensiones y M7-M1 no es estrictamente válida, pues este último indicador de agregados monetarios no incluye los activos financieros mantenidos en acciones y bonos de empresas privadas; en cambio, los Fondos sí lo hacen.

Los fondos de pensiones son una fuente potencial de capital de inversión, y su apoyo para el desarrollo del mercado de valores no habría sido posible si la totalidad de los costos de la reforma hubiese sido pagada con nuevas emisiones de deuda pública. En ese caso, gran parte del fondo habría sido demandada por el Tesoro Público, desplazando su inversión desde otros instrumentos y por ende limitando su uso para desarrollar el mercado de capitales. Asimismo, los instrumentos estatales en que ha sido invertido parte del Fondo (véase el gráfico 7.1) corresponden a títulos del Banco Central –los cuales han contribuido a la política monetaria.

El hecho relevante, entonces, es que no hubo emisión de deuda pública nueva para financiar las prestaciones que eran pagadas con arreglo al sistema antiguo, con la sola excepción de aquella implícita en los “bonos de reconocimiento” –a cuenta de cotizaciones anteriores–, y cuyo pago se hace efectivo al momento de pensionarse el afiliado antiguo poseedor del bono. El gran mérito de la reforma ha sido, pues, la capacidad de las autoridades fiscales para generar (mediante una mezcla entre mayores impuestos, reducciones de gastos y recursos provenientes de privatizaciones de empresas públicas) un superávit fiscal destinado a pagar los costos de la reforma. Esta situación ha llevado a algún analista a señalar que “en lugar de que la privatización del sistema de pensiones esté resultando en la solución a los recurrentes déficit previsionales, ha sido más bien el superávit fiscal el que ha garantizado el éxito de esta privatización” (Diamond, 1994).⁵

Respecto de la gestión eficiente del fondo por un número creciente y diversificado de intermediarios financieros, la composición de la cartera de los fondos de pensiones ha reflejado en gran medida el comportamiento de AFP que buscan maximizar rentabilidades de corto plazo para competir en una industria con economías de escala y sujetas a una fuerte y cambiante regulación. Pero, a su vez, la competencia en una industria con grandes economías de escala reduce el número de administradoras entre las cuales pueden optar los afiliados. Otro tanto acontece producto de la regulación prudencial, que

5 Traducción hecha por el autor.

limita los instrumentos en los cuales pueden ser invertidos los fondos y exige rentabilidades similares a la del promedio de la industria.

Tampoco esta industria parece haber contribuido en forma directa a la inversión productiva: hacia fines de 2000, sólo el 18% del fondo (14% en títulos con garantía hipotecaria y 4% en bonos de empresas) tenía un impacto directo sobre la inversión real. El resto correspondía a inversiones principalmente en instrumentos financieros, cuyo impacto sobre la inversión real es incierto e indirecto: un 13% en acciones del mercado secundario, un 21% en depósitos de ahorro (que se ajustan a la inflación en Chile), algo más del 36% en deuda pública (principalmente por la acumulación de reservas en el Banco Central) y un 12% en instrumentos extranjeros.

A la postre, la privatización de la seguridad social, más que esencial para el reparto de los fondos entre intermediarios financieros crecientemente diversificados, lo ha sido para el desarrollo de una cuidadosa regulación de los mercados financieros. Esto constituye un beneficio significativo del proceso de la reforma. Sin embargo, el modo en que este proceso está siendo garantizado en Chile –compitiendo por los cotizantes en un mercado con elevadas economías de escala–, no sólo ha limitado la existencia de opciones de inversión para el afiliado, sino que también la ha encarecido. Quizás una combinación diferente entre garantías y opciones a disposición de aquél sea necesaria para futuras etapas de desarrollo del mercado financiero (Diamond, 1994).

b) ¿Incrementan estos fondos el ahorro nacional?

El ahorro nacional ha aumentado en forma importante después de 1981 –cuando se puso en marcha la reforma al sistema de pensiones en Chile– pasando desde un 7.6% del PIB ese año, a un 23.8% en 1995 y 21.8% en 1999. Aunque el influjo de las reformas a los sistemas de pensiones sobre la tasa de ahorro nacional ha sido muy controvertido (Eatwell, 1999), sus promotores han utilizado el argumento de su impacto sobre el crecimiento y el ahorro como un incentivo adicional para difundirla.

Para explicar cuánto pudo haber influido la reforma sobre ese incremento del ahorro nacional es importante comprender la forma cómo el Estado realizó el ajuste de su balance del Gobierno Central

—que incluye a las pensiones. La columna 4 del cuadro 7.6 indica que, previo a la reforma, se generó un excedente en las cuentas corrientes del gobierno cercano al 8.5% y 5.8% del PIB en 1980 y 1981, respectivamente. A partir de 1982 (cuando el déficit previsional aumenta de 3.8% a 6.4% del PIB), este superávit en la cuenta corriente fiscal se transformó primero en un déficit equivalente al 2.9% del PIB, para luego volver a su condición inicial, manteniéndose como tal durante años; en los noventa, este excedente alcanzó un promedio de 4.6% del PIB.

Cuadro 7.6
Desagregación del ahorro nacional incluyendo excedente fiscal
necesario para financiar el costo de la transición, 1980-1999
(Como % del PIB)

Años	Ahorro		Ahorro del gobierno			Ahorro privado			
	Nacional bruto	Fondo pensiones	Déficit Seguridad social	Excedente corriente no previsional	Fondo compensación cobre	Total	Seguridad social	No previsional empresarial	Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(2)-(3)	(8)=(9)-(7)	(9)=(1)-(6)
1980	13.9	...	1.7	8.5	0.0	10.2	-1.7	5.4	3.7
1981	8.2	0.9	3.8	5.8	0.0	7.7	-2.9	3.4	0.5
1982	2.1	1.8	6.4	-2.9	0.0	3.5	-4.6	3.2	-1.4
1983	4.4	1.7	7.0	-2.3	0.0	4.8	-5.4	5.0	-0.4
1984	2.9	1.9	7.6	-1.2	0.0	6.4	-5.7	2.2	-3.5
1985	8.0	2.0	6.7	0.4	0.0	7.1	-4.7	5.6	0.9
1986	11.5	2.2	6.8	1.3	0.0	8.0	-4.5	8.1	3.6
1987	17.3	2.3	6.0	3.0	0.5	9.5	-3.8	11.6	7.8
1988	22.3	2.7	5.3	2.3	3.0	10.6	-2.7	14.4	11.7
1989	23.3	2.9	5.4	3.1	3.8	12.3	-2.5	13.5	11.0
1990	23.2	3.0	5.4	2.5	2.3	10.2	-2.4	15.4	13.0
1991	22.3	2.8	5.4	3.6	0.7	9.7	-2.5	15.2	12.7
1992	21.5	3.3	5.2	5.0	0.3	10.5	-1.8	12.8	11.0
1993	20.9	3.6	5.3	4.9	-0.2	10.0	-1.7	12.6	10.9
1994	21.1	3.9	5.2	4.9	0.2	10.3	-1.3	12.1	10.8
1995	23.8	4.4	4.9	5.4	1.1	11.4	-0.5	12.9	12.4
1996	20.8	4.3	5.2	5.8	0.3	11.3	-0.9	10.4	9.5
1997	21.6	n.d.	5.2	5.6	0.1	10.9	n.d.	n.d.	10.7
1998	21.2	n.d.	5.5	4.1	-0.5	9.1	n.d.	n.d.	12.1
1999	21.8	n.d.	5.9	3.9	0.5	10.3	n.d.	n.d.	11.5
Prom 81-89	11.1	2.0	6.1	1.1	0.8	8.0	-4.1	7.4	3.6
Prom 90-99	21.8	3.6 ^{a/}	5.3	4.6	0.5	10.4	-1.6 ^{a/}	13.1 ^{a/}	11.3
Prom 81-99	16.7	2.7 ^{b/}	5.7	2.9	0.6	9.2	-3.0 ^{b/}	9.6 ^{b/}	7.6
Variación 81-89/90-99	10.1	1.6	-0.8	3.5	-0.3	2.4	2.5	5.7	7.7

Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de estadísticas del Banco Central de Chile, Ministerio de Hacienda y Arenas (1999).

a/ 1990-1996.

b/ 1981-1996.

Tal esfuerzo de las cuentas fiscales resulta mucho más significativo si se le agrega el financiamiento del déficit previsional (columna 3 del cuadro 7.6). Estimado de esta forma, el ahorro público necesario para generar el superávit en cuenta corriente y financiar el déficit previsional promedió un 9.2% del PIB en 1981-99, y creció más de 2 puntos del PIB entre los períodos 1981-89 y 1990-99. Tan enorme esfuerzo ha sido el que permitió absorber por igual durante los ochenta los efectos de la crisis financiera y del cambio del sistema de pensiones, manteniéndose en la década siguiente en una magnitud que supera la reducción del déficit de la seguridad social (Arrau, 1994; Marcel y Arenas, 1992; Arenas, 1999).

En el período 1981-99, la reforma al sistema de pensiones elevó el déficit previsional a un promedio equivalente al 5.7% del PIB (columna 3), dos veces el flujo de ahorro de los trabajadores en los fondos de pensiones –que alcanzó al 2.7% del PIB (columna 2). Ello provocó una reducción neta promedio en el ahorro de un 3% del PIB (columna 7), particularmente importante entre 1981 y 1984 –cuando se elevó desde 2.9 a 5.7% del PIB; a partir de entonces, ha disminuido paulatinamente hasta alcanzar al 0.9% del PIB en 1996, estimándose que pasará a ser positivo sólo el año 2000.⁶

De este modo, el ahorro nacional promedio de 16.7% del PIB en el lapso 1981-99 (columna 1) ha sido fundamentalmente consecuencia de dos factores: el ahorro del gobierno equivalente a 9.2% del PIB (columna 6) y el del sector privado no previsional de 9.6% del PIB (columna 8). Los 10.1 puntos porcentuales del PIB de mayor ahorro durante las dos últimas décadas corresponden al aumento en 5.7% del PIB del ahorro empresarial no previsional, y secundariamente al del gobierno y a una reducción del desahorro previsional de las personas, ambos de 2.5% del PIB.

Ha sido, pues, la sistemática absorción del déficit previsional mediante una severa disciplina fiscal una de las principales fuentes

6 Una vez que el ahorro de los trabajadores tienda a estabilizarse como proporción del PIB (cuando, entre otros factores, la cobertura del nuevo sistema se estabilice), la evolución del déficit previsional pasará a ser el determinante del ahorro neto del sistema. Esta evolución será altamente sensible a la capacidad del sistema para proveer pensiones sin la necesidad de las garantías del Estado, sean éstas asistenciales y mínimas o beneficios no financiados de las Fuerzas Armadas (Arenas, 1999).

del aumento del ahorro nacional en Chile. En cuanto al ahorro privado no institucional (distinto al de la seguridad social), éste creció en respuesta a incentivos fiscales para la reinversión de utilidades: la reforma tributaria de 1984 redujo la tasa impositiva desde el 46% al 10% para las utilidades no distribuidas de sociedades con acciones de emisión pública, también rebajó para éstas –uniformándolas para todo el resto– las tasas de impuesto a las utilidades distribuidas desde un 43.3% a un 31.5%, y mantuvo una tasa de 31.5% para las empresas de responsabilidad limitada (Marfán, 1984; Arrau, 1994; 1996).

Así, el efecto directo de la reforma del sistema de pensiones sobre el ahorro nacional ha sido muy débil, y mucho mayor impacto han tenido las políticas que en general buscan fortalecer la inversión y el ahorro privados con independencia de la organización del sistema de pensiones. Adicionalmente a la generación de solvencia y ahorro del sector público y de incentivos fiscales ya comentados, elementos claves para lograr ese objetivo son i) la adopción de políticas macroeconómicas que promuevan el crecimiento a niveles próximos a su capacidad instalada, en un contexto de tipos de cambio y tasas de interés alineadas con las condiciones de competitividad; ii) los desarrollos institucionales en torno a la estabilidad política y los derechos de propiedad; iii) la solvencia de los intermediarios financieros; iv) los desarrollos productivos, y v) el contexto internacional (Agosin, 1998; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Jadresic y Zahler, 2000; CEPAL, 2000).

4. Conclusiones

La reforma del sistema de pensiones en Chile se orientó a mejorar los beneficios de los afiliados, superando las deficiencias del sistema antiguo, optando por un sistema de contribuciones definidas y la capitalización individual como mecanismo de financiamiento. El sistema ofrece la libertad de elección entre las AFP como mecanismo generador de eficiencia, en un mercado donde idealmente debieran competir distintas empresas privadas por la administración financiera de los fondos de pensiones. Es posible que sus beneficios mejoren en el futuro si aumentan la densidad de las cotizaciones y

los rendimientos del fondo y bajan las comisiones de administración. Asimismo, al cambiar las cotizaciones desde un impuesto para adquirir un beneficio definido de pensión a un ahorro obligatorio para adquirir un capital y financiar una pensión, un resultado secundario de la reforma ha sido la provisión de recursos para el mercado financiero, posibilitando el desarrollo de éste.

a) Eficiencia y equidad del sistema de pensiones

Al pasar desde beneficios a contribuciones definidas, la reforma redujo la injerencia política en el uso de los fondos del sistema de capitalización e impidió impulsar políticas redistributivas mediante los aportes de sus afiliados. De este modo, los beneficios que otorga el sistema reproducen las desigualdades propias del mercado de trabajo, pero se consideran justos desde la perspectiva de cada persona en tanto premian los esfuerzos de ahorros individuales. Sin embargo, también éste asume ahora todos los riesgos de gestión, financieros y laborales. Dado este escenario, se configuran preocupantes tendencias:

- Los gastos administrativos (incluidas la compra de una prima de seguro de invalidez y de sobrevivencia) representan un 24% de la tasa legal de contribución incluso tras 20 años de operación del sistema, situación que responde a una fuerte guerra de ventas y genera importantes costos comerciales.
- Los retornos a las inversiones de los fondos de pensiones han sido altamente volátiles y muestran una tendencia decreciente en el tiempo, derivando en retornos inferiores a los que hubieran obtenido en un sistema de reparto bien administrado para quienes han ingresado al sistema durante los últimos siete años.
- El papel subsidiario del Estado lo obligará a financiar el diferencial requerido para una pensión mínima tanto en el caso de los afiliados que no puedan ahorrar lo suficiente para alcanzarla, como en el de los indigentes que carecen de capacidad de ahorro. La evidencia indica que una gran proporción de la fuerza de trabajo continúa empleada en actividades independientes, en servicios domésticos o como asalariado en pequeñas empresas, ocupaciones todas cuya cobertura de seguridad social es

irregular. Además, los afiliados asalariados han visto reducidas las densidades de sus cotizaciones producto del comportamiento cíclico y estructural que presentan el subempleo y desempleo en la región. Es pues altamente probable que un importante segmento de afiliados termine calificando para pensiones asistenciales o mínimas, lo cual representará una enorme carga para el Estado.

- La reforma ha hecho recaer sobre el presupuesto fiscal todo el peso del financiamiento de las garantías estatales (pensiones mínimas y asistenciales y déficit de las Fuerzas Armadas) y de la deuda previsional civil que debió hacerse explícita. Al no existir un impuesto específico que cubriese este déficit (equivalente durante más de 20 años al 5.7% del PIB), se ha requerido de importantes ajustes fiscales.

Valorando la preocupación de las autoridades respecto de las responsabilidades de gasto fiscal futuro asociado a la reforma, diversas medidas pueden contribuir a mejorar la eficiencia y equidad del sistema, varias de ellas ya consideradas por las autoridades:

- Aumentar la cobertura de afiliados incorporando al sistema a trabajadores con capacidad de ahorro –independientemente de su relación de dependencia–, por ejemplo, evitando la discriminación tributaria que afecta a los independientes y diseñando cuidadosamente las garantías para soslayar incentivos perversos respecto de la incorporación y permanencia en el sistema.
- Sanciones más drásticas al incumplimiento de las obligaciones por parte de los empleadores.
- Mayores reducciones de costos para los afiliados, por ejemplo, reduciendo las comisiones a cambio de compromisos de su permanencia en una AFP por un determinado período.

b) El mercado de capitales, la inversión real y el sistema de pensiones

La reforma se ha constituido en un instrumento para el desarrollo del mercado de capitales, dada su potencial contribución a la superación de dos falencias históricas: la ausencia de ahorro financiero

de largo plazo y la aún insuficiente canalización de recursos hacia la inversión real.

Si bien el aporte de los trabajadores constituye ahorro de largo plazo, su disponibilidad para inversión en instrumentos financieros distintos a los bonos para pagar la deuda previsional preexistente a la reforma ha requerido de un importante esfuerzo de política pública. En efecto, ha demandado niveles de ahorro público suficientes para financiar la transición –permitiendo darle profundidad al sistema financiero– y posibilitado que los fondos de pensiones se trasformen en la principal fuente de inversión, representando hoy casi el 50% del cuasi-dinero de la economía (M7-M1). Para que el pilar de capitalización del sistema reformado pudiese generar flujos de ahorro financiero superiores al 3.4% del PIB, desde 1981 el Estado ha debido hacerse cargo de un déficit previsional anual promedio equivalente al 5.7% del PIB. En cambio, hasta diciembre de 2000, sólo un 36% del fondo de pensiones permanece invertido en instrumentos del Estado –en su mayoría bonos del Banco Central– para contribuir a la estabilización monetaria.

Para canalizar crecientemente los flujos de ahorro de largo plazo de los fondos de pensiones hacia las necesidades de inversión real en el país, es preciso continuar fortaleciendo el desarrollo financiero. Esto impone crear instancias donde las AFP puedan actuar en calidad de inversionistas financieros o como banca de segundo piso, invirtiendo en instrumentos asociados a proyectos de creación de riqueza, donde el riesgo sea cubierto mayoritariamente por la banca o por el intermediario financiero de primer piso. Además de representar las demandas de financiamiento de empresas y personas para sus necesidades de inversión, tales instrumentos deben combinar riesgo y rentabilidad, de manera que las clasificadoras privadas de riesgo los califiquen como elegibles –conforme a las normas regulatorias que rigen el portafolio de las AFP. Un ejemplo exitoso al respecto han sido las letras hipotecarias: la existencia de una hipoteca a favor de los bancos cubre apropiadamente el riesgo y la reajustabilidad de los pagos conforme varían los precios (expresados en unidades de fomento), al tiempo que garantiza una rentabilidad real positiva a largo plazo. Este desarrollo ha permitido

que un amplio grupo de familias pudiese acceder a la vivienda con financiamiento de los fondos de pensiones, pero la experiencia no se ha repetido con igual éxito en otras áreas de inversión.

Se requiere asimismo promover o fortalecer la labor de las empresas privadas clasificadoras de riesgo para que –en forma objetiva y reservada– puedan evaluar los riesgos de los proyectos de inversión a partir de información provista por las empresas, conforme a normas y condiciones de transparencia. Igualmente importante es la apertura de las estructuras de propiedad del capital para facilitar su adquisición por fondos administrados a nombre de terceros; por ejemplo, la transformación de empresas familiares en sociedades anónimas posibilitaría que éstas sean transadas en la Bolsa. Otra alternativa es el desarrollo de los fondos de inversión. En todos estos casos, sin embargo, es preciso asegurar la buena gobernabilidad corporativa para proteger los derechos de los inversionistas minoritarios.

En definitiva, los fondos de pensiones han contribuido a superar una de sus principales falencias históricas al proveer de ahorro de largo plazo, pero falta aún potenciar su contribución en la creación de riqueza, tanto desarrollando el mercado financiero, como rompiendo su segmentación para canalizar recursos en forma rentable hacia la pequeña y mediana empresa, segmento que genera los mayores niveles de empleo en el país.

Referencias bibliográficas

- Acuña, R. y A. Iglesias (2000), "La reforma a las pensiones", en F. Larraín y R. Vergara, *La transformación económica de Chile*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- Agosin, M. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en R. Ffrench-Davis y H. Reisen, 1998.
- Arellano, J. P. (1980), "Sistemas alternativos de seguridad social: un análisis de la experiencia chilena", *Colección Estudios CIEPLAN 4*, Santiago.
- Arenas de Mesa, A. (2000), "Cobertura previsional en Chile: lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado", *serie de Financiamiento del desarrollo*, No. 105, CEPAL, Santiago.
- _____ (1999), "El sistema de pensiones de Chile: resultados y desafíos pendientes", en *Encuentro latinoamericano y caribeño sobre las personas de edad. Seminario Técnico*, FNUAP/CEPAL/OPS, Santiago.
- Arrau, P. (1996), "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile: 1980-94", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 39, CEPAL, Santiago.
- _____ (1994), "Fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-93", *serie Financiamiento del desarrollo*, N°19, CEPAL, Santiago.
- Banco Central de Chile (1993), *Cuentas nacionales de Chile, 1985-1992* (síntesis anticipada).
- _____ (1989), *Indicadores económicos y sociales, 1960-1988*.
- _____ *Boletín mensual*, varios números.
- Bustamante, J. (1998), "El sistema chileno de pensiones", Seminario Internacional Reforma de Presidencia Social, Ministerio de Presidencia y Asistencia Social, Santiago.
- Bustos, R. (1995), "Reforma a los sistemas de pensiones: peligros de los programas opcionales en América Latina", en S. Baeza y F. Margozzini (eds.), *Quince años después: una mirada al sistema privado de pensiones*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.

- CEPAL (2000), *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, CEPAL Alfaomega, segunda edición.
- _____ (1998), *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, Santiago.
- _____ (1995), "Reformas a los sistemas de pensiones de América Latina y el Caribe", *serie de Financiamiento del desarrollo*, N° 29, Santiago.
- _____ (1992), *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, Santiago.
- Corsetti, G. y K. Schmidt-Hebbel (1994), "Pension reform and growth", mimeo, Banco Mundial, Washington, D.C.
- De Castro, S. y otros (1992), *El ladrillo. bases de la política económica del Gobierno Militar Chileno*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- Diamond, P. (1995), "Economic support in old age", Annual Bank Conference on Development Economics, Banco Mundial, Washington D.C.
- _____ (1994), "Privatization of social security: lessons from Chile", *Revista de Análisis Económico*, vol. 9, N° 1, Ilades/Georgetown University.
- Dirección de Presupuestos (1998), *Estadísticas de las finanzas públicas 1989-1997*.
- Eatwell, J. (1999), "The anatomy of the pension 'crisis'", en *Economic Survey of Europe*, No. 3, ECE, United Nations, Geneva.
- Ffrench-Davis, R. y H. Reisen (1998), eds., *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Mc Graw-Hill, Santiago.
- Held, G. (1994), "¿Liberalización o desarrollo financiero?", *Revista de la CEPAL*, N°54.
- _____ y A. Uthoff (1995), "Indicators and determinants of saving for Latin América and the Caribbean", *serie Financiamiento del desarrollo*, No. 25, CEPAL, Santiago.
- Holzmann, R. (1997), "On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 48, CEPAL, Santiago.
- Iglesias, A. y R. Acuña (1992), *Sistemas de pensiones en América Latina. Chile: experiencia con un régimen de capitalización 1981-91*, CEPAL/

- PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- Jadresic, E. y R. Zahler (2000), "Chile's rapid growth in the 1990s: good policies, good luck or political change?", *IMF Working Paper*, Washington, D.C.
- Kast, M. (1974), "Estudio sobre reforma previsional", Oficina de Planificación Nacional (ODEPLAN), Santiago.
- Larraín, C. (1996), "Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta", *serie Financiamiento del desarrollo*, No. 37, CEPAL, Santiago.
- Marcel, M. y A. Arenas de Mesa (1992), "Social security reform in Chile", *Occasional Papers*, Inter-American Development Bank (IDB), Washington D.C.
- Marfán, M. (1984), "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, Santiago.
- Mesa-Lago, C. (2000), "Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina", *serie Financiamiento del desarrollo*, No. 93, CEPAL, Santiago.
- _____ (1998), "La reforma estructural de pensiones en América Latina: tipología, comparación de presupuestos y enseñanzas", en A. Bonilla y A. Conte-Grans (comps.), *Pensiones en América Latina: dos décadas de reformas*, Oficina Internacional de Trabajo, Lima.
- Piñera, J. (1991), *El cascabel al gato: la batalla por la reforma previsional*, Editorial Zig-Zag, Santiago.
- Queisser, M. (1995), "Chile and beyond: the second generation of reforms in Latin America", *International Social Security Review*, vol. 48, No. 3-4.
- Ruiz-Tagle, J. (2000), "Reformas a los sistemas de pensiones en los países del Mercosur y Chile", *Opciones*, Friedrich Ebert Stiftung, Santiago.
- Schulthess, W. y G. Demarco (1993), *Sistema de pensiones en América Latina. Argentina: Evolución del sistema nacional de previsión social y propuesta de reforma*, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.

- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) (1998), *Boletín estadístico* N° 143, Santiago.
- _____ (1994), *El sistema chileno de pensiones*, Santiago.
- Uthoff, A. (1995) "Reforma a los sistemas de pensiones en América latina y el Caribe", *serie Financiamiento del desarrollo*, No. 29, CEPAL, Santiago.
- _____ y R. Szalachman (eds.) (1992), *Sistemas de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: Costa Rica, Guatemala, México, Colombia*, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- _____ (eds.) (1991), *Sistemas de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: Costa Rica, Ecuador, Uruguay y Venezuela*, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- Vial, J. y M. Marfán (1995), "Políticas para el crecimiento económico en los 90. El caso de Chile", *Notas Técnicas de CIEPLAN*, N° 157.
- Wagner, G. (1991) "La seguridad social y el programa de pensión mínima garantizada", *Cuadernos de Economía*, vol. 18, No. 1.
- Zurita, S. (1994), "Minimum pension insurance in the Chilean pension system", *Revista de Análisis Económico*, vol. 9, No. 1, Ildes/Georgetown University.