



La Transformación Económica de Chile

Felipe Larraín B. y Rodrigo Vergara M.

EDITORES

Rodrigo Acuña

Cristián Aedo

Harald Beyer

Fernando Coloma

Gabriel Del Fávoro

Sebastián Edwards

Eduardo Engel

Ronald Fischer

Juan Andrés Fontaine

Alexander Galetovic

Dominique Hachette

Arnold Harberger

Augusto Iglesias

Ricardo Katz

Ricardo Paredes

Andrés Reinstein

Patricio Rojas

Francisco Rosende

Aristides Torche

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS



Capítulo 11

La Reforma a las Pensiones

RODRIGO ACUÑA R. • AUGUSTO IGLESIAS P.

La reforma a los programas de pensiones en Chile es la principal característica de la agenda de un nuevo gobierno. La implementación puntual de las cotizaciones obligatorias en la administración pública de los Estados y en la libertad de los trabajadores privados para elegir entre distintos regímenes de contribuciones, según el momento del retiro entre diferentes alternativas de provisión.

La reforma de 1980 se conoce como "El sistema de AFP" (Administración de Fondos de Pensiones) y fue una de las muchas medidas que, desde mediados de la década de los 70 y hasta fines de los 80, dieron forma a un nuevo modelo de desarrollo económico y social en Chile. La reforma creó un nuevo sistema previsional y este modelo económico se expresó, en las palabras de "Alcorno" del Estado de la época: "No es posible crear un sistema de pensiones viable si no aquí se ha creado a la mismo tiempo no hay una concepción de que hay que buscar una nueva estrategia de desarrollo económico y social basada en la libertad de los mercados, en el individuo y en las acciones económicas que son creadoras de riqueza. La reforma previsional fue parte de un modelo global... que persiguió reducir fuertemente el tamaño del Estado, y eliminar los monopolios, tanto corporativos como estatales."

Esta singular transformación económica ha despertado gran interés entre analistas e líderes de opinión extranjeros que desde los años 80 se han interesado en Chile. En esta muchas razones que explican la popularidad de la reforma previsional. En primer lugar, los buenos resultados del sistema después sus primeros años de funcionamiento han servido para estimular el interés por el sistema. Que estos resultados que un día parecían conceptualmente atractivos que, además, funcionan en la práctica, ha sido un argumento fuerte en nombre de quienes habían promovido este tipo de reforma. Por otra parte, el antiguo sistema de pensiones chileno compartía muchos de sus características e, por lo tanto, se comparaba sus problemas, con los sistemas de pensiones de otros países de América Latina y hasta de la región, para los cuales el Estado de la reforma representaba la esperanza de una solución efectiva. Un punto más de sus primeros programas de pensiones, los hechos, la reforma creó un nuevo sistema de contribuciones a las reformas de muchos

RODRIGO ACUÑA R. Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Posgrado en Macroeconomía Aplicada, PUC. Socio y gerente general de Prim-América Consultores, S.A. Email: consultores@primamerica.cl

AUGUSTO IGLESIAS P. Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Master en Economía, Universidad de California, Los Angeles. Socio y presidente del directorio de PrimAmérica Consultores, S.A. Email: consultores@primamerica.cl

Se agradecen los comentarios de Rodrigo Vergara, Salvador Valdés y Andras Uthoff.

I. INTRODUCCIÓN

En 1980 se aprobó una revolucionaria reforma a los programas de pensiones para el sector civil de la seguridad social, cuya principal característica fue la creación de un nuevo sistema basado en la capitalización individual de las cotizaciones obligatorias, en la administración privada de los fondos, y en la libertad de los trabajadores cubiertos para elegir entre distintas empresas administradoras y, llegado el momento del retiro, entre diferentes alternativas de pensión.

La reforma de 1980 es conocida como "el sistema de AFP" (Administradoras de Fondos de Pensiones) y fue uno de los muchos cambios que, desde mediados de la década de los 70 y hasta fines de los 80, dieron forma a un nuevo modelo de desarrollo económico y social en Chile. La estrecha relación entre la reforma previsional y este modelo económico se expresa, en las palabras del Ministro del Trabajo de la época: "No es posible crear un sistema de pensiones como el que aquí se ha creado si al mismo tiempo no hay una convicción de que hay que fundar una nueva estrategia de desarrollo económico y social basada en la libertad de los mercados, en el individuo y en los actores económicos que son creadores de riqueza. La reforma previsional fue parte de un modelo global... que persiguió reducir fuertemente el tamaño del Estado y eliminar los monopolios, tanto empresariales como sindicales"¹.

Esta singular transformación económica ha despertado gran interés entre analistas y líderes de opinión extranjeros que miran con atención la experiencia chilena. Existen muchas razones que explican la popularidad de la reforma previsional. En primer lugar, los buenos resultados del sistema durante sus primeros años de funcionamiento han servido para estimular el interés por el mismo. Que exista una solución que no sólo parece conceptualmente atractiva sino que, además, funciona en la práctica, ha sido un argumento fuerte en manos de quienes desean promover este tipo de reforma. Por otra parte, el antiguo sistema de pensiones chileno compartía muchas de sus características y, por lo tanto, muchos de sus problemas, con los sistemas de pensiones de otros países de América Latina y fuera de la región, para los cuales el éxito de la reforma representa la esperanza de una solución efectiva a los problemas de sus propios programas de pensiones. De hecho, la reforma chilena ha servido de referencia a las reformas de muchos otros países. Así, hasta la fecha —y además de Chile—, ocho países latinoamericanos (Perú, en 1992; Colombia y Argentina, en 1993; Uruguay, en 1995; México, Bolivia y El Salvador, en 1996; y Venezuela, en 1998) han aprobado reformas que incluyen un sistema de capitalización individual. Fuera de América Latina se encuentran los casos de Hungría (1998), Kazajstán (1998) y Polonia (1998), países que también han introducido elementos de capitalización individual en sus propios sistemas de pensiones.

¹ Piñera (1991b, p. 137).

Se trata, por otra parte, de una solución innovadora que se aleja de la tradición en materias de seguridad social, pero que al mismo tiempo es coherente con los principios que caracterizan los modelos de desarrollo económico que se han comenzado a imponer en el mundo desde el derrumbe de los "socialismos reales" en Europa Oriental. Así, el caso chileno ha servido para destacar la importancia de la reforma previsional en las estrategias de crecimiento. En particular, la interacción entre el proceso de acumulación de fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales y el efecto de estos cambios sobre el ahorro nacional, han sido algunos aspectos de la reforma chilena que han llamado más la atención. Finalmente, durante los últimos años distintas instituciones de financiamiento multilateral han comenzado a promover reformas que siguen muy de cerca el caso chileno, lo que también ha contribuido a la difusión del sistema de AFP.

El objetivo de este trabajo es describir la reforma previsional de 1980, presentar sus resultados principales e identificar posibles áreas de perfeccionamientos futuros.

II. LA DECISIÓN POR EL SISTEMA DE AFP

II.1. Antecedentes de la reforma

La reforma previsional de 1980 tiene dos antecedentes principales. El proyecto preparado por un grupo de economistas vinculados a la Pontificia Universidad Católica de Chile, que en 1972 comenzó a trabajar en un programa económico inspirado en las ideas de libre mercado —conocido como *El Ladrillo*— que fuese una alternativa al que entonces se aplicaba en Chile bajo el gobierno de Salvador Allende, y el trabajo desarrollado en Odeplan (Oficina de Planificación Nacional), entre 1974 y 1977, bajo la dirección de Miguel Kast².

Los autores de *El Ladrillo* propusieron una "nueva política de seguridad social" que incluía el desarrollo de un sistema que fuese "justo y eficiente". El nuevo sistema estaría formado por dos subsistemas: uno, estatal, que pagaría una pensión mínima a todos los trabajadores cubiertos, más otro basado en un sistema de ahorro "que se depositaría mensualmente en una institución especializada de acuerdo a un mecanismo contractual de administración delegada de esos fondos". Estos fondos se "cobrarían" sólo en la forma de pensión vitalicia y serían administrados por instituciones especializadas "semejantes" a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, las que, además, podrían administrar el sistema "prepagado" de salud, los seguros de accidentes del trabajo y los seguros de cesantía.

En *El Ladrillo* se pueden identificar dos elementos que caracterizaron a la reforma que finalmente se aprobó en 1980. Primero, la convicción de que la solución a los problemas de la seguridad social exigía el diseño de un nuevo sistema y que, en consecuencia, no bastaba con ajustes o reformas parciales a los pro-

² Ver De Castro y otros (1992) y Kast (1974).

gramas tradicionales. En segundo lugar que, para evitar que se repitieran los problemas del sistema antiguo, era necesario introducir competencia en la administración, junto a mecanismos de ahorro contractual.

Aunque este modelo representaba una alternativa radicalmente diferente de las ideas sobre seguridad social prevalentes en esa época (y sólo esa razón ya sería suficiente para calificarlo como un esfuerzo excepcional), no logró alejarse totalmente de esa tradición. Así, por ejemplo, se incluía una propuesta para que las entidades administradoras del nuevo sistema de pensiones fuesen semejantes a las cooperativas y estuviesen dirigidas por representantes de los ahorrantes, y otra para formar una "Unidad Central Coordinadora" que podría, eventualmente, otorgar respaldo y seguridad financiera al sistema³.

Las ideas de *El Ladrillo* sirvieron de base para el diseño de las propuestas de reforma que se comenzaron a preparar en Odeplan prácticamente desde inicios del gobierno militar que asumió el poder en 1973⁴. El primer modelo que surgió de este trabajo conservaba las características generales de la solución desarrollada en *El Ladrillo*, pero introducía algunos cambios puntuales. Así, por ejemplo, se reemplazó la idea de un subsistema estatal que pagaba una pensión mínima a todos los mayores de 65 años, por un esquema según el cual el Estado sólo financiaba la diferencia entre el saldo que se necesitaría para obtener una pensión al menos igual a un valor mínimo y el saldo efectivamente capitalizado por el trabajador a los 65 años (diseño muy similar al que finalmente se aprobó). Además, se incluyó una autorización para que los trabajadores "que hubiesen superado con sus ahorros el *stock* de capital requerido para otorgarles la pensión mínima" pudiesen usar esa diferencia como aval para optar a préstamos en otras instituciones.

Por otra parte, llama la atención que, en algunos aspectos, el modelo de Odeplan representaba una solución menos "liberal" y que hacía más "concesiones" a la tradición de seguridad social que la propuesta de *El Ladrillo*. Así, por ejemplo, se proponía un régimen de inversiones que obligaba a las sociedades administradoras a garantizar con su patrimonio una rentabilidad real neta a los ahorrantes de, a lo menos, 6% anual. Asimismo, se fijaba un tope máximo de 2% de los activos líquidos a los gastos de administración. Respecto a las administradoras, se proponía un esquema donde "cada Asociación sea de sus ahorrantes... Estos elegirán un Directorio, el cual será encargado de contratar a la persona natural o jurídica más idónea para la administración de los fondos allí depositados"⁵.

A fines de 1974, la Junta Militar de Gobierno rechazó esta propuesta, pero simultáneamente le encargó a Odeplan que, en conjunto con el Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, profundizara los estudios realizados. Durante los años siguientes, Odeplan presentó distintas versiones de su proyecto original, pero cada una de ellas fue rechazada en su oportunidad⁶.

³ Ver prólogo en De Castro y otros (1992, p. 11).

⁴ Ver Kast (1974).

⁵ Kast (1974, p. 56).

⁶ Infante (1997).

Finalmente, a fines de 1980 el gobierno militar dio apoyo político a una nueva versión del proyecto de reforma que, desde mediados de 1979, venía preparando un equipo liderado por el entonces ministro del Trabajo y Previsión Social, José Piñera E. Este proyecto (que en noviembre del mismo año 1980 se transformaría en el D.L. 3.500) refleja, con gran consistencia, los principios del nuevo modelo de política económica que se estaban aplicando en el país; así, desaparece la figura de empresas cooperativas como instancia de administración de los fondos y se opta por un esquema basado en empresas privadas y competitivas; se elimina la garantía de rentabilidad absoluta a cuenta de las sociedades administradoras; y queda bien definido el rol subsidiario del Estado en el sistema de pensiones.

Tal como lo señaló el entonces ministro Piñera, "el gobierno de los uniformados jamás fue un todo monolítico. Alojaba en su interior las más diversas tendencias y entre sus partidarios figuraba gente de muy distinta orientación, incluyendo muchos que veían con recelo tanto la posibilidad de dar cabida al sector privado en este plano, como la de entregar a los trabajadores mayor autonomía, libertad y control sobre su futuro previsional"⁷. La evolución del modelo de reforma, desde su versión primera y más general en *El Ladrillo* hasta el D.L. 3.500, de 1980, refleja esta situación. Así, los sucesivos textos van mostrando, junto al natural aprendizaje de los equipos técnicos responsables, la forma en que las ideas económicas de libre mercado defendidas por un grupo de funcionarios públicos y asesores del gobierno militar eran gradualmente aceptadas y recogidas por quienes entonces detentaban el poder político.

Por otra parte, aun sin abandonar sus principios fundamentales, el proyecto de reforma tuvo que acomodarse a las restricciones políticas y a la realidad económica del momento. Así, en algunos casos se optó por soluciones de compromiso. Ésta fue una de las razones por las cuales se excluyeron a las Fuerzas Armadas del nuevo sistema y también explica por qué la incorporación a las AFP sólo fue obligatoria para los trabajadores jóvenes que entraban a la fuerza de trabajo después de 1983. Al mismo tiempo, la fuerte preocupación de las autoridades políticas por la seguridad de los fondos, estimulada por la percepción de que la fiscalización del sector financiero no había sido capaz de controlar fraudes y malas prácticas administrativas en algunas instituciones bancarias, llevó a establecer una serie de regulaciones específicas extraordinariamente exigentes y detalladas que restan libertad de gestión a los administradores y que parecen contradictorias con el principio de gestión privada que caracteriza al sistema.

II.2. Claves de la reforma

Hay tres elementos que ayudan a entender por qué se decidió desarrollar un sistema de pensiones totalmente nuevo y no se optó por la alternativa más fá-

⁷ Piñera (1991a, p. 15).

cil de "mejorar" el existente y que sirven también para explicar algunas de las características de diseño más específicas del nuevo sistema:

- Al momento de la reforma el antiguo sistema de pensiones ya estaba en crisis y prácticamente todos los diagnósticos coincidían en señalar que se necesitaba de cambios profundos para sacarlo de esa situación.
- El nuevo sistema de pensiones fue concebido como parte de un conjunto de reformas económicas y sociales y se diseñó en base a los mismos principios sobre los cuales se construyó el modelo de desarrollo que se empezó a aplicar desde comienzos del gobierno militar.
- Un objetivo principal de la reforma previsional fue encontrar formas de diseño que permitieran proteger los recursos de los riesgos políticos que representaban las permanentes presiones sobre los programas de la seguridad social de distintos grupos de interés que buscaban privilegios especiales.

a) *Los problemas del sistema antiguo*

Ya desde bastante antes de la reforma de 1980 se había extendido en Chile la idea de que los programas de pensiones debían ser profundamente reformados.

Una razón era la magnitud de los desequilibrios financieros que se proyectaban. Así, un estudio de 1983 estimó, en base a las tasas históricas de crecimiento de ingresos y egresos, que el déficit crecería rápidamente hasta alcanzar niveles entre 10,3% y 16,1% del PIB, el año 2000. Para la misma fecha, se estimaba el aporte fiscal en 21,5% del PIB⁸. Naturalmente, un resultado de ese tipo habría sido imposible de sostener, por lo que se veía como inevitable programar recortes de beneficios y aumentos en tasas de cotización los que hubiesen sido políticamente muy resistidos y, además, hubiesen deteriorado aun más la calidad de la protección social que ofrecía el sistema. De hecho, ya el año 1979, y antes de la creación del sistema de AFP, se realizaron importantes ajustes que permitieron reducir el desequilibrio de caja del sistema (ver sección III.3).

Las principales causas del deterioro financiero del sistema previsional antiguo fueron la deficiente administración de los recursos financieros⁹; el uso de las cotizaciones previsionales para financiar otro tipo de beneficios¹⁰; la evasión de cotizaciones; la creación de nuevos beneficios sin su correspondiente financiamiento; y el otorgamiento de beneficios especiales a los imponentes de determinadas cajas de previsión (perseguidora¹¹; jubilación anticipada). De hecho, entre 1955 y

⁸ Wagner (1983).

⁹ Ejemplos de esto último son el otorgamiento de créditos y la construcción de viviendas para beneficio de una minoría, sin salvaguardar el valor real del capital invertido o prestado, y la inversión en bonos a valor nominal por debajo de la inflación. Godoy y Valdés (1994, págs. 138 y 139).

¹⁰ Cheyre (1991, p. 72).

¹¹ Pensiones que se reajustaban según las variaciones de las remuneraciones de los trabajadores activos en los mismos cargos que habían tenido los pensionados.

1979 la relación entre activos y pasivos cayó desde 12,2 a 2,5, lo que no puede explicarse sólo por tendencias demográficas y corresponde más bien a los efectos de una extrema generosidad para conceder beneficios.

Otro problema del régimen antiguo era la fragmentación en la administración. La afiliación no era libre, sino que dependía del sector económico donde se desempeñara el trabajador. Así, en 1980 había 32 cajas de previsión y más de 100 regímenes previsionales. Además, la falta de competencia hacía que las Cajas no tuviesen incentivos para actuar con eficiencia¹².

Por otra parte, las tasas de cotización eran altas y diferían entre las distintas entidades. Así, la tasa de cotización total para todos los programas de la seguridad social alcanzó su máximo nivel en marzo de 1974, con un promedio ponderado de 61,9% del sueldo imponible en las tres principales Cajas y un rango entre 59% y 69%. En esa misma fecha, la tasa de cotización para pensiones fluctuaba entre 16% y 26% del sueldo imponible, con un promedio de 22,8%¹³. Esta situación incentivaba la evasión y se traducían en distorsiones de importancia sobre el mercado del trabajo.

Por otra parte, también había fuertes diferencias en los niveles de beneficio y en los requisitos que se debían cumplir para obtenerlos. El nivel máximo de la pensión por vejez al momento del retiro del trabajador fluctuaba, en las tres principales Cajas, entre 61% y 87% del sueldo imponible, con un promedio de 68%. Las edades exigidas para pensionarse por vejez variaban entre 55 y 65 años, pero existían pensiones de antigüedad (excepto en el SSS) que se otorgaban, dependiendo de la Caja, con 13 a 35 años de servicios o imposiciones. El nivel de las pensiones otorgadas por las Cajas de Previsión fue disminuyendo en el tiempo. No existían (salvo excepciones para grupos privilegiados) mecanismos de reajustabilidad automática, sino que los reajustes dependían de la disponibilidad de recursos fiscales y de las necesidades electorales del gobierno¹⁴.

Entre 1962 y 1980, las pensiones promedio de vejez pagadas por las tres principales Cajas de Previsión disminuyeron, en términos reales, en 42,7% (tasa anual de -2,0%). Un 70% de los trabajadores obtenía el monto mínimo de pensión. Además de no tener seguridad respecto al nivel real de sus pensiones en el tiempo, los trabajadores no tenían certeza de recibir los beneficios, pues las cajas exigían, en la mayoría de los casos, tener la calidad de imponente al momento de solicitarlos, de manera que un trabajador cesante no podía obtener la pensión aun cuando hubiera cotizado durante todo el período anterior de su vida laboral. En el Servicio de Seguro Social, institución que contaba en 1979 con el 65% de los imponentes activos (fundamentalmente, obreros y algunos grupos de independientes), había una exigencia especial de densidad de cotizaciones¹⁵.

¹² Cheyre (1991, pp. 40-57)

¹³ Promedio del Servicio de Seguro Social (SSS), Caja de Previsión de Empleados Particulares (EMPART) y Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas: Sección Empleados Públicos (CANAEMPU).

¹⁴ Godoy y Valdés (1994, p. 142).

¹⁵ No inferior a 0,5 durante el período de afiliación. Cheyre (1991, pp. 46-47).

Que la seguridad social debía ser reformada era entonces una cuestión sobre la cual prácticamente existía consenso. De hecho, ya en 1956 una misión de expertos extranjeros (Klein-Sacks) había sugerido hacer cambios de importancia que finalmente no se hicieron efectivos. Nuevas recomendaciones de reformas fueron propuestas por una comisión *ad hoc* convocada en 1960 (Comisión Prat), y otras se incluyeron en un proyecto de ley enviado al Congreso Nacional por el Presidente Eduardo Frei Montalva en 1968. Sin embargo, como no había un diagnóstico común sobre las causas de la crisis, y también porque los problemas se comenzaron a manifestar en una época en la cual se vivía un alto grado de conflicto político, no fue posible lograr acuerdos respecto a las características de la solución que se debía dar al problema. Así, desde comienzos de los años 60, todos los intentos por introducir cambios de importancia a los distintos programas se vieron frustrados por la oposición de variados grupos de interés que lograron paralizar las correspondientes iniciativas parlamentarias. De hecho, la misma reforma de 1980 fue duramente cuestionada por críticos que argumentaron que el sistema antes vigente no necesitaba ser reemplazado, y que bastaba con reformas paramétricas (ajustes en edades de pensión; tasas de cotización; condiciones para acceder los beneficios) para restablecer su equidad y equilibrio financiero¹⁶.

b) *Reforma previsional y modelo económico*

Para los responsables de la reforma de 1980, los problemas de la seguridad social eran otra manifestación más del fracaso de un modelo de desarrollo económico y social que debía ser reemplazado y, en consecuencia, no se podían atribuir a episodios aislados de mala administración o a fallas puntuales de diseño que se pudiesen corregir con ajustes parciales. Conforme a este enfoque, la reforma debía ser profunda y radical, pues los principios sobre los cuales se había construido el "sistema de reparto" eran equivocados y el sistema de seguridad social debía reconstruirse a partir de bases nuevas y distintas. En palabras de José Piñera, "...el error básico radicaba en la concepción colectivista del hombre y de la sociedad que inspiró al sistema antiguo. Dicha inspiración proviene de una noción ideológica errada sobre la naturaleza y conducta del ser humano, y ha predominado e influido en muchas decisiones públicas adoptadas en Chile en las últimas décadas"¹⁷.

En consecuencia, el nuevo sistema de pensiones se fundamentó en los mismos principios que guiaron la política económica del gobierno militar y, en general, sus características específicas de diseño son concordantes con estos principios.

¹⁶ Por ejemplo, ver Arellano (1981).

¹⁷ Piñera (1988, p. 320).

c) *Riesgo político*

La historia de la seguridad social chilena ha sido descrita como una ininterrumpida secuencia de creación de regímenes especiales para grupos con poder político y de uso de los recursos que recaudaban los programas de pensiones para financiar otro tipo de beneficios sociales.

Esta situación era quizás la manifestación más peligrosa de las fallas "estructurales" del antiguo sistema de pensiones. Al no existir libertad de elección, ni tampoco una relación directa entre el valor de los beneficios recibidos y los aportes que se hacían al sistema, y por estar centralizado el proceso de toma de decisiones, era inevitable que se volcaran sobre el poder político las presiones de distintos grupos de trabajadores que buscaban crear nuevos programas en su propio beneficio¹⁸. Así, "la sucesiva aparición de grupos protegidos por diversos regímenes previsionales se puede explicar en términos políticos como el resultado de negociaciones y transacciones de beneficios previsionales a cambio de favores políticos que eran considerados conquistas sociales por cada grupo"¹⁹. Además, de esta forma los propios agentes políticos ganaban poder para manipular la libertad de dichos grupos, "bajo fórmulas clientelistas típicas"²⁰.

Proteger las cotizaciones previsionales obligatorias del riesgo que representan los ciclos político-económicos de corto plazo, se transformó entonces en un objetivo central de la reforma. Muchas de las características de diseño del nuevo sistema de pensiones no se pueden entender sin considerar este antecedente.

III. LA REFORMA DE 1980

III.1. El sistema de AFP en la seguridad social

La seguridad social chilena incluye programas de pensiones contributivas y no contributivas, de salud, accidentes del trabajo, prestaciones familiares y beneficios asistenciales (véase Cuadro 1). Al igual que las pensiones, muchos de estos programas fueron reformados durante las décadas de los 70 y 80.

Por otra parte, el sistema de AFP constituye sólo uno de los programas de pensiones incluidos en la seguridad social, al que se suman los programas de pensiones del sistema antiguo administrados por el Instituto de Normalización Previsional (INP), los programas de pensiones mínimas y asistenciales (que corresponden al "primer pilar" del sistema de pensiones), y los programas de las FFAA.

¹⁸ Piñera (1988, p. 321).

¹⁹ Godoy y Valdés (1994, p. 140).

²⁰ Godoy y Valdés (1994, p. 141).

a) *Los programas de pensiones del régimen antiguo*

El desarrollo y consolidación del nuevo sistema de pensiones y la caída en el número de afiliados a las antiguas cajas de previsión hacía injustificado mantener distintas instituciones previsionales estatales funcionando en forma independiente. Por esta razón, en 1980 se adoptó la decisión de fusionarlas en el INP. Actualmente, el INP sigue administrando los programas de pensiones de quienes optaron por permanecer en el régimen antiguo en lugar de incorporarse a las AFP. Además de recibir las cotizaciones y de pagar las pensiones de estos trabajadores, el INP es también responsable de calcular y emitir los Bonos de Reconocimiento de los trabajadores que se traspasaron al sistema de AFP y que tienen derecho a este instrumento por haber realizado cotizaciones en las Cajas de Previsión (ver Sección III.2.b). Estas funciones son transitorias y finalizarán cuando se terminen de pagar las últimas pensiones a los trabajadores que no se traspasaron de sistema.

Además, el INP administra las prestaciones por accidentes del trabajo y enfermedades profesionales (incluidas pensiones) de trabajadores cuyas empresas no están afiliadas a las mutuales de seguridad; los programas de indemnizaciones por años de servicio, y otros beneficios.

b) *Pensiones mínimas y asistenciales*

Las pensiones mínimas existen en la legislación de la seguridad social desde 1952. Inicialmente, este beneficio sólo cubría a los pensionados por vejez del Seguro Social; luego, en 1963 se estableció un programa de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia para los empleados del sector público y privado, y en 1974 se eliminó la diferencia entre empleados y obreros.

La reforma previsional de 1980 otorgó el derecho a pensión mínima de vejez, invalidez y sobrevivencia a todos los afiliados del sistema AFP que no acumulen fondos suficientes para financiar un beneficio de monto igual o superior a dicha pensión y que cumplan con los requisitos correspondientes. El Estado se hace cargo del pago una vez que se agotan los fondos de las cuentas individuales, lo que permite focalizar el gasto sólo en quienes efectivamente más lo necesitan. Así, la pensión mínima, el "primer pilar" del nuevo sistema de pensiones chileno, se financia con recursos del presupuesto fiscal y su valor se fija por ley (véase Cuadro 2).

El programa de pensiones asistenciales se estableció en 1975 y otorga pensiones a las personas mayores de 65 años y a los inválidos carentes de recursos. En estos grupos se incluyen a las personas que tengan ingresos inferiores al 50% de la pensión mínima. El monto mínimo de las pensiones asistenciales es, aproximadamente, un tercio de la pensión mínima y el beneficio es incompatible con cualquier otra pensión²¹.

Las pensiones asistenciales son pagadas por el INP.

²¹ Ver Novoa (1977).

CUADRO 1
CHILE: PRINCIPALES PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Prestaciones	Beneficios	Entidades Administradoras							
		Privadas				Públicas			
		AFP (1)	Isapres (2)	CCAF (3)	Mutualidades	INP (4)	CAPREDENA y DIPRECA (5)	Servicios de Salud	FONASA (6)
Pensiones	- Invalidez común	X				X	X		
	- Invalidez por accidentes del trabajo y enfermedades profesionales				X	X	X		
	- Vejez	X				X	X		
	- Sobrevivencia	X				X	X		
	- Mínimas					X	X		
	- Asistenciales					X			
Salud	- Prevención y curación		X				X	X	X
	- Subsidios incapacidad laboral		X	X			X	X	
	- Accidentes del trabajo y enfermedades profesionales				X	X	X		
Prestaciones Familiares	- Asignación familiar			X		X			
	- Subsidios maternales		X					X	
	- Reposo hijo menor			X				X	
	- Otros beneficios			X					
Desempleo	Subsidio de cesantía			X		X			

(1) Administradoras de Fondos de Pensiones

(2) Instituciones de Salud Previsional

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar

(4) Instituto de Normalización Previsional

(5) Caja de Previsión de la Defensa Nacional y Dirección General de Previsión de Carabineros

(6) Fondo Nacional de Salud

Fuente: CIEDESS (1994) y elaboración propia.

CUADRO 2
 PENSIÓN MÍNIMA, SALARIO MÍNIMO Y SALARIO PROMEDIO
 (Dólares de diciembre de 1998)

Año	Salario Mínimo	Salario Prom. cotizable	Pensión Prom. Mínima*	Pensiones Asistenciales	(3) / (1)	(3) / (4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1981	158,3	-	93,7	46,6	0,6	2,0
1982	131,1	397	88,9	44,2	0,7	2,0
1983	111,8	342	84,6	42,1	0,8	2,0
1984	90,9	311	95,0	47,2	1,0	2,0
1985	101,2	284	77,0	38,3	0,8	2,0
1986	94,9	316	81,6	37,3	0,9	2,2
1987	87,5	297	78,2	33,4	0,9	2,3
1988	96,5	322	80,4	40,0	0,8	2,0
1989	101,6	359	84,7	37,5	0,8	2,3
1990	115,2	379	92,5	37,5	0,8	2,5
1991	123,3	389	103,7	43,9	0,8	2,4
1992	127,9	413	105,9	46,3	0,8	2,3
1993	135,8	448	105,8	42,9	0,8	2,5
1994	141,4	473	105,7	45,1	0,7	2,3
1995	147,6	502	116,3	46,7	0,8	2,5
1996	153,9	524	116,2	49,8	0,8	2,3
1997	158,2	549	121,9	50,1	0,8	2,4
1998	170,4	551	121,5	56,9	0,7	2,1

* Para menores de 70 años.

Fuente: Arenas y Marcel (1999), para cifras de pensiones y salario mínimo. Para otras cifras, Boletín Estadístico de la Superintendencia de AFP (cifras corresponden a valores en diciembre de cada año).

c) Pensiones para las Fuerzas Armadas

Los programas de previsión de las Fuerzas Armadas quedaron al margen de las reformas, y su administración siguió bajo responsabilidad de la Caja de Previsión de la Defensa Nacional (CAPREDENA) y de la Dirección General de Previsión de Carabineros (DIPRECA).

El sistema de pensiones de las Fuerzas Armadas es deficitario y las prestaciones se financian prácticamente en su totalidad con aportes fiscales. Según información de la Ley de Presupuestos de 1997, la relación entre aporte fiscal y gasto en pensiones fue de 93% en CAPREDENA y 95% en DIPRECA²².

²² De la Cerda (1997, p. 231).

Los argumentos para dejar a las FFAA fuera del sistema de AFP fueron principalmente de carácter político. De hecho, aunque en la época de la reforma los encargados de la previsión de las Fuerzas Armadas señalaban que no era conveniente que empresas privadas manejaran información sobre los uniformados, y que las características de la vida militar planteaban requerimientos distintos al sistema de pensiones civil, particularmente respecto al seguro de invalidez y sobrevivencia y a las condiciones de retiro, el equipo técnico de gobierno de la época estimaba que en cada uno de estos problemas cabía la posibilidad de llegar a soluciones técnicas satisfactorias²³.

III.2. Características del sistema de AFP

El sistema de AFP comenzó a operar en mayo de 1981. Sus principales características son: capitalización individual de contribuciones definidas; pensiones de vejez cuyo valor depende del saldo acumulado en la cuenta individual de cada trabajador; pensiones de invalidez y sobrevivencia cuyo valor es proporcional a la renta imponible del afiliado; libertad de los trabajadores para escoger institución administradora y forma de recibir las pensiones; administración privada de las cuentas individuales y de los fondos de pensiones, y rol subsidiario del Estado, por la vía de la regulación y fiscalización del sistema, del financiamiento de pensiones mínimas y del otorgamiento de algunas garantías.

a) *Beneficios*

El sistema de AFP ofrece los beneficios de pensiones por vejez, invalidez común, sobrevivencia y cuota mortuoria²⁴. Además, las AFP administran cuentas de ahorro voluntario y de indemnización. Los afiliados reciben los beneficios en la forma de pensiones y no de sumas alzadas, excepto cuando acumulan en sus cuentas individuales fondos suficientes para financiar pensiones cuyo valor sea superior al 70% del promedio de sus remuneraciones imponibles de los últimos diez años y al 110% de la pensión mínima, caso en que pueden retirar en un solo pago el capital que excede al necesario para financiar dicho nivel de pensiones.

El monto de las pensiones de vejez depende del saldo acumulado por cada trabajador en su cuenta individual, de su expectativa de vida y la de sus beneficiarios, y de la tasa de descuento. Para tener derecho a este beneficio se exige que el afiliado tenga 65 años si es hombre y 60 años si es mujer. Sin embargo, el tra-

²³ Piñera (1991a, p. 31).

²⁴ El valor de la cuota mortuoria es de UF 15 (equivalente a US\$ 465 a diciembre de 1998). A este beneficio tiene derecho quien, unido o no por vínculo de matrimonio o parentesco con el afiliado fallecido, acredite haberse hecho cargo de los gastos del funeral.

bajador puede pensionarse anticipadamente si el saldo acumulado en su cuenta individual le permite financiar una pensión mayor que el 50% de su sueldo promedio y mayor que el 110% de la pensión mínima que garantiza el Estado.

Las pensiones de invalidez pueden ser parciales o totales. El trabajador que sufre una pérdida de su capacidad de trabajo mayor o igual a 50% y menor a dos tercios, puede acogerse a pensión de invalidez parcial; para acceder a invalidez total se exige una pérdida mayor o igual a dos tercios de la capacidad de trabajo. Una comisión médica de la Superintendencia de AFP debe evaluar la situación del trabajador y emitir un primer dictamen de invalidez. Este dictamen se revisa tres años después, oportunidad en que se emite un segundo fallo, que puede aprobar definitivamente la invalidez, modificar su grado de parcial a total o viceversa, o rechazarla. El trabajador comienza a recibir la pensión a partir del primer dictamen. La invalidez y el fallecimiento por causa de accidente laboral o enfermedad profesional quedan cubiertos por un programa previsional diferente (de carácter mutual).

Tienen derecho a pensiones de sobrevivencia el o la cónyuge sobreviviente, los hijos legítimos, naturales o adoptivos y la madre de los hijos naturales del causante²⁵. A falta de los anteriores beneficiarios, tienen derecho los padres del afiliado fallecido.

La ley define los beneficios de invalidez y sobrevivencia como un porcentaje del ingreso base, que es un promedio de las remuneraciones percibidas en los últimos diez años, actualizadas según la variación del Índice de Precios al Consumidor.

Además, los afiliados que cumplen los requisitos correspondientes tienen derecho a las pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia que garantiza el Estado. Tal como hemos dicho, este programa de pensiones mínimas representa el "primer pilar" del sistema previsional chileno (Ver sección III.1).

El trabajador y sus beneficiarios pueden escoger libremente (cualquiera sea la causa de pensión) entre tres modalidades de pensión: retiro programado, renta vitalicia, y renta temporal con renta vitalicia diferida. En el retiro programado, el trabajador mantiene sus fondos en la cuenta individual de la AFP y retira anualmente (en mensualidades) la cantidad que resulte de dividir el saldo acumulado por el capital necesario para pagar una unidad de pensión al afiliado y, fallecido éste, a sus beneficiarios. La anualidad se recalcula cada doce meses y su valor va cambiando según el rendimiento de los fondos acumulados, las expectativas de vida del afiliado y su grupo familiar, y los retiros realizados. Bajo la modalidad de renta vitalicia, los afiliados contratan el pago de la pensión con la compañía de seguros que elijan, la que se compromete a pagarles una renta mensual hasta su fallecimiento y, posteriormente, a pagar pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios. De esta forma, el afiliado transfiere a la compañía de seguros el riesgo financiero de

²⁵ Para ser beneficiario de pensión, el cónyuge sobreviviente debe ser inválido.

longevidad y tasa de retorno. El contrato es irrevocable, pues el afiliado pierde la propiedad de los fondos. Al optar por la renta temporal con renta vitalicia diferida, el afiliado contrata con una compañía de seguros de vida el pago de una renta vitalicia a contar de una fecha futura posterior al momento en que se pensiona. Entre la fecha del retiro y la fecha en que comienza a recibir la renta vitalicia, el afiliado recibe mensualmente una pensión financiada con fondos que se retienen especialmente para este propósito de la cuenta individual de la AFP.

b) *Financiamiento de los beneficios*

La tasa de cotización para los programas de vejez, invalidez común y sobrevivencia es de 10% de la remuneración (con un tope de UF 60²⁶) y es de cargo del trabajador. El empleador descuenta las cotizaciones de la remuneración del trabajador y las entera en la AFP correspondiente. Las cotizaciones se capitalizan en la cuenta individual; el saldo acumulado más el Bono de Reconocimiento, cuando corresponde, financian las pensiones.

El riesgo financiero de invalidez y muerte de los trabajadores se cubre con un seguro colectivo contratado por las AFP con compañías de seguros de vida. Cuando un afiliado cubierto se invalida o fallece, la compañía de seguros debe depositar en su cuenta individual un Aporte Adicional, igual a la diferencia entre el capital necesario para financiar las pensiones de referencia (establecidas en la ley) y el saldo acumulado en la cuenta individual del trabajador al momento del siniestro. Tienen derecho al seguro todos los afiliados que no se han pensionado y que cotizan, y también los afiliados que están cesantes hasta por un período de doce meses.

Además de la cotización de 10%, los trabajadores deben pagar comisiones a las AFP destinadas a financiar el seguro de invalidez y sobrevivencia y los gastos y utilidad de las administradoras. A abril de 1999 el valor promedio de las comisiones cobradas era de 2,6% del salario. De este total, la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia representaba un 0,6%. Como las comisiones deben ser iguales para todos los afiliados a una AFP (con excepción de los pensionados, que no tienen derecho al seguro, y los independientes²⁷) y dependen principalmente del nivel de salario del afiliado, se produce una serie de subsidios cruzados entre grupos con distinto riesgo. Por ejemplo, desde personas de altos ingresos hacia persona de bajos ingresos, y entre hombres y mujeres (que tienen mayor expectativa de vida).

²⁶ US\$ 1.859, aproximadamente, a diciembre de 1998.

²⁷ Actualmente, las AFP cobran las mismas comisiones a trabajadores dependientes e independientes, pero son más bajas para los cotizantes que no tienen derecho al seguro.

Los afiliados al sistema pueden realizar cotizaciones voluntarias, no sujetas al impuesto a la renta, hasta un tope máximo, con el fin de aumentar el nivel de los beneficios o adelantar la edad de retiro²⁸.

c) *Bono de Reconocimiento*

El Bono de Reconocimiento (BR) es un documento expresado en dinero, representativo de los períodos de cotizaciones que registran en el antiguo régimen previsional los trabajadores que se cambiaron al sistema de AFP²⁹. Los BR tienen garantía estatal y se pagan cuando el afiliado se pensiona (en ese momento la cantidad correspondiente se abona a la cuenta individual del trabajador)³⁰. El valor del BR se calcula como el capital necesario —diferenciado entre hombres y mujeres y según la edad del trabajador— para que el afiliado pueda obtener una pensión igual al 80% de sus remuneraciones imponibles recibidas entre el 30 de junio de 1978 y el 30 de junio de 1979, multiplicado por la proporción de su vida activa durante la cual cotizó en el antiguo sistema (suponiendo, sin embargo, que el período total de cotización era de 35 años). Este monto se ajusta automáticamente según inflación y se capitaliza al 4% real anual.

Además de cambiar el perfil de pago de las obligaciones del antiguo sistema previsional (pues se transforma un flujo de pensiones que se pagaría en el tiempo, en un valor que se cancela en un solo momento), el BR puede beneficiar a algunos trabajadores y perjudicar a otros. En términos generales, se benefician todos aquellos que estaban en Cajas de Previsión cuyas tasas de reemplazo eran inferiores al 80%, y quienes tienen un factor de renta vitalicia mayor que el factor de mercado (pues al pensionarse recibirán un BR que les permitiría comprar una renta vitalicia mayor que el 80% considerado en el cálculo del BR)³¹. Se perjudican todos los que estaban en Cajas de Previsión con tasas de reemplazo superiores al 80% y los que estaban en Cajas que exigían menos de 35 años de cotizaciones. En consecuencia, es posible que, en valor presente, el gasto total en BR sea distinto —mayor o menor— del gasto en pensiones que se hubiese pagado a los mismos trabajadores en un escenario sin reforma. Por este efecto, la reforma puede haber contribuido a disminuir o aumentar el valor presente del déficit previsional (no hay estimaciones de la magnitud de este efecto).

²⁸ El tope máximo para las cotizaciones voluntarias no sujetas al impuesto a la renta es de UF 60 (US\$ 1.859), menos las cotizaciones para pensiones (10% de la remuneración), salud (7%) y la comisión porcentual sobre la renta imponible pagada a la AFP. (Esto significa aproximadamente UF 48 o US\$ 1.487.)

²⁹ Ver D.L. 3.500, Título XV, Art. 3 al 12.

³⁰ Sin embargo, los trabajadores pueden transar el BR en las bolsas de valores o venderlo a las compañías de seguros, con el objeto de anticipar la edad de pensión por vejez.

³¹ Ver Marcel y Arenas (1999).

CUADRO 3
LÍMITES MÁXIMOS DE INVERSIÓN POR INSTRUMENTO
(En porcentaje)

Instrumento	May-81	Sep-85	Dic-89	Dic-90	Oct-98
a. Títulos del Estado	Sin límite	50	50	45	50
b. Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones o garantizados por instituciones financieras	b + c = 70	40	40	50	50
c. Letras de crédito emitidas por instituciones financieras		80	80	80	50
d. Bonos de empresas públicas y privadas	60	40	40	50	45
e. Efectos de comercio	0	0	0	10	10
f. Acciones de sociedades anónimas abiertas	0	0	30	30	37
g. Cuotas de fondos de inversión mobiliarios	0	0	0	n.a.	5
h. Cuotas de fondos de inversión inmobiliarios	0	0	0	g+h+i = 10	-
i. Cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo	0	0	0	n.a.	5
j. Cuotas de fondos de inversión de créditos securitizados	0	0	0	0	5
k. Inversión en el extranjero	0	0	0	10	12
l. Otros instrum. de oferta pública autorizados por el Banco Central	0	0	0	0	1
m. Operaciones de cobertura de riesgo financiero	0	0	0	0	9
n. Cuotas de otros fondos de pensiones	20	20	20	20	0

n.a. = no aplicable porque hay límite conjunto.

Fuente: Elaboración propia.

d) *Inversión de los fondos de pensiones*

La regulación incluye una gran variedad de límites cuantitativos a las inversiones de los fondos de pensiones. Así, la ley define los instrumentos autorizados para la inversión de los fondos de pensiones; establece límites máximos por instrumentos, grupos de instrumentos, emisores y personas relacionadas con la administradora; obliga a realizar transacciones en mercados secundarios autorizados y mercados primarios que cumplan ciertas características; establece que la valoración de inversiones debe realizarse a precios de mercado, iguales para todas las AFP e informados por la Superintendencia; exige que la custodia de los instrumentos financieros se realice en entidades autorizadas, y establece una Comisión Clasificadora de Riesgos con la responsabilidad de aprobar o rechazar los instrumentos que pueden ser objeto de inversión por parte de los fondos de pensiones y

de asignar categorías de riesgo a los títulos de renta fija, las que influyen sobre los límites máximos de inversión de los fondos (ver Cuadro 3).

Eventualmente, la mayor parte de los riesgos de inversión se podría controlar con una combinación de supervisión estricta y regulaciones que aseguren la transparencia de las operaciones y eviten conflictos de interés. Sin embargo, al momento de la reforma la capacidad de fiscalización era relativamente baja y, además —tal como hemos comentado—, existía algún grado de desconfianza respecto a la capacidad del sector financiero para administrar los recursos previsionales. En consecuencia, se optó por este esquema de límites cuantitativos que ha demostrado ser efectivo en cuanto a garantizar la seguridad de los fondos, pero que puede tener costos en términos de retorno.

e) *Administración*

Las AFP son empresas de giro limitado. La ley sólo les permite administrar las cuentas individuales y el fondo de pensiones y las cuentas de ahorro voluntario y de indemnización³². Además, la regulación las autoriza a prestar asesoría en administración de fondos de pensiones en el extranjero, a participar en la propiedad de administradoras en otros países, y también en la propiedad del Depósito Centralizado de Valores en Chile, pero se limitó el volumen de activos que puede estar comprometido en estas actividades. Por otra parte, la ley exige una separación jurídica y contable entre los recursos del fondo y los de la administradora.

Las AFP operan en un régimen de competencia y los trabajadores tienen libertad para elegir la administradora de fondos de pensiones y para cambiarse a otra hasta dos veces en un año.

La regulación otorga libertad de entrada a la industria, pero exige la constitución de un capital mínimo de UF 10.000 para una AFP de 5.000 afiliados, que sube a UF 20.000 cuando la AFP completa 10.000 afiliados³³. Por disposición de la Ley de Bancos, las instituciones financieras no pueden ser accionistas de las administradoras de fondos de pensiones. No hay restricciones para la participación de inversionistas extranjeros en la propiedad de AFP.

Además, la regulación obliga a las administradoras a garantizar una rentabilidad mínima igual a la tasa menor entre la rentabilidad real promedio del sistema

³² Las cuentas de ahorro voluntario están separadas de las cuentas de capitalización individual para pensiones, tienen liquidez inmediata, gozan de la ventaja de descuentos por planilla y están sujetas a las mismas condiciones tributarias que otras formas de ahorro, excepto cuando se trata de que sus fondos se traspasen a la cuenta de capitalización individual, en cuyo caso las rentabilidades no quedan afectas a impuesto a la renta. Los empleadores cotizan a las cuentas de indemnización a favor de los trabajadores, quienes pueden retirar fondos de las mismas en caso de despido o retiro voluntario del trabajo.

³³ A diciembre de 1998, UF 10.000 y UF 20.000 equivalían a US\$ 309.818 y US\$ 619.637, respectivamente.

de AFP durante los últimos 12 meses, menos 2 puntos porcentuales, y el 50% de dicha rentabilidad. Para cubrir esta garantía la ley obliga a las AFP a constituir una Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, formada con los excesos de rentabilidad obtenidos por las AFP por sobre un máximo establecido en la regulación³⁴, y a mantener un Encaje que es propiedad de los accionistas de la administradora y que debe ser equivalente, como mínimo, al 1% del fondo de pensiones.

Las AFP pueden cobrar comisiones por el depósito de las cotizaciones periódicas, por la transferencia del saldo de la cuenta desde otra administradora, y por los pagos de renta temporal y retiros programados. Las comisiones por cotizaciones periódicas pueden ser un porcentaje de la remuneración, una suma fija o una combinación de ambas. Las comisiones por retiros y traspasos de la cuenta pueden ser un porcentaje de los valores involucrados, una suma fija por operación o una combinación de ambas (ver Cuadro 4). Las AFP también pueden cobrar una suma fija por los retiros de la cuenta de ahorro voluntario y un porcentaje de las cotizaciones acreditadas en las cuentas de indemnización (actualmente ninguna administradora cobra por estos conceptos).

f) *Rol del Estado*

El Estado regula y fiscaliza el sistema de AFP. El Poder Ejecutivo tiene iniciativa exclusiva para proponer modificaciones al D.L. 3.500, pero éstas deben ser aprobadas por el Poder Legislativo, con la mayoría absoluta de los diputados y senadores en ejercicio. La fiscalización del sistema es responsabilidad de una entidad especializada, la Superintendencia de AFP, que se financia por el presupuesto público. El Superintendente es nombrado por el Presidente de la República y puede ser removido por éste en cualquier momento.

Además de las pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia, el Estado garantiza el pago de los Aportes Adicionales y el 100% de las rentas vitalicias pagadas por las compañías de seguros (en caso de quiebra), hasta el monto de la pensión mínima, y el 75% del exceso sobre dicho monto. También garantiza el pago de las pensiones de invalidez generadas por un primer dictamen; la cuota mortuoria para gastos de funeral, y la rentabilidad mínima (cuando la AFP quiebra).

Como hemos dicho, fuera del sistema de AFP, el Estado mantiene también la responsabilidad de administrar los programas de pensiones del sistema antiguo, las pensiones asistenciales y los programas de las Fuerzas Armadas.

³⁴ Mayor valor entre la rentabilidad real promedio del sistema durante los últimos 12 meses, más dos puntos porcentuales, y el 150% de dicha rentabilidad promedio.

III.3. La transición al nuevo sistema de pensiones

La transición desde el antiguo sistema de pensiones hacia el régimen creado por el D.L. 3.500 obligó a resolver dos problemas de importancia: uno de corto plazo, que fue lograr que los trabajadores que estaban cotizando en el antiguo sistema aceptaran el nuevo sistema de AFP y se traspasaran a éste, y otro de más largo plazo, que fue administrar el cierre de los programas que se estaban reemplazando.

a) *Traspaso de afiliados al sistema de AFP*

Tal como lo documenta José Piñera, por razones políticas no fue posible obligar a quienes ya estaban incorporados al antiguo sistema de pensiones a cambiarse al nuevo sistema de AFP³⁵. Así, se decidió que la afiliación fuera obligatoria sólo para los trabajadores que iniciaban labores por primera vez a partir del 1° de enero de 1983. La incorporación al nuevo sistema fue voluntaria para los trabajadores que habían comenzado a trabajar antes de esa fecha y para los independientes. Esto significó aceptar un prolongado período de transición, que se extenderá hasta el momento en que el antiguo sistema pague la última pensión al último de sus pensionados (aproximadamente 40 años).

El cambio de los trabajadores al nuevo sistema fue incentivado por una intensa y bien coordinada campaña de comunicaciones. Además, existió un estímulo directo al traspaso, pues las tasas de cotización para quienes se quedaban en el antiguo sistema eran, en promedio, un 30% más altas que las tasas pagadas por quienes se cambiaban al sistema de AFP. Quienes optaron por este último sistema obtuvieron un significativo aumento de su salario líquido, ya que otra ley transfirió a cargo del trabajador una parte importante de las cotizaciones previsionales y aumentó su remuneración en proporción a las cotizaciones vigentes antes de la reforma³⁶. Sin duda, este hecho explica parte importante de la rapidez con que los trabajadores se cambiaron al sistema de AFP.

Junto con esto se estableció el Bono de Reconocimiento para reconocer la "deuda" que el sistema antiguo tenía con los trabajadores que decidían cambiarse al sistema de AFP. Así, quienes escogieron el sistema de AFP lograron reemplazar las promesas de pensión que hacía el sistema antiguo por un documento con garantía estatal que acredita un derecho económico en su favor. Esto representó otro estímulo para el traspaso de trabajadores al nuevo sistema.

³⁵ Piñera (1991a, pp. 20-21).

³⁶ Ver D.L. 3.501 y Arellano (1981, pp. 9-11). El efecto no fue igual para todos los trabajadores, pues cada una de las instituciones de seguridad social del sistema antiguo tenía distinta tasa de cotización.

En resumen, el efecto combinado de la desconfianza en el sistema antiguo, el interés en un nuevo sistema que ofrecía posibilidades antes desconocidas, el aumento de salario para quienes se cambiaban y la seguridad del Bono de Reconocimiento sirvieron para que el proceso de traspaso de trabajadores hacia el sistema de AFP fuese extraordinariamente rápido. En sólo ocho meses, un 65% del total de trabajadores civiles cubiertos por los programas de pensiones obligatorias se había traspasado al sistema de AFP. A fines de 1983, esta cifra llegó a 77% (véase Cuadro 4).

b) Ajustes al antiguo sistema de pensiones

La creación del sistema de AFP fue la segunda fase de un proceso de reformas a la seguridad social que se inició mucho antes y cuyo primer objetivo fue racionalizar la operación y mejorar la situación financiera de los programas del sistema antiguo.

En 1974 se unificaron las pensiones mínimas de las diferentes Cajas de Previsión y se establecieron pensiones asistenciales para los ancianos e inválidos carentes de recursos. Ese mismo año se comenzaron a reducir las tasas de cotización en la mayoría de las instituciones, hasta llegar a niveles levemente superiores al 20% (pensiones) en 1980. Para enfrentar la evasión, en 1976 se estableció la modalidad de "declaración y no pago de cotizaciones", disminuyendo las sanciones y multas para el empleador que declaraba, pero no pagaba, respecto al que no hacía ninguna de las dos cosas (ayudar, al menos, a identificar al empleador moroso y a que éste reconozca la deuda). También se implementó franquicias especiales de convenios de pago para las deudas previsionales que fueran declaradas en determinados plazos. En 1978 se inició la actualización de los registros individuales de los imponentes, que mostraban significativos retrasos (EMPART había dejado de actualizar las cuentas a partir de 1967). En 1979 se uniformaron los requisitos de años de edad para pensionarse por vejez en los distintos regímenes previsionales, y se estableció edades mínimas de 65 años para los hombres y 60 años para las mujeres (que son las mismas edades vigentes en el sistema de AFP)³⁷. También se eliminó las pensiones por antigüedad y las pensiones "perseguidoras"; se creó un mecanismo de reajustabilidad automática de acuerdo a la inflación y se estableció un tiempo mínimo de diez años de imposición para pensionarse por vejez. Además, en este período se eliminaron los beneficios de desahucio e indemnización por tiempo de servicio incluidos en la mayoría de los regímenes previsionales antiguos, bajo el criterio de que la cobertura de estas contingencias co-

³⁷ D.L. 2.448. El ajuste fue gradual según la edad y los años cotizados por el trabajador (ver Gacte, 1997).

rrespondía a la legislación laboral. Finalmente, en 1980, se creó el Instituto de Normalización Previsional³⁸ (ver sección III.1).

III.4. Reformas posteriores

La regulación del sistema de AFP ha experimentado numerosos cambios después de la publicación del D.L. 3.500. El objetivo de estos cambios ha sido perfeccionar el diseño específico del sistema, pero no se han alterado las características fundamentales del mismo. Entre 1981 y 1996 se introdujeron 412 modificaciones a este decreto ley, por medio de 33 leyes. En el período comprendido entre 1981 y marzo de 1990, fecha en que termina el gobierno militar, hubo 301 modificaciones, por intermedio de 22 leyes. Desde esa fecha se han realizado otras 111 modificaciones a través de 11 leyes. Además de los cambios al D.L. 3.500, también se han realizado gran cantidad de modificaciones a los reglamentos que complementan, interpretan o precisan el citado decreto ley³⁹.

La mayoría de las modificaciones legales realizadas entre 1981 y 1996 se refieren a la regulación de inversiones de los fondos de pensiones y a la normativa de beneficios. En materia de inversiones, los objetivos principales de los cambios regulatorios han sido:

- i) Asegurar suficientes alternativas de inversión para los fondos de pensiones, con el objeto de evitar que su rápido crecimiento implique una concentración excesiva en determinados instrumentos y emisores (véase Cuadro 3).
- ii) Incorporar el concepto de riesgo individual y de portfolio a los límites de inversión de los fondos de pensiones y permitir la utilización de instrumentos de cobertura de riesgos financieros.
- iii) Perfeccionar la definición y control de los potenciales conflictos de interés en la administración de los fondos de pensiones.

Aunque el proceso de perfeccionamiento de la legislación de inversiones ha sido continuo, es notorio que las reformas más importantes se han producido en ciclos de aproximadamente cuatro años: 1981; 1985; 1989-90; 1994. Actualmente, el Congreso está tramitando varios proyectos de ley presentados por el Ejecutivo que vuelven a modificar la normativa de inversión. Los cambios incluyen un aumento del límite máximo de inversión en el extranjero; modificación del sistema de cálculo de la rentabilidad mínima; y la creación de un segundo fondo de renta fija y bajo plazo promedio.

³⁸ D.L. 3.502.

³⁹ Ver Borchers (1997).

Respecto a la regulación de beneficios, la mayor parte de las modificaciones se llevó a cabo entre 1981 y 1984 y entre 1987 y 1990. Entre ellas destacan las mayores facilidades otorgadas para pensionarse anticipadamente; la ampliación de la cobertura del seguro de invalidez y sobrevivencia (cesantes, invalidez parcial); el perfeccionamiento del proceso de calificación de invalidez (estandarización de las normas, establecimiento de un segundo dictamen) y del proceso de licitación del seguro; la creación de las cuentas de ahorro voluntario y de indemnización; el establecimiento de una nueva modalidad de pensión (la renta temporal con renta vitalicia diferida), y el cambio en la forma de pago del seguro de invalidez y sobrevivencia por parte de las compañías de seguros, que introdujo el concepto de Aporte Adicional y abrió la posibilidad de optar, además de las rentas vitalicias, por las otras dos modalidades de pensión.

Por otra parte, en 1983 y con el objeto de asegurar la competencia y reducir las barreras de entrada a la industria, se bajó el requisito de encaje que deben mantener las AFP para garantizar la rentabilidad mínima, desde 5% a 1% del fondo de pensiones. En 1985 se modificó la normativa de comisiones que pueden cobrar las administradoras, con el objeto de simplificar su estructura. Para esto se eliminó la autorización para cobrar comisiones fijas y porcentuales por concepto de administración de saldos.

Finalmente, por circulares de la Superintendencia de AFP se han realizado cambios significativos a la normativa de traspasos. En 1982 se obligó a los trabajadores a suscribir las solicitudes de afiliación y traspaso en una sucursal de la AFP elegida; en 1983 se instruyó a las administradoras para que tuvieran en todas las sucursales un libro de afiliaciones y traspasos, prefoliado, registrado y timbrado por la Superintendencia, que no podía sacarse fuera de las sucursales (para asegurar así que los trabajadores concurren efectivamente a las agencias). Posteriormente, en 1987, estos requisitos de utilización del libro y de concurrencia a las sucursales fueron derogados. En 1997 se estableció la obligación de adjuntar a las solicitudes de traspaso fotocopias de la cédula de identidad y de la última cartola cuatrimestral. Este último cambio significó una importante caída en el número de vendedores y traspasos del sistema.

IV. RESULTADOS DEL SISTEMA DE AFP

El sistema de AFP lleva operando dieciocho años. Aunque este período resulta aún insuficiente para evaluar su desempeño en el largo plazo⁴⁰, resulta igualmente pertinente examinar sus resultados con el objeto de identificar los aspectos de diseño que podrían ser mejorados.

⁴⁰ Por ejemplo: las pensiones de vejez que se están pagando actualmente han sido financiadas en mayor porcentaje con el Bono de Reconocimiento que con la capitalización de cotizaciones en las cuentas individuales del sistema AFP. Además, existen trabajadores que reciben pensiones del régimen antiguo y del sistema de AFP.

IV.1. Cobertura

Hay distintos conceptos que se pueden utilizar para medir la cobertura de un sistema de pensiones⁴¹. En esta oportunidad nos interesa analizar dos de ellos: la relación cotizantes sobre fuerza de trabajo ocupada y la relación entre cotizantes y afiliados.

Utilizando el indicador de cotizantes sobre fuerza de trabajo ocupada, se concluye que la cobertura del sistema de AFP aumentó fuertemente en el período 1982-98, particularmente en los primeros años después de la reforma por el traspaso masivo de trabajadores desde el régimen antiguo a las AFP. No obstante, superada esta primera etapa, la cobertura ha seguido incrementándose hasta llegar a 59% en diciembre de 1998 (véase Cuadro 4). Por otra parte, la cobertura total de los sistemas de pensiones obligatorios para la población civil, calculada sumando los cotizantes de las AFP y del régimen antiguo (INP), sube desde 53% en 1982 a 70% en 1997. El acelerado desarrollo que experimentó la economía chilena entre 1985 y 1998, junto a los incentivos que ofrece el sistema para cotizar, son probablemente las principales razones que explican el aumento de la cobertura. Sin embargo, ésta es aún inferior a los máximos niveles alcanzados por el régimen antiguo durante la década del 70 (86%)⁴².

El principal problema de cobertura está focalizado en los trabajadores independientes. En diciembre de 1998 cotizaban en las AFP sólo 59.458 trabajadores independientes, de un total de 1.468.940 ocupados independientes, es decir, una cobertura de sólo 4%. A fines de 1998 los independientes eran un 2% de los cotizantes a las AFP, mientras que a esa misma fecha representaban un 27% de los ocupados. La solución al tema de los independientes —que no están obligados a cotizar— es compleja, entre otras razones porque no basta con establecer la obligación de cotizar (esto sería poco efectivo, pues no es fácil controlar el cumplimiento de esta obligación y, además, puede tener costos políticos, ya que muchos independientes tienen bajas remuneraciones).

La relación cotizantes sobre afiliados ha sido usada como indicador de morosidad (o "cobertura efectiva") del sistema (ver Cuadro 4). Sin embargo, la evidencia sugiere que la diferencia entre ambas cifras se explica principalmente por personas que se han retirado de la fuerza laboral y, en menor medida, por trabajadores que han quedado cesantes, por lo que la tasa de morosidad efectiva sería baja. De hecho, estimaciones de la industria de AFP indican que las cotizaciones no pagadas, tanto declaradas como no declaradas, son equivalentes al 0,7% de los fondos de pensiones⁴³. Por otra parte, el sistema de AFP ofrece incentivos correc-

⁴¹ Chamorro (1992).

⁴² Cheyre (1991, página 44). Sin embargo, la información de cotizantes de las Cajas tiene aparentes inconsistencias. Reflejo de esto es el hecho de que en sólo dos años, de 1980 a 1982 (segundo año de operaciones del sistema de AFP), la cobertura disminuye de 71% a 53%.

⁴³ Ver PrimAmérica Consultores (abril 1999, p. 20).

CUADRO 4
INDICADORES SISTEMA DE PENSIONES

Variable	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Cobertura																		
Afiliados	1.400.000	1.440.000	1.620.000	1.930.353	2.283.830	2.591.484	2.890.680	3.183.002	3.470.845	3.739.542	4.109.184	4.434.795	4.708.840	5.014.444	5.320.913	5.571.482	5.780.400	5.966.143
Cotizantes AFP	n.d.	1.060.000	1.230.000	1.560.000	1.558.194	1.749.381	2.023.739	2.167.568	2.267.622	2.289.254	2.486.813	2.695.580	2.792.118	2.879.637	2.961.928	3.121.139	3.296.361	3.149.755
Cotizantes AFP / Afiliados	n.d.	73,6%	75,9%	70,5%	68,2%	67,5%	70,0%	68,1%	65,3%	61,2%	60,5%	60,8%	59,3%	57,4%	55,7%	56,0%	57,0%	52,8%
Cobertura AFP = cotizantes / fuerza trabajo ocupada	n.d.	36,0%	39,1%	41,6%	44,0%	44,9%	48,8%	49,2%	49,6%	50,6%	53,7%	55,3%	54,6%	56,2%	57,2%	58,9%	61,3%	58,6%
Cotizantes INP (1)	731.930	488.850	477.750	459.480	454.410	442.380	437.820	421.366	387.926	367.808	350.566	336.311	308.728	279.761	282.671	258.899	245.490	n.d.
Cotizantes sistema (INP + AFP)	n.d.	1.548.850	1.707.750	1.819.480	2.012.604	2.191.761	2.461.559	2.588.934	2.655.548	2.657.062	2.837.379	3.031.891	3.100.846	3.159.398	3.244.599	3.380.038	3.541.851	n.d.
Cobertura total = cotizantes sistema / fuerza trabajo ocupada	n.d.	52,6%	53,1%	55,7%	56,9%	57,1%	61,5%	60,7%	60,1%	59,6%	62,5%	63,5%	62,2%	63,3%	65,0%	68,7%	70,4%	n.d.
Remuneración imponible mensual cotizantes AFP (US\$ Dic. 98)	n.d.	397	342	311	284	316	297	322	359	373	389	413	448	473	502	524	549	551
Índice Remunerac. imp. cotiz. AFP / Índice salarios economía	n.d.	100,0	90,0	85,0	76,2	83,1	77,7	80,6	87,2	86,3	87,7	89,6	92,1	93,2	92,1	93,7	96,9	94,6
Pensiones																		
Pensiones pagadas por el sistema de AFP	n.d.	4.465	11.171	20.085	26.426	35.665	45.915	56.366	69.435	87.061	112.800	131.130	155.326	188.288	216.476	238.491	262.901	290.232
Vejez normal	n.d.	n.d.	393	1.730	2.647	4.835	7.980	11.819	17.129	23.876	30.141	35.763	43.089	51.495	56.281	61.374	64.705	71.172
Vejez anticipada	n.d.	772	2.824	5.790	15.673	26.054	37.521	53.544	70.638	80.576	94.116	106.181						
Invalidez total	n.d.	791	2.272	4.058	5.729	7.979	10.620	12.786	14.388	15.777	15.479	15.404	15.189	15.841	17.511	17.864	18.917	20.165
Invalidez parcial	n.d.	32	107	268	668	1.441	1.626											
Viudez	n.d.	1.108	2.521	4.340	5.872	7.740	9.797	11.906	14.245	17.214	20.472	22.810	25.848	29.948	32.325	35.516	38.792	41.799
Orfandad	n.d.	2.566	5.821	9.665	11.768	14.539	18.649	18.669	19.798	23.079	29.414	29.262	31.450	34.647	36.186	38.468	41.097	44.945
Otras	n.d.	n.d.	164	292	410	572	671	814	1.051	1.325	1.621	1.895	2.122	2.545	2.867	3.252	3.648	4.137
Monto promedio de las pensiones (US\$ Dic. 98)	n.d.	n.d.	79,96	89,03	83,19	105,22	105,99	131,28	136,26	128,38	158,15	172,48	168,53	182,31	186,57	186,96	189,19	185,75
Vejez normal	n.d.	287,78	235,20	228,17	269,02	290,24	288,96	310,37	306,25	310,76	302,07	286,11						
Vejez anticipada	n.d.	395,94	525,02	270,96	243,94	259,99	245,29	281,10	261,49	240,09	270,73	281,88	275,81	290,74	292,92	283,08	272,39	270,50
Invalidez total	n.d.	165,60	241,45	317,11	289,26	241,44	230,10											
Invalidez parcial	n.d.																	
Viudez	n.d.	143,75	125,95	109,98	102,51	111,02	102,95	118,21	114,20	104,29	121,19	134,81	141,05	146,05	151,54	147,38	145,90	150,92
Orfandad	n.d.	41,23	35,32	30,88	28,72	32,46	29,96	34,58	36,75	35,73	38,68	45,74	46,02	52,36	54,35	53,86	52,85	53,76
Otras	n.d.	90,08	74,75	61,74	55,29	59,71	64,38	65,95	63,32	63,00	65,32	71,44	76,79	76,90	79,07	73,37	71,54	76,51
Fondos de pensiones																		
Fondos de pensiones (MM US\$ Dic. 98)	302	942	1.705	2.246	3.093	4.057	4.962	6.091	7.511	9.942	14.072	15.680	20.137	24.321	25.854	27.396	29.945	29.780
Fondos de pensiones / PIB (%)	0,9	3,7	6,5	8,5	10,6	12,7	14,2	15,1	17,7	24,3	31,4	30,6	38,0	42,1	40,0	41,4	42,7	43,8
Ahorro previsional (MM US\$) (2)	n.d.	471,2	461,8	494,4	554,9	666,4	746,4	1.009,1	1.169,1	1.280,8	1.675,5	1.760,9	1.977,1	2.244,0	2.567,0	2.182,1	2.203,5	n.d.
Ahorro previsional / PIB (%) (2)	n.d.	n.d.	1,8	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	3,1	3,7	3,4	3,6	3,8	3,8	3,1	n.d.
Portafolio fondos de pensiones (%)																		
Instrumentos estatales	28,1	26,0	44,5	42,1	42,4	46,6	41,4	35,4	41,6	44,1	38,3	40,9	39,3	39,7	39,4	42,1	39,6	41,0
Instituciones financieras	71,3	73,4	53,4	55,7	56,0	48,7	49,4	50,1	39,2	33,5	26,6	25,2	20,6	20,1	23,1	24,6	30,1	32,1
Letras hipotecarias	9,4	46,8	50,7	42,9	35,2	25,5	21,3	20,6	17,7	16,1	13,4	14,2	13,1	13,7	15,8	17,9	17,0	16,6
Depósitos a plazo y pagarés inst. financieras	61,9	26,6	2,7	12,2	20,4	22,9	27,4	28,5	20,8	16,3	11,7	9,4	6,1	4,8	5,3	4,2	10,7	13,6
Bonos y acciones inst. financieras	0,0	0,0	0,0	0,6	0,4	0,3	0,7	1,0	0,7	1,1	1,5	1,6	1,4	1,6	2,0	2,5	2,5	1,8
Empresas	0,6	0,6	2,2	1,8	1,1	4,6	8,8	14,5	19,2	22,4	34,9	33,6	39,1	38,4	34,7	29,8	25,9	18,3
Acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	6,2	8,1	10,1	11,3	23,8	24,0	31,8	32,1	29,4	25,1	22,6	14,5
Bonos	0,6	0,6	2,2	1,8	1,1	0,8	2,6	6,4	9,1	11,1	11,1	9,6	7,3	6,3	5,3	4,7	3,3	3,8
Fondos de inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,9	2,6	3,0	3,1	2,9
Extranjero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,9	0,2	0,5	1,1
Otros	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2
Rentabilidad fondo de pensiones (% real)	12,9%	28,5%	21,3%	3,6%	13,4%	12,3%	5,4%	6,5%	6,9%	15,6%	29,7%	3,0%	16,1%	18,2%	-2,5%	3,5%	1,7%	-1,6%
Rentabilidad instrumentos alternativos																		
Variación real IPSA (%) (3)	-43,2%	-25,0%	-10,3%	-12,4%	61,8%	123,7%	33,2%	42,3%	54,6%	30,9%	128,2%	6,4%	51,5%	37,0%	-10,1%	-15,0%	6,8%	-17,6%
Tasa de interés real depósitos 90-365 días (%)	13,2%	12,1%	7,8%	8,4%	8,2%	4,1%	4,3%	4,6%	6,8%	9,4%	5,4%	5,3%	6,4%	6,4%	5,9%	6,9%	6,5%	7,9%

(Continuación Cuadro 4)

Variable	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Administradoras de fondos de pensiones																		
Número de AFP	12	12	12	12	11	12	12	13	13	14	13	19	20	21	16	13	13	9
Concentración de mercado cotizantes																		
* Índice de Herfindahl	n.d.	0,184	0,168	0,166	0,175	0,177	0,179	0,176	0,179	0,185	0,184	0,181	0,182	0,178	0,181	0,184	0,187	0,217
* % AFP de mayor tamaño	n.d.	63,6%	60,2%	62,0%	62,8%	63,5%	66,2%	66,4%	67,7%	68,2%	68,7%	68,9%	68,3%	67,5%	67,1%	66,4%	67,2%	72,1%
Concentración de mercado fondos de pensiones																		
* Índice de Herfindahl	0,217	0,194	0,180	0,174	0,179	0,182	0,178	0,172	0,168	0,158	0,147	0,136	0,130	0,125	0,131	0,134	0,140	0,169
* % AFP de mayor tamaño	75,1%	71,5%	66,8%	66,4%	65,8%	66,7%	66,7%	66,7%	65,0%	62,8%	59,1%	56,6%	54,5%	52,8%	52,4%	52,1%	55,8%	62,0%
Comisiones cobradas por las AFP																		
Comisiones fijas mes por cotiz. y mant. saldo (US\$ Dic. 98)	3,2	3,2	3,4	2,9	2,1	1,7	1,4	1,6	1,1	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,5	0,3	0,7
Comisión % sobre mantención de saldo	0,76%	0,72%	0,80%	0,84%	0,55%	0,51%	0,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Comisión % sobre la renta imponible	2,44%	2,66%	3,66%	3,58%	3,57%	3,40%	3,39%	3,56%	3,25%	2,99%	2,97%	2,93%	2,95%	2,92%	3,04%	2,90%	2,90%	2,61%
Costo previsional anual AFP para renta de UF 17 (4)																		
US\$ Dic. 98	196	207	285	275	266	255	247	237	212	196	192	190	192	189	197	189	189	174
% Renta imponible	3,1%	3,3%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	2,7%
Comisión anual promedio por cotizante (US\$ Dic. 98) (5)																		
US\$ Dic. 98	n.d.	83	84	85	75	72	68	75	84	87	99	108	118	126	138	143	146	131
% Renta imponible	n.d.	1,8%	2,0%	2,3%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,0%
Costo operacional AFP neto seguro (Mill. US\$ Dic. 98)	n.d.	113	96	106	106	104	110	136	148	176	199	235	289	329	350	386	414	352
* Comercial (remuneración vendedores y gasto comercial)	n.d.	38	24	24	22	22	23	32	33	41	51	69	98	121	146	184	210	162
* Remuneración personal administrativo	n.d.	28	29	33	34	37	41	50	57	67	73	80	90	100	97	95	99	99
* Gastos de administración	n.d.	19	19	25	28	30	33	41	43	48	54	62	71	79	78	76	74	67
* Otros gastos operacionales	n.d.	28	25	24	21	14	13	14	15	20	21	24	29	29	29	31	31	25
Costo operacional neto seguro por cotizante / Renta imponible	n.d.	n.d.	1,9%	2,1%	2,0%	1,6%	1,5%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,7%
Traspasos entre AFP	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	211.256	177.476	183.410	274.733	282.734	388.533	505.367	626.114	879.976	982.220	1.323.409	1.528.825	1.574.398	695.594
Traspasos / cotizantes promedio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	14,5%	10,7%	9,7%	13,1%	12,7%	17,1%	21,2%	24,2%	32,1%	34,6%	45,3%	50,3%	49,1%	21,6%
Rentabilidad AFP sobre patrimonio (6)	n.d.	-19,7%	-1,8%	2,7%	15,1%	26,2%	26,9%	25,0%	48,3%	44,4%	38,8%	23,7%	24,6%	16,9%	19,5%	15,5%	16,4%	18,5%
Personal AFP	n.d.	4.101	3.753	4.929	5.600	5.501	5.864	6.555	6.921	8.005	8.910	12.241	16.086	20.343	21.113	23.798	22.393	10.788
* Administrativos	n.d.	2.221	2.551	2.595	3.185	3.252	3.552	3.939	4.306	4.566	4.762	5.815	5.477	5.543	5.628	5.811	4.945	4.445
* Agentes de venta	n.d.	1.880	1.202	2.334	2.415	2.249	2.312	2.615	2.615	3.439	4.148	6.426	10.609	14.800	15.485	17.987	17.448	6.343
Afiliados / Personal administrativo	n.d.	648	635	744	717	797	814	808	806	819	863	763	860	905	945	959	1.169	1.342

(1) INP = Instituto de Normalización Previsional.

(2) Ahorro previsional = cotizaciones + intereses (a una tasa anual constante de 5%) + otros aumentos comisiones-pensiones.

(3) Índice de Precios Selectivo de Acciones.

(4) UF 17 = US\$ 527 a diciembre de 1998. El costo previsional es igual a la suma de todas las comisiones cobradas por el sistema de AFP a un cotizante de UF 17. Este último valor corresponde a la renta promedio del sistema de AFP a diciembre 1998.

(5) Ingreso por comisiones de las AFP netos del costo del seguro de invalidez y sobrevivencia, dividido por el número de cotizantes promedio del año.

(6) Utilidad del período sobre patrimonio promedio

Elaboración propia en base a antecedentes de la Superintendencia de AFP, Banco Central de Chile y de PrimAmerica Consultores.

tos para que se paguen las cotizaciones, pues establece una directa relación entre éstas y los beneficios recibidos, castiga a los empleadores morosos que no pagan las contribuciones o lo hacen con atraso (multas, aplicación de tasas de interés superiores a las de mercado) y dispone que las AFP puedan cobrar comisiones sólo cuando las cotizaciones quedan registradas en la cuenta individual del trabajador. Además, un elevado porcentaje de la evasión se soluciona cuando los empleadores pagan con atraso las cotizaciones o cuando éstas se recuperan mediante procesos judiciales de cobranza y los afiliados no cotizantes están cubiertos por el sistema en la medida en que hayan cotizado en el pasado⁴⁴. No obstante, si una persona tiene muchas "lagunas" de cotizaciones por causa de períodos prolongados de desempleo, obtendrá un menor nivel de beneficios, problema que depende de las condiciones del mercado laboral (en todo caso, y como explicamos antes, si el beneficio que se obtiene del sistema de AFP es muy bajo, el trabajador podrá acceder a la pensión mínima garantizada por el Estado, siempre que cumpla con los requisitos establecidos en la ley).

IV.2. Pensiones

El número de pensionados del sistema de AFP aumentó desde 4.465 en diciembre de 1982 hasta 290.232 en igual mes de 1998. A esta última fecha había 21 afiliados y 11 cotizantes por pensionado. Las pensiones de vejez representan 61% del total de pensiones; las de invalidez, un 8%; y las de sobrevivencia, un 31%. Poco más de la mitad de los pensionados (51%) por vejez están acogidos a pensión anticipada.

Por otra parte, un 40% de las personas que se encontraban recibiendo pensiones a fines de 1998 había escogido el retiro programado; 58%, la renta vitalicia; y 2%, la renta temporal con renta vitalicia diferida. El 84% de los pensionados en forma anticipada contrataron rentas vitalicias (sólo pueden optar por renta vitalicia los afiliados que reciban pensiones iguales o superiores a la pensión mínima de vejez).

Las comisiones de intermediación de rentas vitalicias han subido año a año hasta llegar, en promedio, a más del 5,5% del valor de la prima (capital que transfiere el afiliado a la compañía de seguro). Naturalmente, esto implica una caída en el monto de la pensión a recibir, por lo que el fenómeno ha motivado distintas iniciativas de cambios legales. El origen del problema parece encontrarse en la combinación de dos factores independientes: por una parte, la falta de informa-

⁴⁴ Se presume que el afiliado se encontraba cotizando si su muerte o declaración de invalidez ocurre en el tiempo en que prestaba servicios, si se trata de un afiliado dependiente o si hubiere cotizado en el mes calendario anterior a dichos siniestros, si se trata de un afiliado independiente. Los trabajadores dependientes que quedan cesantes y dejan de contribuir a las AFP están cubiertos por el seguro de invalidez y sobrevivencia hasta por un período de doce meses posterior al despido.

ción entre las personas que eligen modalidad de pensión y, por otra, la preferencia por obtener un capital líquido y no una pensión al momento del retiro. Se ha argumentado que la regulación no ha sido efectiva para evitar que esta "preferencia por liquidez" interfiera en la decisión de pensión y que ésta sería la causa del aumento en las comisiones por corretaje de rentas vitalicias⁴⁵.

Aunque la regulación del sistema de pensiones permite, al momento de pensionarse, retirar parte del capital acumulado (el "excedente de libre disposición"), se exige que el saldo de la cuenta individual alcance para financiar una pensión que sea al menos igual al 70% del sueldo promedio. Quienes no cumplen con esta condición, pero sí pueden pensionarse (para lo cual sólo se exige un 50% del sueldo promedio) y desean obtener un capital líquido, tienen entonces incentivos para comprar rentas vitalicias y negociar con el corredor para que éste comparta su comisión, pues de esta manera obtienen los fondos líquidos que la regulación no les permite retirar. Por otra parte, quien ha contratado un retiro programado puede, posteriormente, cambiar de modalidad de pensión y contratar una renta vitalicia, con la única condición de que su valor sea superior al 110% de la pensión mínima. En este caso existe un incentivo para que los afiliados cambien de retiro programado a rentas vitalicias y hagan "líquido" su fondo por la vía de compartir la comisión con el corredor. La solución a estos problemas pasaría, en consecuencia, por cambios de regulación que establezcan iguales requisitos de pensión anticipada y retiro de excedentes, y que modifiquen las condiciones para cambiar de modalidad de pensión. Esta propuesta se compara con la de un proyecto de ley, en trámite parlamentario por más de dos años, que propone establecer nuevos mecanismos de comercialización más transparentes, que permitirían disminuir los costos de intermediación.

El monto promedio mensual de las pensiones por vejez normal y anticipada era, en diciembre de 1998, de US\$ 186 y US\$ 286 respectivamente, mientras que el promedio de las pensiones de invalidez y sobrevivencia (viudez) era de US\$ 270 y US\$ 151 (ver Cuadro 4).

Aunque no se dispone de información desagregada por sexo, el monto de las pensiones por vejez normal debería ser mayor para los hombres que para las mujeres, pues éstas últimas tienen mayores expectativas de vida y pueden pensionarse cinco años antes. Tal como se comentará más adelante, esta situación puede tener, en el futuro, efectos de importancia sobre el nivel de gasto en pensiones mínimas. En todo caso, la regulación permite que la mujer (o el hombre) postergue la edad de pensión para aumentar así el monto del beneficio.

Cuando se creó el sistema de AFP se estimó que con una tasa de cotización de 10% de la remuneración imponible y con tasas de rentabilidad de las inversiones de 4% real anual, los trabajadores podrían obtener pensiones por vejez equivalentes al 75% de las últimas remuneraciones⁴⁶. Un estudio realizado por una

⁴⁵ Ver Echeñique (1998).

⁴⁶ Ver Larraín (1991).

administradora de fondos de pensiones en 1994, que abarcó a 6.000 pensionados, encontró que los primeros pagos de pensiones de vejez anticipada fueron equivalentes al 81% de la renta en actividad y a 73% en el caso de las pensiones de vejez normal. Algunos de estos pensionados hicieron uso de su derecho a retirar excedentes de libre disposición. Si se suma el valor de este retiro a la pensión, las pensiones anticipadas suben al 86% de la renta en actividad y las pensiones de vejez normal al 81%. En el caso de las pensiones de invalidez, la relación encontrada fue de 70%, que es el porcentaje establecido en la regulación⁴⁷.

El nivel actual de las pensiones de vejez está fuertemente influenciado por el monto de los Bonos de Reconocimiento, que representan un alto porcentaje de los saldos de las cuentas individuales de los trabajadores que se han retirado, y por las dobles pensiones (personas que se han pensionado por el régimen antiguo, pero continúan trabajando y reciben otra pensión del sistema de AFP). Las primeras generaciones de trabajadores que se pensionen en el futuro financiando sus beneficios íntegramente con las cotizaciones capitalizadas en las AFP, sin Bono de Reconocimiento, se beneficiarán de las altas tasas de rentabilidad promedio obtenidas en el período 1981-1998 (si se proyecta la pensión de vejez que recibiría un trabajador que inició labores en mayo de 1981, asumiendo una rentabilidad de 5% real anual desde 1999 en adelante, se obtiene una pensión equivalente al 102% de las últimas remuneraciones).

Las pensiones que otorga el sistema de AFP son comparativamente mayores que las del régimen antiguo. La última información publicada por la Superintendencia de AFP, correspondiente a junio de 1993, indicaba que las pensiones por vejez e invalidez del sistema de AFP eran 43% y 68% superiores al monto promedio de los mismos tipos de pensiones en las antiguas Cajas de Previsión. Las pensiones de viudez de las AFP eran mayores en 42% que las del régimen antiguo, mientras que las de orfandad eran inferiores en 9%⁴⁸.

IV.3. Rentabilidad de los fondos de pensiones

La rentabilidad real promedio anual de los fondos de pensiones fue de 11% entre mayo de 1981 y diciembre de 1998. Los retornos anuales han sido bastante fluctuantes, pues alcanzaron un máximo de 29,7% en 1991 y un mínimo de -2,5% en 1995. Esta fluctuación se debe al sistema de valorización de las inversiones que se realiza a precios de mercado, de manera que los cambios en las cotizaciones accionarias y los movimientos de las tasas de interés se transmiten rápidamente a los precios de valorización y a la rentabilidad (ver Cuadro 4).

⁴⁷ Ver Baeza (1996).

⁴⁸ Para realizar estas comparaciones no se corrigió por la probable subestimación del valor de las pensiones pagadas por el sistema de AFP, debido a los retiros de excedentes de libre disposición y a las dobles pensiones.

Los resultados de rentabilidad no permiten sacar conclusiones respecto a la calidad de la gestión de inversiones de las AFP, pues no se cuenta con un *benchmark* apropiado con el cual comparar. A modo de referencia, en el Cuadro 4 se han incluido la variación anual del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) de la Bolsa de Comercio de Santiago y la tasa de interés real de los depósitos entre 90 y 365 días. En cualquier caso, hay tres factores que son independientes de la gestión de las AFP y que han influido en los resultados históricos de rentabilidad: la flexibilización paulatina de la regulación de inversiones, que permitió la apertura de nuevas oportunidades de inversión y evitó que una concentración excesiva de los fondos en pocos instrumentos perjudicara la rentabilidad; el apoyo del Estado a las entidades financieras con posterioridad a la crisis económica de los años 1982 y 1983, que culminó con la intervención de varias de ellas y permitió evitar pérdidas de importancia para los tenedores de títulos de deuda de los bancos, entre ellos los fondos de pensiones (en esa época más del 50% de los fondos estaba invertido en títulos de deuda bancaria), y el fuerte crecimiento de la economía entre 1984 y 1998, que se tradujo en una significativa apreciación del valor de los activos en el país.

La tasa de retorno de los fondos es un determinante principal de los resultados futuros del sistema. Sin duda, las rentabilidades históricas son superiores a las que se pueden proyectar razonablemente para el futuro, pero aún así estas últimas cifras deberían ser mayores que las cifras utilizadas para proyectar las pensiones al comenzar el sistema (4% a 5%). En una economía donde no sobra capital, la productividad de este factor de producción será superior a la tasa de crecimiento en salarios y empleo. De hecho, información para muchos países y épocas muestra que esta diferencia puede estar entre 2 y 3 puntos porcentuales⁴⁹. En el caso de Chile, esto significa que 5% de retorno es un límite inferior para proyectar la rentabilidad de fondos.

IV.4. Rentabilidad de las cuentas individuales

La rentabilidad de las cuentas individuales, relevante para el cálculo de los saldos que acumularan los cotizantes al término de su vida laboral y de las pensiones de vejez que podrán financiar, depende de la rentabilidad de los fondos de pensiones y de las comisiones que se descuentan de los saldos acumulados en las cuentas individuales (actualmente, sólo la comisión fija se deduce de dichos saldos; la comisión porcentual se descuenta de la renta imponible). La rentabilidad de las cuentas individuales, así definida, registró un promedio de 8,9% real anual en el período 1981-1998⁵⁰, para una renta de UF 15 (el promedio de la renta imponible del sistema es actualmente de UF 18), inferior en 2,1 puntos porcentuales a la rentabilidad de los fondos de pensiones⁵¹.

⁴⁹ Ver World Bank (1994).

⁵⁰ PrimAmérica Consultores (1999).

⁵¹ UF 15 = US\$ 465 y UF 18 = US\$ 558, a diciembre de 1998.

Actualmente las AFP no cobran comisiones como porcentaje de los fondos administrados, por lo que la diferencia entre la rentabilidad de las cuentas y de los fondos se irá reduciendo en el tiempo, a medida que los saldos acumulados vayan creciendo y adquieran mayor importancia en relación con las comisiones mensuales.

IV.5. Costos de operación y comisiones cobradas por las AFP

En diciembre de 1998 las AFP cobraban, en promedio, una comisión igual a 2,6% de la remuneración imponible, incluido el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia (que representaba a esa fecha aproximadamente un 0,7% de la remuneración imponible), y una comisión fija mensual de US\$ 0,7. La comisión porcentual subió fuertemente entre 1981 y 1984, debido a los malos resultados financieros de las AFP y al mayor costo del seguro de invalidez y sobrevivencia, pero desde 1985 hasta 1998 ha bajado casi sostenidamente (ver Cuadro 4). Un comportamiento similar, aunque más acentuado, presentan las comisiones fijas entre 1981 y 1997. Sin embargo, en 1998 este comportamiento se revirtió registrándose un incremento de estas comisiones. En los inicios del sistema, las AFP también podían cobrar una comisión porcentual sobre el saldo de la cuenta individual, que fue eliminada en 1988 (ver Cuadro 4).

A pesar de esta baja en las tasas porcentuales de comisión, los ingresos por comisiones netos del costo de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia suben desde US\$ 83 anuales por cotizante en 1982 a US\$ 85 en 1984. Entre 1984 y 1987 disminuyen, pero vuelven a aumentar sostenidamente a partir de 1988 y hasta 1997, pasando desde US\$ 75 a US\$ 146 anuales por cotizante. En 1998 bajan a US\$131 (ver Cuadro 4). El alza del período 1988-97 se explica por el aumento de las remuneraciones imponibles de los cotizantes, que ha sido mayor que la caída registrada en la tasa de comisión porcentual sobre la renta imponible.

Durante los últimos años se ha intensificado el debate sobre el nivel de las comisiones que cobran las AFP, particularmente cuando se las compara con las comisiones de otras alternativas de ahorro en Chile y con las comisiones cobradas por las administradoras de fondos de otros países. Un estudio reciente determina que, excluido el seguro de invalidez y sobrevivencia, el costo de las comisiones fue equivalente al 1,3% de los activos administrados en el período mayo 1981 a junio 1998⁵². El mismo estudio proyecta que, si se mantienen las comisiones, el costo equivalente sería de 0,53% de los activos para el período mayo 1981-mayo 2021. Estas cifras son inferiores al costo de administración promedio de fondos mutuos de renta fija y renta variable en Chile (2,9% de los activos); al costo promedio de administración de los fondos mutuos en Estados Unidos (1,1% de los activos); y al costo de administración de los programas de pensiones de Estados Unidos, conocidos como 401 K (1,25% del fondo administrado).

⁵² Ver Rodríguez (1998).

Otro trabajo compara las comisiones de las AFP en el período 1997-1998 con las cobradas por las entidades financieras en las libretas de ahorro bancarias y en los depósitos a plazo, y con los costos de las corredoras de bolsa en las cuentas de custodia (incluido un margen de utilidad), encontrando que las comisiones de las AFP son 67% más altas que la alternativa de menor costo entre las tres señaladas anteriormente⁵³. Un tercer estudio compara también los precios de oferta de sistemas de pensiones en diez países, homologándolos por diferencias en la tasa del seguro de invalidez y sobrevivencia y en el poder de compra, concluyendo que Chile está en el grupo de países "caros" y que es el tercero más caro de los siete países en ese grupo⁵⁴. Según este trabajo, los países "baratos" son Bolivia, México y Australia. Las comisiones bajas en Bolivia se explicarían por niveles inferiores en la calidad del servicio ofrecido por las administradoras, mientras que en el caso de México las menores comisiones podrían ser propias de un período de introducción del sistema de AFORE⁵⁵. La situación de Australia es particularmente interesante porque su "nuevo" sistema de pensiones es de cotización definida y se ha desarrollado por más de siete décadas.

Otro estudio muestra que en 1997 el precio de oferta en Australia habría sido 60% más bajo que en Chile. Sin embargo, si se proyectan las comisiones cobradas durante toda la vida activa del trabajador, su monto en Australia sólo sería 30% inferior al cobrado por las AFP chilenas. De acuerdo con este trabajo, las ventajas de costo del sistema australiano se explicarían principalmente por la autorización a los empleadores para crear "AFP cerradas"; por la existencia de una regulación que impone menos condiciones para la formación de administradoras y que otorga mayor flexibilidad para definir el número de portfolios de inversión que pueden ofrecer a sus afiliados y el tipo de comisiones que pueden cobrar; y por el mayor desarrollo del sistema tributario y la mayor penetración de la industria financiera, que permiten a las administradoras contar con una mejor "infraestructura institucional" y, a través de ella, acceder a economías de escala y de ámbito⁵⁶.

Aunque la controversia no está resuelta, entre otras razones por las diferencias en la cantidad y calidad del servicio que ofrecen las administradoras de cuentas individuales y de fondos en distintas industrias y países que dificultan las comparaciones, parece que los resultados de los estudios realizados tienden a coincidir en que el costo del sistema de AFP no es mayor que el de otros productos similares, pero sí podría bajar con cambios a algunas regulaciones específicas. En la sección VI volveremos a este tema.

⁵³ Salvador Valdés. Artículo publicado en *El Diario* con fecha 31 de mayo de 1999.

⁵⁴ Valdés (1999).

⁵⁵ Administradora de Fondos para el Retiro.

⁵⁶ Valdés y Bateman (1999).

IV.6. Organización de la industria

Desde los inicios del sistema de AFP se ha registrado una fuerte competencia en la industria. A diciembre de 1981, operaban 12 administradoras, que eran propiedad de grupos empresariales, organizaciones de trabajadores y entidades gremiales. Como resultado de la crisis financiera registrada en 1982, varias instituciones financieras fueron intervenidas y la participación en las AFP que mantenían sus respectivos grupos controladores fue liquidada en un proceso de "capitalismo popular" y con la venta de paquetes accionarios a instituciones financieras y de seguros extranjeras⁵⁷.

El número de administradoras se mantuvo relativamente constante hasta 1990, año en que termina el período de gobierno militar y asume un presidente elegido democráticamente. Una vez disipadas las dudas respecto al apoyo que el nuevo gobierno daría al sistema de AFP, y conocida su voluntad para estimular la entrada de otras administradoras al mercado, se produce un importante incremento del número de competidores, que llegó a 21 en diciembre de 1994. A esto contribuyeron también las altas rentabilidades patrimoniales promedio que registraban las AFP durante esos años (ver Cuadro 4). Posteriormente se inició un período de fuerte ajuste en la industria, caracterizado por procesos de fusiones y adquisiciones que han reducido el número de AFP hasta llegar a ocho en enero de 1999, y que se explica por la intensidad de la competencia que impidió a varias administradoras alcanzar participaciones de mercado que les permitieran llegar al punto de equilibrio y aprovechar las economías de escala que aparentemente existen en la industria de AFP.

Actualmente, las administradoras de mayor tamaño están controladas por grupos que también tienen inversiones en el sector bancario, destacando una creciente participación de inversionistas extranjeros. Los sindicatos de trabajadores y entidades gremiales de carácter laboral participan en las dos AFP de menor tamaño en la industria.

Los niveles de concentración de mercado, medidos por el volumen de fondos administrados, mostraron una tendencia descendente entre 1981 y 1994. En este período, varias AFP pequeñas y medianas aumentaron su participación de mercado y, además, se formaron nuevas administradoras. Entre 1995 y 1998 la tendencia se revirtió como consecuencia del proceso de fusiones y adquisiciones. El índice de Herfindahl bajó de 0,217 en 1981 a 0,125 en 1994 y subió a 0,169 en diciembre de 1998. En número de cotizantes la situación es distinta, pues el índice tuvo un valor de 0,184 en 1982 y de 0,217 en diciembre de 1998, mostrando también un significativo aumento en los últimos 4 años (en 1994 era de 0,178) (ver Cuadro 4).

⁵⁷ El capitalismo popular fue un programa de ventas de acciones al público, que otorgaba créditos a largo plazo para pagarlas y ventajas tributarias.

La mayor concentración de la industria y la participación de grupos con intereses en el sector bancario y de seguros en la propiedad de las administradoras ha abierto un debate respecto al poder económico de las AFP y a la necesidad de otorgar mayor participación a los afiliados en las decisiones de inversión. Este poder se derivaría de su posibilidad de influir en la administración de las compañías donde se invierten los fondos y de afectar el precio de los activos financieros que transan. Sin embargo, la evidencia sugiere que las AFP no tienen mayor o menor poder económico que otros intermediarios financieros de tamaño similar para afectar los precios de estos activos⁵⁸. Además, la creciente integración de los mercados de capital local e internacional significa que la eventual capacidad de las AFP para influir sobre los precios, desaparecerá por completo. La inquietud por el grado de influencia de las AFP en las empresas tampoco parece fundada en hechos objetivos, pues las administradoras no pueden elegir la mayoría del directorio en ninguna de las más de cien empresas donde tienen inversiones (de hecho, los directores que han sido elegidos con los votos de las AFP representan menos del 10% del total de directores en las empresas donde los fondos tienen inversiones), y porque, a medida que aumente la diversificación internacional de los portafolios, caerá la participación relativa de las AFP en cada uno de los emisores locales.

V. EFECTOS ECONÓMICOS DE LA REFORMA PREVISIONAL

La creación de un sistema de pensiones que acumula reservas financieras tiene cinco posibles efectos económicos principales: sobre el presupuesto fiscal; sobre el ahorro total y su composición; sobre el ritmo de desarrollo del mercado financiero; posible reducción en las distorsiones creadas por un sistema de seguridad social obligatorio sobre el mercado del trabajo; y cambios en la eficiencia económica, que dependerán principalmente del mecanismo usado por el fisco para financiar la transición desde el antiguo al nuevo sistema de pensiones.

En el caso de Chile resulta difícil estimar empíricamente cada uno de estos efectos, pues la creación del sistema de AFP coincidió con otro conjunto de reformas económicas (que se documentan en este libro), con importantes *shocks* externos (especialmente a comienzos de los 80), y con ajustes de importancia al sistema previsional antiguo, fenómenos que también impactaron sobre el ahorro, el mercado de capitales y el mercado de trabajo. Esto explica por qué, aun cumplidos dieciocho años desde la reforma, la discusión sobre estas materias tiene un marcado sesgo conceptual y no haya resultados empíricos que sean aceptados unánimemente. En las páginas siguientes revisaremos este debate y comentaremos los principales resultados que se han encontrado para el caso chileno, concentrándonos en los efectos de la reforma sobre el déficit fiscal, el ahorro y el mercado de capitales.

⁵⁸ Ver Iglesias (1998)

V.1. Impacto fiscal de la reforma

La reforma previsional de 1980 tuvo consecuencias sobre el presupuesto fiscal, pues el antiguo sistema de pensiones se encontraba desfinanciado y el Estado asumió la responsabilidad de concurrir al financiamiento de ese déficit. En este contexto, todos los efectos de la reforma sobre el valor de las obligaciones del antiguo sistema previsional y sobre el perfil temporal de los flujos de pagos de pensiones e ingresos por cotizaciones, impactaron directamente sobre el presupuesto público.

Los principales efectos de la reforma sobre el déficit previsional del sistema antiguo fueron los siguientes. En primer lugar, se produjo un importante traspaso de trabajadores hacia el nuevo sistema de AFP (ver Cuadro 4). Este hecho privó al antiguo sistema de su principal forma de financiamiento —las cotizaciones—, aumentando su déficit operacional de corto plazo (pero disminuyendo también sus gastos futuros en pensiones). En segundo lugar, la obligación de pagar Bonos de Reconocimiento a los trabajadores que se traspasaron y que se pensionan en el nuevo sistema cambió el perfil del déficit previsional hacia el futuro y, como hemos visto, también el valor presente de esa deuda⁵⁹. Finalmente, la reforma de 1980 tuvo efectos sobre el gasto esperado en pensiones mínimas y asistenciales.

Una forma de estimar el impacto de todos estos cambios sería medir la diferencia, año a año, entre el déficit previsional sin la reforma y el déficit previsional efectivo luego de la reforma. Lamentablemente no hay estimaciones del déficit "sin reforma" que permitan hacer este ejercicio⁶⁰. Por lo tanto, nos limitaremos a documentar la evolución histórica y las proyecciones del déficit previsional efectivo, cifras que nos dan una medida del esfuerzo que ha hecho y que deberá hacer el fisco durante los próximos años para cancelar la deuda previsional del antiguo sistema y para financiar el gasto de los programas de pensiones mínimas y asistenciales.

a) Evolución del déficit previsional 1981-98

El "déficit previsional total" es igual a la suma del déficit operacional de los programas de pensiones para el sector civil del sistema antiguo (diferencia entre ingresos por concepto de cotizaciones recaudadas y gastos en beneficios pagados, sin incluir el gasto en pensiones mínimas y asistenciales), el gasto por concepto de pago de BR y el gasto en pensiones mínimas y asistenciales⁶¹.

⁵⁹ Ver sección III.2.b.

⁶⁰ Wagner (1983, Tomo I, pp. 205-208) presenta algunas estimaciones muy agregadas hasta el año 2000, pero que no sirven para este propósito.

⁶¹ Se excluye de esta definición el déficit de los programas para las Fuerzas Armadas y el gasto fiscal en otros programas de la seguridad social.

Tanto el déficit operacional como el gasto en Bonos de Reconocimiento tienen naturaleza transitoria y se extinguen en el tiempo a medida que disminuye el número de pensionados en el sistema antiguo y se pensionan quienes se traspasaron al sistema de AFP. Por lo tanto, llamaremos "déficit previsional transitorio" a la suma de estas partidas, que reflejan el valor de las obligaciones del sistema antiguo con sus pensionados y afiliados, y que representan, por lo tanto, una medida del valor de la deuda implícita que tenía ese sistema.

En los años inmediatamente posteriores a la reforma, más del 75% de los afiliados al sistema antiguo se trasladó al nuevo sistema de AFP. Esto significó una importante caída en los ingresos por cotizaciones, que no fue acompañada de una disminución inmediata en el gasto en pensiones, pues se debían seguir pagando los beneficios a los trabajadores en inactividad (el gasto futuro en pensiones sí disminuye). El impacto de la pérdida de ingresos por concepto de cotizaciones sobre el déficit operacional se puede ilustrar estimando el total de cotizaciones pagadas por los afiliados del nuevo sistema previsional (que, especialmente durante los primeros años, correspondían casi exclusivamente a trabajadores traspasados desde el sistema antiguo)⁶². Así, en 1982 las cotizaciones a los fondos de pensiones representaron un 20% del déficit operacional del sistema antiguo y un 21% del déficit transitorio (ver Cuadro 5).

El nivel y la tendencia del déficit operacional también se vieron afectados por los cambios que precedieron a la creación del sistema de AFP y que permitieron bajar los gastos de los antiguos programas de pensiones⁶³. Además, en los años inmediatamente posteriores a la reforma, la baja en los ingresos del sistema antiguo se acentuó por la crisis económica de la época que incidió en una caída de los salarios reales y un aumento del desempleo. Todos estos cambios se reflejaron en un incremento inmediato del déficit operacional, que pasó de un 3,9% del PIB en 1981 a un 8,0% en 1982 (ver Cuadro 5). El gasto en Bonos de Reconocimiento, el otro componente del "déficit transitorio", ha crecido en forma sostenida, principalmente por efecto del aumento en el número de pensionados, llegando a representar el año 1998 un 25% del déficit transitorio y un 0,9% del PIB. De esta forma, el déficit previsional transitorio alcanzó un máximo de 8,16% del PIB el año 1982, inmediatamente después de la reforma, y luego comenzó a bajar sostenidamente, hasta representar un 3,6% del PIB el año 1998 (ver Cuadro 5).

Los programas de pensiones mínimas y asistenciales no fueron "creados" por la reforma y el gasto que representan tiene carácter "permanente". Aunque la magnitud absoluta del gasto en pensiones mínimas es muy baja en comparación con los otros conceptos de gasto, ha seguido una tendencia creciente que se explica tanto por el mayor valor de este beneficio como por el aumento en el número de

⁶² Sin embargo, esta cifra subestima el efecto completo, pues las tasas de cotización en el sistema de AFP son menores que en el antiguo sistema.

⁶³ Ver sección III.3 de este trabajo. Otros cambios permitieron disminuir el gasto en programas sociales. Por ejemplo, los afiliados al nuevo sistema no tienen derecho a los aguinaldos, que sí reciben los afiliados al sistema antiguo.

CUADRO 5
CHILE: EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL
(% DEL PIB)

Años	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1) Déficit Previs. Transitorio ^{a/}	3,9	8,1	7,6	7,7	6,7	6,3	5,4	5,2	4,6	4,6	4,5	4,4	4,5	4,4	4,2	3,6	3,6	3,6
- Déficit Operacional	3,9	8,0	7,4	7,5	6,5	6,0	5,0	4,8	4,2	4,1	4,0	3,9	3,9	3,8	3,5	2,9	2,8	2,7
- Bonos Reconocimiento	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
2) Déficit Previs. Permanente ^{a/}	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Pensiones Asistenciales	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Pensiones Mínimas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3) Déficit Previsional Total [(1) + (2)]	4,1	8,4	8,0	8,2	7,2	6,8	5,9	5,6	4,9	5,0	4,8	4,7	4,8	4,7	4,5	4,0	3,9	3,9
Memo:																		
* Ahorro Sistema de AFP	n.d.	1,9	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1	2,5	2,8	3,1	3,7	3,4	0,4	3,9	4,0	3,3	3,1	n.d.
- Contribuciones	n.d.	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,8	2,0	2,2	2,5	2,1	0,2	2,0	2,1	1,4	1,2	n.d.
- Rentabilidad	n.d.	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	1,0	1,3	1,4	0,2	1,9	1,9	1,9	2,0	n.d.
* [Ahorro AFP - Déficit Trans.]	n.d.	-6,2	-5,8	-5,9	-4,8	-4,2	-3,3	-2,7	-1,9	-1,5	-0,7	-1,0	-4,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	n.d.
* Contribuciones AFP / Déficit Previs. Transitorio	n.d.	23,2	23,3	24,2	28,5	33,1	39,5	48,0	59,9	67,8	83,7	78,3	8,3	87,6	94,8	90,5	87,4	n.d.
* Superávit fiscal neto de la Seguridad Social	8,2	5,7	5,6	7,0	7,6	8,1	8,9	7,9	7,9	7,5	8,5	9,6	9,7	9,6	9,9	9,8	9,5	8,1

a/ No incluye programa de las FEAA.

Fuente: Elaboración propia en base a información de PrimAmérica (1999) para cifras de ahorro en Sistema de AFP; Arenas y Marcel (1999) para las cifras de Déficit Previsional Transitorio, Déficit Previsional Permanente y Superávit fiscal; Banco Central para las cifras del PIB.

pensionados durante el período. Además, en 1985 se creó una pensión mínima especial para los trabajadores mayores de 70 años, lo que también tuvo el efecto de aumentar los gastos en pensión mínima respecto a la situación antes de la reforma. Sin embargo, otros cambios del año 1980 pueden haber compensado los efectos anteriores. Específicamente, a los trabajadores que se cambiaron al sistema de AFP se les comenzó a exigir veinte años de cotizaciones para acceder a este beneficio y no diez años como a los trabajadores que cotizan en el sistema antiguo. Además, se exigió a este grupo que el total de sus ingresos, y no sólo la suma de pensiones, sea inferior a la pensión mínima⁶⁴. Por otra parte, el gasto en pensiones asistenciales subió durante los años de crisis económica (principalmente por el mayor número de beneficiarios) para luego bajar a niveles cercanos a los observados a comienzos de la década. La suma de pensiones mínimas y asistenciales alcanzó un máximo de 0,53% del PIB en 1986 y luego se estabilizó alrededor del 0,3% del PIB (ver Cuadro 5).

Producto de todos estos efectos, el déficit previsional total subió desde 4,12% del PIB en 1981 a un máximo de 8,4% del PIB en 1982. Desde esa fecha ha disminuido sostenidamente, hasta alcanzar un 3,9% del PIB en 1998 (ver Cuadro 5)⁶⁵.

b) *Proyecciones del déficit previsional*

Las proyecciones del déficit previsional para la población civil muestran que, como resultado de la caída en el déficit operacional, la parte "transitoria" (déficit operacional más Bonos de Reconocimiento) disminuye constantemente hasta el fin del período de proyección. El valor presente para los próximos diez años de la deuda por Bonos de Reconocimiento y déficit operacional (al 7%) se ha estimado en US\$ 25.047 millones⁶⁶. Esto significa que la parte "permanente" del déficit previsional —pensiones mínimas y asistenciales— va aumentando su participación relativa en el déficit total, lo que se refuerza por la evolución del gasto en pensiones mínimas. Sin embargo, las magnitudes absolutas del gasto en estos programas son significativamente más bajas que las del déficit transitorio (ver Cuadro 6).

⁶⁴ No hay estimaciones que permitan comparar el gasto esperado en pensiones mínimas antes de la reforma, respecto a la situación después de los cambios de 1980.

⁶⁵ Todas las cifras anteriores se obtienen de Arenas y Marcel (1999). Para el período 1981-88 los resultados de este estudio muestran que el déficit fue sustancialmente superior al estimado en trabajos anteriores (Ortúzar, 1988; SAFF, 1997). Sin embargo, por tratarse de las estimaciones más recientes y las únicas que se basan directamente en cifras de la Dirección de Presupuesto, parecen las más confiables. Agradecemos a los autores el permitirnos usar esta información que aún tiene carácter preliminar.

⁶⁶ Ver Arenas y Marcel (1999). Corbo (1979) había estimado el valor de las reservas que debería tener el sistema previsional chileno, a julio de 1977, en US\$ 14.463 millones (esta cifra corresponde al valor presente de los beneficios futuros que debería pagar el sistema. Si se resta el valor de las reservas, es una medida del déficit económico a esa fecha).

La mayor incertidumbre en la evolución de los futuros compromisos del fisco con el sistema previsional se produce respecto al programa de pensiones mínimas. De hecho, existen importantes diferencias entre las distintas estimaciones del gasto futuro en este programa que se explican, en parte, por diferencias en el valor que se supone para esta pensión (que se fija en forma discrecional según las disponibilidades de recursos y los objetivos políticos y sociales de la autoridad) y también por aumento esperado en la participación femenina en el mercado laboral, efecto que no es capturado en todos los estudios⁶⁷. Arenas y Marcel (1999) estiman el valor presente de este beneficio (al 7%) en US\$ 1.346 millones (ver Cuadro 6). Ortúzar (1988) lo estima en US\$ 534 millones. Wagner (1990) estima — en su escenario básico — un valor presente de US\$ 183 millones. Zurita (1994), que intenta capturar el riesgo asociado a las variaciones futuras en el retorno de los fondos, estima el valor presente del gasto en pensión mínima entre US\$ 950 y US\$ 1.175 millones. Otro factor que podría presionar sobre el déficit previsional total, y que no está incorporado en las cifras del Cuadro 6, es la situación deficitaria de los programas de pensiones de las Fuerzas Armadas.

En cualquier caso, todas las proyecciones muestran que el déficit de los programas de pensiones civiles ya habría alcanzado su máximo y que la carga para el Estado disminuirá durante los próximos años. Este cambio de tendencia tendrá efectos de importancia sobre el presupuesto público y, eventualmente, sobre la composición del portfolio de inversiones de los fondos de pensiones.

c) *Financiamiento del déficit*

A pesar de su magnitud, llama la atención que el impacto fiscal no parece haber sido un obstáculo importante para el esfuerzo de reforma en Chile. De hecho, el ex ministro Piñera comenta las “facilidades” para el proyecto de reforma que entregaron el ministro de Hacienda y el director de Presupuesto de la época y añade que “en términos de valor presente, la reforma previsional fue una modernización que, incluso desde el punto de vista fiscal, fue favorable en comparación con la alternativa de dejar las cosas como estaban”⁶⁸. Posiblemente esto se explique porque el gobierno de la época tuvo la voluntad y el poder político suficientes para realizar los ajustes en el presupuesto fiscal que eran necesarios para enfrentar el déficit previsional; porque la reforma previsional se concibió como parte de un conjunto de reformas económicas que no eran independientes entre sí; y porque existió entre las autoridades una adecuada comprensión técnica del problema.

⁶⁷ Las mujeres se pensionan antes (60 años vs. 65 los hombres), tienen mayor expectativa de vida y reciben menores salarios. Por lo tanto, al aumentar la participación femenina en el mercado del trabajo, debería aumentar también el gasto en pensión mínima. Las cifras de Wagner y Zurita se estiman con tasas de descuento del 4% y 5%, respectivamente.

⁶⁸ Piñera (1991a, p. 33 y p. 134).

CUADRO 6
PROYECCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL
(% DEL PIB)

Déficit Operacional	Bonos de Reconocimiento	Déficit Transitorio	Pensiones Asistenciales	Pensiones Mínimas	Déficit Permanente	Déficit Previsional Total	
(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)	(7) = (3) + (6)	
1999	2,2%	0,9%	3,1%	0,4%	0,1%	0,5%	3,6%
2000	2,1%	1,0%	3,1%	0,4%	0,1%	0,5%	3,6%
2001	2,0%	1,1%	3,1%	0,4%	0,1%	0,5%	3,6%
2002	2,0%	1,1%	3,1%	0,4%	0,1%	0,5%	3,6%
2003	1,9%	1,1%	3,0%	0,4%	0,1%	0,5%	3,5%
2004	1,8%	1,1%	2,9%	0,4%	0,2%	0,6%	3,5%
2005	1,7%	1,2%	2,9%	0,4%	0,2%	0,6%	3,5%
2006	1,6%	1,2%	2,8%	0,4%	0,2%	0,6%	3,4%
2007	1,6%	1,2%	2,8%	0,4%	0,2%	0,6%	3,4%
2008	1,5%	1,2%	2,7%	0,4%	0,3%	0,7%	3,4%
2009	1,4%	1,1%	2,5%	0,4%	0,3%	0,7%	3,2%
2010	1,3%	1,1%	2,4%	0,4%	0,3%	0,7%	3,1%

Fuente: Arenas y Marcel (1999).

Para financiar el déficit previsional el fisco recurrió a una combinación de instrumentos, los que se usaron con distinta intensidad a lo largo del tiempo, según las condiciones económicas generales del país, la situación particular de las finanzas públicas en cada momento y los objetivos de política económica de la autoridad. En todo caso, un objetivo explícito de la reforma fue aumentar el ahorro y esto determinó, en parte, la estrategia de financiamiento del déficit previsional⁶⁹. Así, en los años inmediatamente después de la reforma el déficit previsional se financió principalmente con ahorro público (ajustes de otros gastos y un impuesto transitorio —3% del salario a cargo del empleador—, cuyo objetivo declarado era compensar la eliminación de las cotizaciones para los programas de asignación familiar y subsidio de cesantía, que comenzaron a financiarse con recursos del presupuesto)⁷⁰, situación que se refleja en el superávit fiscal neto del gasto en programas de seguridad social (ver Cuadro 5). Además, se usó algo de

⁶⁹ "Desde el punto de vista económico, lo que hizo el gobierno chileno fue crear un ahorro privado y neutralizar con creces el mayor déficit fiscal, restringiendo los gastos del Estado. Esto fue así porque se quería aumentar el ahorro nacional privado" Büchi (1993).

⁷⁰ Este impuesto disminuyó en un punto porcentual al año y desapareció en 1984.

endeudamiento del fisco con los fondos de pensiones, lo que se manifestó en el aumento de la inversión de los fondos en títulos de Tesorería que pasó desde US\$ 2,2 millones en 1981 a US\$ 864 millones en 1986⁷¹.

Desde mediados de la década de los 80, a los continuos esfuerzos por controlar el gasto fiscal se sumó un mayor ingreso de excedentes del cobre y el aumento de ingresos por efectos de la recuperación económica y del programa de privatizaciones. En consecuencia, el superávit no previsional prácticamente se duplicó entre 1982 y 1992, lo que permitió al fisco retirar deuda del mercado (y que disminuyera la inversión de los fondos de pensiones en títulos de Tesorería). En 1985 se autorizó la inversión de los fondos de pensiones en acciones y las AFP comenzaron a comprar títulos de las empresas en proceso de privatización.

La estrategia de financiamiento del déficit previsional se puede dividir, entonces, en dos períodos. En el primero se realizó un importante esfuerzo de contracción de gastos no previsionales y se recurrió a endeudamiento público; y el segundo estuvo marcado por el efecto de la recuperación económica sobre los ingresos fiscales, y durante el cual el fisco sustituyó endeudamiento por venta de activos (privatización). Esta estrategia tuvo consecuencias macroeconómicas y sobre la distribución del ingreso, pues cuando el grueso del financiamiento es con impuestos (o reducción de gasto público), el consumo privado tiende a disminuir, el ahorro a aumentar, la tasa de interés a bajar y la relación capital-producto a subir. En cambio, cuando el financiamiento es con deuda (o venta de activos), no se produce igual ajuste en consumo y la tasa de interés tiende a subir (la relación capital-producto tiende a su vez a bajar). Por lo tanto, y dada la estrategia de financiamiento seguida en el caso chileno, eventualmente la reforma llevó a un incremento del ahorro y de la relación capital-producto de la economía⁷². Esto también significó una redistribución que favoreció a las generaciones más jóvenes y perjudicó a las de mayor edad, en comparación con lo que habría sucedido si el déficit se hubiese financiado principalmente con deuda.

V.2. Reforma y ahorro

a) *Efectos esperados*

El posible impacto de la reforma previsional sobre el ahorro es un tema sobre el cual no hay acuerdo a nivel conceptual y que los estudios empíricos tampoco han ayudado a resolver. En el caso de Chile la discusión se ha hecho aún más difícil, pues, tal como ya advertimos, la reforma al sistema de pensiones coin-

⁷¹ Ver Marcel y Arenas (1991, p. 37.) El ex ministro Piñera (1991a, p. 134) señala que "el efecto negativo sobre las arcas fiscales... fue atenuado deliberadamente permitiendo a las AFP invertir esos recursos en títulos de deuda fiscal".

⁷² Ver sección siguiente.

cedió con otra serie de cambios, cada uno de los cuales también puede haber impactado sobre el ahorro. No debería extrañar entonces que el debate sobre esta materia aún no se haya agotado y que todos los resultados conocidos sean objeto de controversia.

El análisis se puede ilustrar mejor usando la siguiente relación: Ahorro Total = Ahorro Voluntario Personas + Ahorro Previsional + Ahorro Empresas + Ahorro Gobierno + Ahorro Externo.

La reforma previsional tiene efectos directos e indirectos y de distinto signo sobre cada uno de estos componentes del ahorro total. Los efectos directos se producen sobre el ahorro previsional y sobre el ahorro de gobierno (en este último caso, según cual sea la estrategia de financiamiento que use el fisco). Además, pueden existir efectos indirectos sobre el ahorro de las empresas por los cambios en el costo de la mano de obra (por ajustes en las tasas de cotización) y por el impacto de la reforma sobre el mercado de capitales y sobre las oportunidades de inversión (Hachette, 1998). También se puede afectar el ahorro voluntario de las personas por los cambios en el valor esperado de los beneficios previsionales, por el volumen y dirección de las transferencias intrageneracionales, por una menor "miopía" de los trabajadores, por cambios en salario líquido, y por los posibles efectos de la reforma sobre la distribución de ingresos y el desarrollo del mercado de rentas vitalicias. Finalmente, la reforma previsional también puede impactar el grado de integración del país a los mercados internacionales de capital y, a través de este mecanismo, se pueden producir efectos sobre el ahorro externo (Fontaine, 1997).

La magnitud de cada uno de ellos depende de una gran cantidad de factores (sensibilidad del ahorro a tasas de interés; nivel absoluto de ahorro antes de la reforma; etc.), destacando el grado de sustitución entre las distintas formas de ahorro. Así, a mayor sustitución entre ahorro privado y ahorro del gobierno, entre ahorro voluntario y ahorro previsional, entre ahorro nacional y ahorro externo, y entre ahorro de personas y de empresas, menor será el efecto esperado de la reforma sobre el ahorro total. Un estudio reciente sobre ahorro privado en Chile (Hachette, 1998) concluye en forma preliminar que el ahorro privado forzoso (previsional) y el voluntario son excelentes sustitutos, y que el ahorro público y el ahorro privado voluntario también han demostrado ser buenos sustitutos. Si estos resultados son válidos, entonces no se debería esperar un impacto significativo de la reforma sobre el ahorro nacional.

b) *La evidencia empírica*

Las cifras agregadas de ahorro en Chile crecen fuertemente desde 1985, una vez que el país se recupera de la crisis financiera de la primera mitad de los 80. Naturalmente, la simple coincidencia histórica entre este fenómeno y el desarrollo del sistema de AFP sugiere que la reforma previsional pudo haber impactado positivamente sobre el ahorro. Sin embargo, y por las razones antes explicadas, se

necesita examinar evidencia más detallada para conocer la contribución que la reforma previsional pudo haber hecho a este fenómeno.

Una alternativa es analizar la evolución y composición de las cifras de ahorro a partir de la información de Cuentas Nacionales. Sin embargo, en Chile los estudios de ahorro que siguen este camino se enfrentan a dificultades a veces insuperables. En primer lugar, el ahorro privado se mide como residuo. Tampoco existen datos que permitan medir el ahorro voluntario de las personas (generalmente, se supone que es cero y se estima el ahorro de empresas como la diferencia entre el ahorro previsional y el ahorro privado total). Además, en el año 1993 se modificaron las Cuentas Nacionales, generándose un incremento "metodológico" en las tasas de ahorro. Por otra parte, este enfoque no permite distinguir qué cambios en las cifras de ahorro se deben a la reforma previsional y cuáles a las otras modificaciones que coincidieron con ella. De todas formas, varios trabajos han seguido este camino, con resultados a veces contradictorios.

Arrau (1996), luego de descomponer la tasa de ahorro nacional entre el sector público, empresas y personas, observa que el ahorro de las personas (que sería igual al ahorro previsional obligatorio, pues supone ahorro voluntario igual a cero) crece desde 0,9% del PIB en 1981 hasta 3,9% del PIB en 1994. Luego, al consolidar el déficit previsional del sector público con el ahorro previsional de las personas, concluye que el desahorro neto disminuye desde un máximo de 6,5% del PIB en 1982 hasta 0,6% del PIB en 1994, lo que se podría interpretar como evidencia de un efecto positivo de la reforma sobre el ahorro previsional. Sin embargo, sus cifras también muestran que en este período existió un importante esfuerzo de ahorro público y, además, un fuerte aumento en el ahorro de las empresas (desde un 5,4% del PIB en 1980 hasta 16,4% en 1994). En su opinión, éstos son los factores que explicarían buena parte del aumento en el ahorro nacional en el período (aunque agrega que, en este contexto, la reforma previsional, "por su efecto indirecto en el desarrollo del mercado de capitales y en la oferta de fondos para financiar la inversión, tiene un lugar preponderante entre las reformas que mejoraron el entorno en que el ahorro y la inversión se retroalimentan el uno con el otro").

Agosín, Crespi y Letelier (1997) también identifican el ahorro de las empresas y del gobierno como principal explicación del aumento del ahorro nacional, pero sus cifras muestran que el ahorro previsional obligatorio en el sistema de AFP crece constantemente desde 1981, sin que se produzca un aumento en el desahorro voluntario de las personas en el mismo período. Esto reflejaría una contribución positiva —aunque, en sus palabras, "no la más importante"— de la reforma al sistema de pensiones sobre el ahorro nacional.

Holzmann (1996) construye una medida de "ahorro previsional neto", restando al ahorro en el sistema de AFP lo que llama el "costo fiscal de la reforma", y concluye que la contribución directa de la reforma al ahorro doméstico fue negativa hasta 1988, fecha a partir de la cual la situación cambia sólo por la mayor ren-

tabilidad de la inversión de los fondos⁷³. Luego compara este “ahorro previsional neto” con el ahorro del sector privado neto del sistema de pensiones (“ahorro voluntario de empresas y personas”) y con el ahorro de gobierno neto del déficit previsional, observando que después de un período (1980-88) en que todas estas magnitudes “netas” crecen al mismo ritmo, tanto el ahorro no previsional público como el privado se mantienen en niveles prácticamente constantes e iguales al 10% del producto nacional cada uno. En su opinión, esta evidencia confirmaría sus resultados econométricos que no muestran un impacto directo y positivo de la reforma sobre el ahorro privado.

Otros estudios siguen el camino de estimar funciones de ahorro (consumo) individual, especificadas de tal forma que se capturen los efectos directos e indirectos de la reforma previsional. Los resultados de estos trabajos también son contradictorios. Mientras Haindl (1995), Morandé (1996), y Corsetti-Schmidt-Hebbel (1997) concluyen que la reforma contribuyó al aumento del ahorro privado, especialmente por sus positivos efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales, Holzmann (1996) encuentra que existe una relación negativa entre el desarrollo del mercado de capitales y el ahorro privado voluntario. Por otra parte, y tal como hemos dicho, Hachette (1998) concluye que el ahorro público desplaza totalmente el ahorro privado voluntario y que este último es buen sustituto del ahorro forzoso.

Es claro entonces que, en el caso de Chile, los estudios empíricos no han sido suficientes para resolver la cuestión del impacto de la reforma sobre el ahorro. En todo caso, la evidencia disponible permite avanzar las siguientes conclusiones:

- Las cifras de Cuentas Nacionales muestran un fuerte crecimiento del ahorro nacional en los años posteriores a la reforma previsional de 1980. Ese aumento se explica principalmente por aumentos en el ahorro de gobierno y en el ahorro privado voluntario (de empresas).
- Aunque existen algunos resultados contradictorios, tanto los argumentos conceptuales como la mayor parte de la evidencia empírica sugieren que la reforma al sistema de pensiones habría tenido un impacto positivo —pero no muy importante— sobre el ahorro privado voluntario de las personas y de las empresas.
- Sin duda, la estrategia seguida por el fisco chileno para enfrentar el déficit del antiguo sistema de pensiones representa una causa principal de la expansión del ahorro nacional después de la reforma al sistema de pensiones.

⁷³ Nuestras propias estimaciones muestran que, luego de la reforma, el “ahorro previsional neto” habría disminuido aún más que lo señalado por Holzmann. De hecho, esta magnitud no se hace positiva en todo el período de estimación (ver Cuadro 5). Las cifras de Holzmann tampoco coinciden con las de Arrau. Las diferencias se explican por la medición del ahorro en el sistema de AFP y del déficit previsional.

V.3. Reforma y mercado de capitales

La preocupación por los efectos que podría tener un mercado de capitales poco desarrollado sobre los resultados del nuevo sistema de pensiones marcó parte del debate sobre la reforma en Chile y, de hecho, obligó a incorporar una serie de regulaciones particularmente estrictas al manejo de las inversiones. La experiencia posterior ha mostrado que dichas regulaciones han sido efectivas para evitar problemas de importancia en la administración de los fondos, pero también que el mercado fue capaz de crecer y desarrollarse a la par del crecimiento de los fondos de pensiones. Cuánto de este desarrollo se debe a la reforma previsional y cuánto a otros cambios que también impactaron sobre el mercado de capitales, es una cuestión difícil de responder y que, en el caso de Chile, ha sido objeto de sólo un estudio empírico.

Holzmann (1996) construyó una serie de indicadores para medir el desarrollo del mercado financiero en Chile⁷⁴ y luego investigó las relaciones entre éstos, la acumulación de fondos de pensiones, la tasa de ahorro y el crecimiento económico, encontrando que todos los indicadores crecían fuertemente después de la crisis bancaria de 1982-83 y mostraban alta correlación con la expansión en el nivel de activos que administran las AFP. Por ejemplo, el mercado de acciones creció en forma lineal desde 1985 (primer año en que las AFP están autorizadas a comprarlas) y la correlación entre el volumen de acciones en poder de las AFP, el total de acciones transadas en el mercado y la capitalización de mercado es también muy alta. Además, con datos mensuales, encontró fuerte correlación entre los volúmenes de transacción de distintos instrumentos y el nivel de los fondos de pensiones, concluyendo que toda esta evidencia empírica permitía sostener que estos fondos habían hecho a los mercados financieros más líquidos y profundos.

Holzmann trató también de probar si los fondos de pensiones habían contribuido o no a un mercado de capitales más competitivo y que permitiera una mejor asignación del riesgo. Para este efecto buscó y encontró una relación inversa entre el desarrollo del sistema de pensiones e indicadores de fallas de precio en el mercado (que miden el resultado efectivo de algunos activos financieros, comparado con resultados simulados obtenidos de un modelo de referencia).

Aunque advierte que ninguno de estos resultados representa por sí mismo una prueba absoluta de que el sistema de AFP haya sido el elemento principal que explique el desarrollo del mercado de capitales en Chile, destaca también que la evidencia empírica disponible es concordante con esta idea. Los resultados anteriores se ven respaldados por algunos otros antecedentes de carácter más circunstancial que se presentan a continuación.

⁷⁴ Incluyen la proporción de activos financieros a riqueza de la economía; la proporción de activos financieros a activos de entidades financieras; nivel de pasivos financieros más activos de inversionistas institucionales; y otra serie de indicadores específicos para el mercado accionario.

a) *Perfeccionamiento de la regulación*

Durante las últimas dos décadas se ha reformado sustancialmente la regulación del mercado de capitales chileno. Aunque algunos de estos cambios son anteriores al inicio de las operaciones del nuevo sistema previsional, la gran mayoría se ha materializado junto con el crecimiento de los fondos previsionales.

En parte, la misma simultaneidad entre el crecimiento de los fondos previsionales y las reformas institucionales en el mercado de capitales sugiere que estos avances serían una consecuencia directa de la reforma al sistema de pensiones. De hecho, en algunos casos, tal como el establecimiento del sistema de clasificación de riesgo de los instrumentos de oferta pública o la incorporación de nuevas regulaciones sobre conflictos de interés en la Ley de Valores, la evidencia respalda claramente esta relación de causalidad, pues las reformas se justificaron por la necesidad de asegurar un marco adecuado para el proceso de inversión de los fondos de pensiones, y quedaron incorporadas a esa institucionalidad.

Otro aspecto llamativo de la experiencia chilena es la continuidad del proceso de cambios legales durante la década del 80 y del 90. Este fenómeno también se puede interpretar como evidencia de una estrecha relación entre la acumulación de los fondos y la transformación institucional del mercado de capitales, pues parece improbable que se hubiese producido igual dinámica sin la presión constante que han ejercido las AFP y compañías de seguros de vida (CSV), por intermedio de la demanda creciente por activos financieros y de las reiteradas presentaciones a las autoridades de proposiciones concretas tendientes a perfeccionar la normativa del sistema de pensiones y del mercado de valores.

b) *Innovación*

La acumulación de fondos en las AFP y CSV, junto a la necesidad de crear instituciones que facilitaran la eficiente intermediación de esos recursos, puede también haber sido una fuerza importante detrás de algunas innovaciones del mercado de capitales chileno.

Entre estos cambios destaca la creación de un sistema centralizado y electrónico de custodia de valores, que comenzó a operar en 1995 y entre cuyos accionistas están las AFP y las CSV. Además, en 1987 la Bolsa de Comercio de Santiago implementó un sistema electrónico de transacciones y en 1990 se creó una nueva bolsa, con sistemas de transacción únicamente electrónicos. Ambos hechos están directamente asociados al crecimiento en el volumen de transacciones impulsado por la acumulación de fondos en las AFP y CSV.

Por otra parte, y como decíamos, en 1985 comenzó a operar un sistema de clasificación de riesgo creado especialmente para los fondos de pensiones y que sirvió posteriormente para dar origen a la industria privada de clasificación de riesgo.

En 1989 nacieron las sociedades inmobiliarias, las que fueron constituidas para facilitar la inversión de los fondos de pensiones en bienes raíces. En 1991 surgieron los fondos de inversión (*close-end funds*), que se formaron para dar oportunidad a los fondos de pensiones de invertir —indirectamente— en el sector inmobiliario (fondos de inversión inmobiliarios) y en acciones de empresas que no transan sus títulos en las bolsas de valores y que, por lo tanto, representan un mayor nivel de riesgo (fondos de inversión de desarrollo de empresas). Posteriormente, y también pensando en las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones, fue creado el mutuo hipotecario⁷⁵.

c) *Tamaño del mercado*

Uno de los fenómenos económicos más llamativos de la década de los 80 en Chile es el crecimiento del mercado de capitales.

Aunque muchas circunstancias explican esta tendencia, la evidencia circunstancial del caso chileno sugiere que la creciente demanda por activos financieros de las AFP y de las CSV puede haber estimulado la expansión del volumen de transacciones y la profundización del mercado, la reducción de los costos de transacción, el aumento en la oferta de fondos de largo plazo y la reducción del costo de capital de las empresas.

Posiblemente el impacto más fuerte de la creación del sistema de pensiones se ha manifestado en la mayor oferta de fondos de largo plazo y en la mayor profundidad del mercado accionario. La evolución del mercado de bonos muestra el efecto de este cambio. Así, el número de sociedades con emisiones de bonos inscritos subió de siete en 1980 a 45 en 1997, y el saldo de bonos emitidos aumentó en igual período desde US\$ 57 millones a un máximo de US\$ 3.632 millones, en 1994. El mercado de crédito hipotecario también se ha visto beneficiado con este cambio estructural. Así, el *stock* total de letras y mutuos hipotecarios creció desde US\$ 813 millones en 1980 a US\$ 10.452 millones en 1997. Por otra parte, el número de sociedades con acciones inscritas en la bolsa subió desde 210 en 1982 a 330 en 1997, y las emisiones inscritas desde un promedio de 34 entre 1980-83, a 50 entre 1995-97. Luego de la incorporación de los fondos de pensiones al mercado bursátil, las transacciones de acciones subieron desde US\$ 72 millones en 1984 a un máximo de US\$ 14.484 millones en 1995 (ver Cuadro 7).

⁷⁵ El mutuo representa un contrato entre su tenedor y el deudor hipotecario, sin que exista una institución intermedia (como la entidad financiera, en el caso de las letras) que respalde el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el deudor. Las condiciones de emisión de estos instrumentos (monto, plazos, tasas) son más flexibles y, por lo tanto, ellos son menos líquidos que las letras hipotecarias (que son emitidas en series con características similares).

CUADRO 7
CHILE: DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

	Valor Activos Financieros (Mill. US\$ 1997)					Transacciones Bolsas de Valores (Mill. U\$. 1997)		Sociedades con títulos inscritos		Emisiones registradas en el año ⁽²⁾	
	Deuda ⁽¹⁾				Capital ⁽¹⁾	Deuda	Capital	Deuda	Capital	Deuda	Capital
	Total	Bonos	Letras	Hipot. Otros							
1980	2.591	57	813	1.721	10.540	N.D.	N.D.	7	263	4	39
1981	3.127	99	1.616	1.413	7.219	1.591	381	7	241	13	37
1982	3.616	458	1.828	1.329	7.016	4.375	179	12	210	9	26
1983	5.733	458	1.994	3.280	4.019	2.679	90	13	211	2	18
1984	6.518	471	2.276	3.771	3.877	2.508	72	15	208	5	10
1985	7.245	514	2.349	4.382	4.202	6.328	103	16	215	3	29
1986	7.759	436	2.423	4.900	8.048	14.327	583	8	215	3	26
1987	8.670	766	2.306	5.598	9.893	20.622	939	14	211	93	33
1988	10.732	1.248	2.452	7.032	12.182	32.823	1.131	19	203	12	22
1989	12.537	1.900	2.643	7.994	16.422	45.585	1.465	23	213	10	21
1990	16.878	2.420	2.871	11.587	21.025	88.269	1.359	27	216	16	23
1991	21.243	3.132	3.322	14.789	40.438	98.549	3.293	37	223	19	32
1992	23.771	3.152	3.798	16.821	38.768	102.278	3.692	39	244	12	31
1993	25.061	3.303	4.520	17.239	58.621	179.413	5.317	40	263	5	39
1994	28.969	3.632	5.985	19.352	76.510	231.163	8.308	46	277	14	47
1995	31.426	3.328	7.592	20.505	74.925	332.018	14.484	46	282	6	47
1996	34.579	3.141	9.145	22.292	67.848	399.478	12.143	47	289	5	51
1997	37.806	2.439	10.452	24.915	71.831	460.544	9.931	45	330	7	51

(1) No incluye Fondos Mutuos.

(2) Una empresa puede registrar más de una emisión al año.

Fuente: Elaboración propia con información de la Superintendencia de Valores y Seguros.

VI. LA AGENDA PENDIENTE

Si se mide la eficacia de las regulaciones al sistema de AFP en función de sus resultados históricos, resultaría difícil cuestionar el éxito de la reforma de 1980.

Sin embargo, después de dieciocho años de operación comienza a ser evidente que algunas de estas regulaciones, aun cuando se puedan haber justificado en los inicios del sistema, pueden tener hoy más costos que beneficios. Dados el desarrollo de la capacidad de fiscalización de las distintas entidades de supervisión del sector financiero, la experiencia acumulada por los afiliados y las empresas administradoras durante estos años, así como la mejor calidad de la información disponible, parece oportuno analizar formas de diseño alternativas que puedan asegurar que se cumplan más eficientemente los objetivos del sistema.

De hecho, pensamos que es posible avanzar hacia una industria con menores precios, mayor diferenciación de productos y menor concentración en la administración de fondos, para lo cual se debe modificar algunas regulaciones específicas; en particular, las que definen el giro de las AFP, las que limitan las posibilidades de diferenciación en el servicio de las AFP, y las que se aplican a la estructura de precios. En las páginas siguientes comentaremos los principales problemas de cada una de ellas y luego presentaremos un modelo de regulación alternativo.

VI.1. Giro exclusivo y servicios empaquetados

La regulación ha dado a las AFP dos características peculiares. Por una parte, son empresas de giro único (sólo pueden hacer lo que la ley de pensiones les permite) a las que, además, se les han limitado severamente las posibilidades de integración comercial y operativa con otras empresas del sector financiero (nadie que no sea AFP puede ofrecer lo que éstas ofrecen). Por otra parte, la regulación define el giro de las AFP de tal forma que deben ofrecer simultáneamente tres servicios de distinta naturaleza: la administración de cuentas individuales (que involucra tareas puramente operativas, tal como el recaudo de cotizaciones y el registro de los movimientos de cada cuenta); la administración del portfolio de inversiones de los fondos de pensiones;¹ y la selección de un seguro de invalidez y sobrevivencia.

Es evidente que el giro único ayuda al control de conflictos de interés y facilita la fiscalización del sistema. Sin embargo, también ha impedido que las AFP aprovechen plenamente eventuales economías de escala y de ámbito en las tareas de recaudación, procesamiento de cuentas y distribución de sus servicios, obligándolas a duplicar gastos e inversión en infraestructura que existe en otros sectores de la economía.

A su vez, la integración de distintos negocios en las AFP tiene consecuencias sobre la organización de la industria, pues las tecnologías necesarias para producir cada uno de estos servicios son diferentes y cada una de ellas necesita de

distintas escalas de operación para funcionar eficientemente. Esto significa, entre otras cosas, que tengan ventajas comparativas las empresas más grandes que se benefician de la mayor escala necesaria para producir eficientemente los servicios de naturaleza operativa, cuyos costos representan la mayor proporción de los gastos totales de una AFP.

VI.2. Producto único

Por efecto conjunto de la exigencia de rentabilidad mínima y de la competencia, es poca la diferenciación entre los fondos que administran las AFP. Esta uniformidad de portfolios tiene tres efectos negativos principales:

En primer lugar, la baja diferenciación aumenta la sensibilidad de los afiliados a los argumentos de venta y a los premios que pueden ofrecer los vendedores con el objeto de obtener su traspaso hacia otra administradora y, en consecuencia, disminuye la permanencia esperada de cada afiliado en una AFP, en comparación con una situación en la cual cada administradora ofreciera uno o varios portfolios diferenciados. Este fenómeno tiene consecuencias negativas sobre el nivel de gastos comerciales de la industria.

En segundo lugar, obliga a que los afiliados elijan entre portfolios muy similares que no necesariamente se ajustan a sus preferencias individuales. El caso más evidente es el de los afiliados jóvenes que pueden tener una preferencia más fuerte por portfolios formados con una mayor proporción de acciones, y el de afiliados de mayor edad, próximos a la fecha de pensión, que desean comprar una renta vitalicia y valoran la estabilidad en el valor de los fondos acumulados en sus cuentas individuales.

Finalmente, la imposibilidad de escoger entre portfolios diferenciados también aumenta el riesgo político que enfrenta el sistema durante las épocas en las que, por efecto de caídas en los mercados bursátiles o alzas en tasas de interés, se producen fuertes bajas en la rentabilidad de los fondos (por ejemplo, durante 1998). En cambio, si cada afiliado pudiese elegir entre portfolios más diferenciados, entonces ellos no podrán eludir su responsabilidad en caso de que esta decisión resulte, *ex post*, equivocada.

VI.3. Estructura de comisiones

La actual regulación obliga a las AFP a aplicar comisiones uniformes y no negociables a sus afiliados. Esta restricción afecta las estrategias comerciales, da lugar a numerosos subsidios cruzados y tiene varias consecuencias negativas sobre el nivel de precios y de gastos en el sistema.

En primer lugar, se ha argumentado que la prohibición para formar grupos que negocien comisiones con las AFP impide amortizar los costos fijos asociados a la búsqueda y procesamiento de información de precios y también impide a los

afiliados captar los eventuales ahorros de costos comerciales para las AFP, en comparación con el proceso de venta individual. Además, las prohibiciones para pactar precios diferentes, según cual sea el período de permanencia mínima comprometida, afectan la política de precios de las AFP, pues existen costos fijos asociados a la venta⁷⁶.

En segundo lugar, como los ingresos de las AFP dependen principalmente de la comisión porcentual sobre el salario y hay algunos servicios por los que no se cobra, cada afiliado deja un margen económico distinto a su AFP. En particular, los afiliados de mayor salario, con más densidad de cotizaciones, los más jóvenes y quienes no tienen cuentas de ahorro voluntario o de indemnización, ofrecen un mayor margen económico potencial a las AFP.

La actual regulación tendría también el efecto de disminuir la sensibilidad de la demanda a los precios. Por ejemplo, la comisión fija se descuenta del saldo acumulado en la cuenta individual, por lo que el trabajador no tiene una percepción clara de su valor. La otra (porcentaje del salario) se descuenta directamente del mismo, pero es retenida por el empleador, quien transfiere a las AFP el monto correspondiente. Esto significa que en todos aquellos casos donde se ha negociado un sueldo líquido, el trabajador tampoco percibe con claridad las diferencias de precios entre AFP⁷⁷.

La combinación de todos estos elementos significa que la regulación aumenta artificialmente la efectividad de los vendedores como mecanismo de venta, pues los afiliados sí parecen tener alta sensibilidad a los premios que éstos puedan ofrecer con el objeto de obtener una decisión de cambio y, además, son precisamente los vendedores el medio más eficaz para identificar los grupos de afiliados a quienes se desea llegar con estas ofertas. Esto ha significado un aumento en el número de vendedores, en los gastos comerciales, y una cifra cada vez mayor de traspasos de afiliados (lo que se ha transformado en elemento de desprestigio del sistema).

VI.4. Hacia una nueva regulación del sistema de pensiones

El diagnóstico anterior sugiere que para perfeccionar el sistema de AFP se debería avanzar simultáneamente hacia la separación de los negocios de administración de fondos y de cuentas; la diferenciación de portfolios entre los que pueden optar los afiliados; y el establecimiento de una estructura de comisiones más flexible. Esta estrategia ayudaría a resolver el conflicto que se ha producido entre quienes argumentan que promover la competencia de precios en una indus-

⁷⁶ Ver Valdés (1995 y 1997).

⁷⁷ Algunos analistas piensan que la regulación sobre información de rentabilidad, que están obligadas a entregar las AFP, también tendría el efecto de disminuir la sensibilidad precio de la demanda, pues hace que los afiliados den una importancia "equivocada" al resultado de la gestión de inversión. Ver Donoso (1997).

tria que opera con economías a escala y ofrece un producto poco diferenciado llevará a un mercado concentrado, y quienes sostienen que la diferenciación no ayudaría a bajar los precios de la industria.

a) *Separación de administración de fondos y cuentas*

La separación de actividades se podría alcanzar definiendo dos tipos de empresas diferentes: las Administradoras de Cuentas Individuales (ACI) que desarrollarían las tareas de recaudo de cotizaciones, registro de los movimientos de cada cuenta y pago de beneficios, además de intermediar el seguro de invalidez y sobrevivencia; y las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que desarrollarían las tareas de gestión de portfolios y asesoría de inversiones.

La administración de cuentas individuales involucra tareas puramente operativas, que son absolutamente diferentes de las tareas propias de la administración de portfolios y que podrían ser desarrolladas más eficientemente por proveedores especializados. Además, las administradoras de cuentas podrían beneficiarse del uso conjunto de activos con otras empresas, y no debería haber restricciones para que ACI y AFP tuviesen nombres y propiedad común.

En la administración de cuentas existen importantes economías a escala y se trata de un servicio regulado que ofrece pocas posibilidades de diferenciación. En consecuencia, al separar este negocio de la administración de fondos, en la nueva industria también existirá una tendencia hacia la concentración. Sin embargo, esta situación no presenta los riesgos que algunos advierten en la actual estructura de la industria, pues las administradoras de cuentas no controlarían los fondos de pensiones. Además, la competencia de precios en la nueva industria de administración de cuentas se podría asegurar si se deja al empleador la responsabilidad de seleccionar ACI, obligándolo a pagar —a su costo— las comisiones correspondientes. El empleador tiene mayor poder de negociación y estaría en su interés minimizar el monto de comisiones pagadas, por lo que seguramente conseguiría precios más bajos. Por lo demás, transferir al empleador la responsabilidad de escoger administrador de cuentas no resulta contrario a ninguno de los principios sobre los cuales está construido el actual sistema de pensiones, siempre que sea el trabajador quien elija al administrador de sus fondos y el portfolios de inversiones que desea. Así, el objetivo de la separación de negocios es ayudar a que los beneficios de la especialización en el negocio de administración de cuentas individuales se traspasen a los afiliados en la forma de menores precios, un mejor servicio o ambos.

b) *Diferenciación de portfolios*

En el caso de la administración de fondos también hay economías a escala, por lo que, mientras existan fondos únicos, la concentración de esta industria es un resultado casi inevitable. ¿Cómo se resuelve este problema? Si junto con sepa-

rar los negocios se permite una mayor diferenciación de portfolios, se crearían entonces las condiciones para desconcentrar la nueva industria de fondos de administración de pensiones, pues existiría espacio para que distintas AFP ofrezcan una variedad de productos diseñados para ajustarse a las preferencias de los afiliados, quienes escogerían libre e individualmente entre los distintos administradores y portfolios. Para lograr esta mayor diferenciación se debe autorizar a las AFP para que administren más de un portfolio, cada uno con diferente composición. Además, se debe eliminar o modificar la exigencia de rentabilidad mínima (posiblemente, por la vía de ampliar la banda de referencia), y hacer algunos ajustes en los actuales límites de inversión. En todo caso, como la selección de portfolios es una decisión compleja que exige bastante información y un alto grado de sofisticación financiera y, además, la diversificación aumentaría los costos de monitoreo del sistema, parecería razonable imponer algún límite —que será inevitablemente arbitrario— al número de tipos posibles de portfolios entre los que podrían escoger los afiliados.

c) *Comisiones*

El camino hacia una mayor libertad de precios enfrenta varias dificultades. De hecho, la experiencia de Chile y otros países que han adoptado sistemas de pensiones administrados por empresas privadas enseña que, en todos los casos, la estructura de precios ha sido estrictamente regulada, con independencia de las condiciones de competencia en las respectivas industrias. Los objetivos de la regulación de precios —que rara vez se han hecho explícitos— parecen ser los siguientes:

- Lograr que la estructura de precios sea simple y transparente, de tal forma que los costos de información para los afiliados sean los mínimos posibles.
- Asegurar una estructura de precios que sea fácil de administrar. En particular, evitar que el proceso de cálculo y declaración de cotizaciones previsionales sea muy complejo para los empleadores.
- Permitir que la estructura de precios se ajuste a la estructura de costos de las AFP.
- Subsidiar a trabajadores de menores ingresos, pensionados y otros afiliados a quienes, según el regulador y por alguna razón, no se debería cobrar el costo de los servicios que reciben.

Evidentemente algunos de estos objetivos no son compatibles entre sí y la completa libertad de comisiones dejaría esa situación en evidencia. Por ejemplo, si las AFP pudiesen diferenciar la comisión porcentual sobre el salario entre distintos afiliados, posiblemente esto significaría que suba el precio pagado por los afiliados más pobres (que hoy serían "subsidiados" por los de mayor ingreso) y baje el precio pagado por los afiliados de mayores salarios y con capacidad de negociación, lo que es contrario a la "tradicción" de la seguridad social.

En todo caso, la propuesta de separación de negocios de administración de cuentas y de fondos está asociada a una estructura de comisiones muy simple: una comisión fija por cuenta administrada, que se pagaría a la ACI, más una comisión porcentual sobre el fondo que se pagaría a la AFP.

Efectos de los cambios propuestos

Se ha argumentado que, por las economías a escala existentes en la industria, y dado que el producto es muy homogéneo, la competencia de precios llevaría inevitablemente a la concentración de la industria en pocas AFP. Este resultado sería peligroso e inconveniente, pues se traduciría en pérdidas de eficiencia en el proceso de asignación de los recursos de inversión de los fondos de pensiones⁷⁸. Además, quienes se oponen a una completa libertad de precios han sostenido que la concentración de la industria podría debilitar políticamente al sistema y llevar a otras formas de intervención más peligrosas y perjudiciales para el sistema (por ejemplo, la creación de una AFP "estatal" que actuaría como reguladora de precios). También hay problemas asociados a la transición desde un régimen de comisiones a otro. Por ejemplo, si se autoriza a las AFP para diferenciar comisiones según compromisos de permanencia, podría registrarse un aumento importante, por una vez, en los gastos comerciales, pues las AFP tendrían que negociar contratos con cada uno de sus afiliados para asegurar sus posiciones de mercado.

Por lo tanto, no resulta fácil resolver el problema de conflicto de objetivos de la regulación y parece aún más difícil modificar la estructura de precios y la organización del negocio una vez que la industria se ha desarrollado y las empresas han desplegado inversiones para construir sus respectivas fortalezas competitivas, pues cualquier cambio provocará una inevitable redistribución de riqueza entre las empresas de la industria.

En nuestra opinión, la propuesta de nueva regulación que recién hemos esbozado permite superar estos —y otros— problemas, pues contribuye a bajar los costos de operación del sistema y, junto con crear las condiciones para una mayor competencia de precios (especialmente en la industria de administración de cuentas), permite aumentar la diferenciación de portfolios, lo que ayudaría a desconcentrar los servicios de administración de fondos respecto a la situación actual. Todos estos efectos van en directo beneficio de los afiliados.

Por otra parte, las AFP pequeñas no se deberían sentir perjudicadas por los cambios propuestos, pues hoy enfrentan una desventaja competitiva que amena-

⁷⁸ Donoso (1997). Sin embargo, si existen economías a escala y aun cuando no se compita vía precios, la industria igual se concentrará (pues las AFP de mayor tamaño tendrán mayor capacidad para financiar los gastos comerciales), aunque, posiblemente, a un ritmo más lento. Por otra parte, S. Valdés ha sostenido que al menos parte de las economías a escala que se observan son producto del impacto que sobre los costos fijos tiene el esfuerzo comercial de las AFP.

za su existencia en el largo plazo; por el contrario, la separación de negocios que se propone les permitiría desarrollar y explotar ventajas competitivas en la administración de fondos, actividad donde existe espacio para empresas más ágiles y pequeñas que puedan dar valor agregado a sus productos. Al mismo tiempo, la nueva regulación permitiría a las AFP de mayor tamaño consolidar rápidamente una ventaja competitiva en la administración de cuentas que hoy no pueden aprovechar plenamente.

Así, el nuevo modelo de regulación llevaría a dos industrias: una formada por pocas empresas administradoras de cuentas, pero operando en régimen de competencia, junto a otra constituida por un mayor número de administradoras de fondos que ofrecerían portafolios más diversificados y servicios de asesoría financiera con valor agregado. La solución que proponemos no garantiza que en el nuevo negocio de administración de fondos no se repitan parte de los problemas de comercialización que hoy enfrenta el sistema de AFP. Sin embargo, es posible que éste sea el precio que inevitablemente se deba pagar por alcanzar la desconcentración de la industria administradora de fondos que algunos sectores demandan.

Es interesante observar que varios de los proyectos de reforma al sistema de pensiones que hoy se discuten en el Parlamento van en la misma línea de las propuestas que hemos presentado. En particular, los proyectos que permitirían a las AFP administrar más de un fondo y subcontratar la gestión de los portafolios con empresas especializadas son cocordantes con la propuesta de separación de negocios de gestión de fondos y cuentas. Si al mismo tiempo se autorizara a la AFP a subcontratar con mayor libertad los servicios relacionados con la creación y mantención de cuentas, la regulación se aproximaría más al modelo que recién hemos esbozado.

VII. COMENTARIOS FINALES

La crisis del antiguo sistema de pensiones chileno se debió principalmente a una combinación de mala administración y manipulación política de los recursos de la seguridad social y no tanto a razones demográficas ("envejecimiento de la población"). Esta circunstancia marca todo el proceso de reforma y explica muchas de las características específicas de diseño del nuevo sistema, las que se escogieron con el objeto de evitar que las cotizaciones previsionales fueran usadas para propósitos distintos al financiamiento de las pensiones.

Sin duda, el sistema de AFP ha sido extraordinariamente exitoso en lograr este objetivo. La combinación de derechos de propiedad sobre los saldos acumulados en cuentas personales, con administración privada de fondos y libertad de elección individual, ha probado ser un instrumento efectivo para proteger los fondos del riesgo político. El nuevo sistema de pensiones ha probado también su éxito al mejorar la calidad de los beneficios y servicios que recibe la población en comparación con el sistema antiguo, y al promover el desarrollo del mercado de capitales.

Sin embargo, la actual regulación obliga a las administradoras a buscar una escala de operación que, dado el tamaño del mercado, no permite la existencia de un número de AFP similar al que llegó a operar en el pasado; promueve formas de competencia que no son necesariamente óptimas desde un punto de vista social; y limita el valor agregado que las administradoras pueden dar a los servicios que ofrecen. Posiblemente, estos costos de la regulación no eran evidentes cuando comenzó el sistema o, quizás, por las circunstancias y realidad de la época fue necesario privilegiar formas de diseño muy simples que garantizaran, por sobre cualquier otra consideración, la viabilidad de la reforma. Pero la mayor experiencia acumulada durante estos dieciocho años y el significativo desarrollo de las AFP, de los mercados y de la capacidad y técnicas de fiscalización, abren hoy oportunidades para desarrollar regulaciones diferentes que permitan bajar costos, fomentar la entrada de nuevas empresas al mercado y crear valor agregado en los servicios que se ofrecen a los afiliados, todo esto sin comprometer los objetivos de la reforma previsional.

Por otra parte, se ha sostenido que los problemas del actual sistema se deben a que se combinó —innecesariamente— la privatización de la administración de los fondos (que sería necesaria para proteger los recursos de la previsión del riesgo político) con la libertad de elección individual (que daría origen a un sistema caro)⁷⁹. Desde esta perspectiva, el camino a seguir sería el de limitar la acción del mercado, estableciendo algún mecanismo colectivo de decisión. No estamos de acuerdo con este enfoque. Por el contrario, pensamos que hay un conjunto de características “no separables” que constituyen la base sobre la cual se debería desarrollar el actual sistema de pensiones chileno y que incluyen las instituciones de las cuentas individuales, la administración de los fondos por empresas privadas y competitivas, la libertad de elección y una estructura de beneficios que tiene directa relación con el esfuerzo de ahorro personal. Asegurar la mayor independencia posible del sistema de pensiones respecto a los ciclos político-económicos sigue siendo un objetivo de principal importancia en Chile, y esta protección resulta del efecto conjunto de las cuatro características de diseño señaladas y no de ninguna de ellas en particular. En consecuencia, los necesarios perfeccionamientos futuros del sistema deberían asegurar que se preserve el conjunto de estas características básicas.

Aún no hay acuerdo sobre las formas más precisas de diseño para estos posibles cambios. Tal como hemos advertido, la actual regulación presenta muchas ventajas en términos de simpleza, transparencia y facilidad de fiscalización, que un diseño alternativo no debería perder. Además, el sistema de AFP es administrado por empresas ya maduras, que tienen importantes capitales comprometidos en su operación y para las cuales el ajuste a nuevas reglas del juego podría implicar im-

⁷⁹ Ver Diamond (1994).

portantes costos económicos. Por lo tanto, el diseño de la transición desde la situación actual hacia un sistema perfeccionado es una materia que exige tanto cuidado como el diseño de las propias soluciones. Posiblemente, la gradualidad de los cambios sea una condición necesaria de cualquier estrategia que busque optimizar la operación del actual sistema de pensiones chileno.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin, Manuel; Gustavo Crespi y Leonardo Letelier: "Explicaciones del aumento del ahorro en Chile". *Documento de Trabajo*, N° 149. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Universidad de Chile (marzo, 1997).
- Arellano, José Pablo: "Elementos para el análisis de la reforma previsional chilena". En *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 6 (diciembre, 1981).
- Arenas de Mesa, Alberto; Mario Marcel: *Fiscal Effects of Social Security Reform in Chile: The Case of Minimum Pension*. Trabajo presentado en el Segundo Foro Regional de APEC sobre Reformas a los Sistemas de Pensiones (Viña del Mar, Chile, abril de 1999).
- Arrau, P. Patricio: "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile: 1980- 1994". Serie *Financiamiento del Desarrollo*, N° 39, CEPAL (octubre, 1996).
- Baeza, Sergio: "El Sistema Privado de Pensiones Chileno". En *II Congreso Iberoamericano Sistemas de Fondos de Pensiones*. Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones (mayo, 1996).
- Borchers, V.: "Evolución del Sistema: Aspectos legales". En *AFP: Las tres letras que revolucionan América*. Ed. por Juan Ariztía. CIEDESS (noviembre, 1997).
- Büchi, B., Hernán: *La transformación económica de Chile. Del estatismo a la libertad económica*. Grupo Editorial Norma (Bogotá, octubre 1993).
- CIEDESS: *Modernización de la seguridad social en Chile*. Ed. por CIEDESS (Santiago, 1994).
- Chamorro C., Claudio: "La cobertura del sistema de pensiones chileno". *Tesis de grado #107*. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile (julio, 1992).
- Cheyre V., Hernán: *La Previsión en Chile Ayer y Hoy*. Centro de Estudios Públicos (segunda edición, agosto, 1991).
- Corbo, L., Mario: "Reservas que debería tener el sistema previsional chileno". Trabajo presentado en la V Reunión Anual de Economistas de Chile (Jahuel, diciembre, 1979).
- Corsetti, Giancarlo; Klaus Schmidt-Hebbel: "Pension Reform and Growth". En *The Economics of Pensions*. Ed. por Salvador Valdés (Cambridge University Press, 1997).
- De Castro, Sergio y otros: *El Ladrillo. Bases de la Política Económica del Gobierno Militar Chileno*. Ed. por el Centro de Estudios Públicos (Santiago, 1992).
- De la Cerda, Renato: "Reformas pendientes: Incorporación de las Fuerzas Armadas y de Orden al sistema de ahorro individual". En *AFP: Las tres letras que revolucionan América*. Ed. por Juan Ariztía. CIEDESS (noviembre, 1997).
- Diamond, Peter: "Privatization of social security: Lessons from Chile". *Revista de Análisis Económico*. Vol. 9, N° 1 (junio, 1994).

- Donoso, Alvaro: "Los riesgos para la economía chilena del proyecto que modifica la estructura de las comisiones de las AFP". *Estudios Públicos*, N° 68 (primavera, 1997).
- Echenique, Joaquín: "Rentas Vitalicias. Problemas en su comercialización". Presentado al Taller de Análisis del Sistema de AFP. Instituto Libertad y Desarrollo (noviembre, 1998).
- Fontaine, Juan Andrés: "Are there (good) macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds? The Chilean experience". En *The Economics of Pensions*. Ed. por Salvador Valdés (Cambridge University Press, 1997).
- Gaete, María Elena: "La Transición del Régimen de Reparto al de Ahorro Individual". En *AFP: Las tres letras que revolucionan América*. Ed. por Juan Ariztía (CIEDESS, noviembre de 1997).
- Godoy, Oscar; Salvador Valdés: "Democracia y previsión en Chile: experiencia con dos sistemas". En *Cuadernos de Economía*, N° 93. Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile (agosto, 1994).
- Hachette, Dominique: "Ahorro Privado en Chile". En *Cuaderno de Economía*, N° 104. Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile (abril, 1998).
- Haindl R., Erik: *Chilean Pension Fund Reform and its Impact on Saving*. Instituto de Economía, Universidad Gabriela Mistral (1995).
- Holzmann, Robert: "Pension reform, financial market development and economic growth: Preliminary evidence from Chile". *IMF Working Paper* (august, 1996).
- Iglesias P., Augusto: "Concentración de la industria y poder de las AFP". Presentado al Taller de Análisis del Sistema de AFP. Instituto Libertad y Desarrollo (septiembre, 1998).
- Infante, María Teresa: "Origen histórico del sistema". En *AFP: Las tres letras que revolucionan América*. Ed. por Juan Ariztía. CIEDESS (noviembre, 1997).
- Kast, Miguel (Director): *Estudio Sobre Reforma Previsional*. Oficina de Planificación Nacional. República de Chile (abril, 1974).
- Larraín, Luis A.: "Sector Previsión". En *Soluciones Privadas a Problemas Públicos*. Instituto Libertad y Desarrollo (noviembre, 1991).
- Marcel, Mario; Alberto Arenas: "Reformas a la Seguridad Social en Chile". *Serie de Monografías*, N° 5. Banco Interamericano de Desarrollo (1991).
- "Proyecciones del gasto previsional 1992-2038. Un modelo de simulación para los Bonos de Reconocimiento". *Documento de Trabajo*, Dirección de Presupuesto, Ministerio de Hacienda (Santiago, febrero 1993).
- Morandé, Felipe: "Savings in Chile: What went right?" Programa Postgrado en Economía, Ilades/Georgetown University (abril, 1996).
- Novoa, Patricio: *Derecho de Seguridad Social*. Editorial Jurídica de Chile (abril, 1977).
- Ortúzar, Pablo: "El Déficit Previsional: Recuento y Proyecciones". En *Sistema Privado de Pensiones en Chile*. Ed. por Sergio Báez y Rodrigo Manubens. Centro de Estudios Públicos (noviembre, 1988).
- Piñera, E. José: "Fundamentos de la Reforma Previsional". En *Sistema Privado de Pensiones en Chile*. Ed. por Sergio Baeza y Rodrigo Manubens. Centro de Estudios Públicos (noviembre, 1988).
- *El Cascabel al Gato. La Batalla por la Reforma Previsional*. Ed. Zig Zag (Santiago, mayo, 1991a).

- _____. "Principios y Fundamentos del Sistema Privado de Pensiones en Chile". En *Análisis del Sistema Privado de Pensiones en Chile*. Ed. por Rosario Cruz Ovalle (Santiago, diciembre, 1991b).
- PrimAmérica Consultores: *Sistema de AFP en Chile: Antecedentes Estadísticos 1981-1998* (Santiago, 1999).
- _____. *Informe Sistema de AFP* (abril, 1999).
- Rodríguez, Ignacio: "Consideraciones respecto a la rentabilidad y los costos del sistema de pensiones chileno". Borrador (octubre, 1998).
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones: *El Sistema Chileno de Pensiones*. (cuarta edición, 1997).
- Valdés P. Salvador: "Vendedores de AFP: ¿Producto del Mercado o de Regulaciones Ineficientes?" *Documento de Trabajo*, 178. Instituto de Economía P. Universidad Católica de Chile (marzo, 1995).
- _____. "Libertad de precios para las AFP: Aún insuficiente". *Estudios Públicos*, N° 68 (primavera, 1997).
- _____. "Comparación internacional de las comisiones de las AFP". *Revista Administración y Economía UC*, marzo, 1999.
- _____. Hazel Bateman: "The Mandatory Private Old Age Income Schemes of Australia and Chile: A Comparison". Trabajo presentado en el Segundo Foro Regional de APEC sobre Reformas a los Sistemas de Pensiones (Viña del Mar, Chile, abril 1999).
- Wagner H., Gert: *Estudio de la Reforma Previsional: Previsión y Reforma, Efectos en la Industria y en el País*. P. Universidad Católica de Chile. Instituto de Economía (mayo, 1983).
- _____. "La Seguridad Social y el Programa de Pensión Mínima Garantizada". *Documento de Trabajo*, N° 133. Instituto de Economía P. Universidad Católica de Chile (diciembre, 1990).
- World Bank: *Averting the Old Age Crisis*. Oxford University Press (1994).
- Zurita, Salvador: "Minimum Pension Insurance in the Chilean Pension System". En *Revista de Análisis Económico*, Vol. 9, N° 1 (junio, 1994). ●