

Sistema de Pensiones
en América Latina

CHILE, EXPERIENCIA CON UN
REGIMEN DE CAPITALIZACION
1981 - 1991

Sistema de Pensiones
en América Latina

Chile:
Experiencia con un
Régimen de
Capitalización
1981 - 1991

Augusto Iglesias P.*
Rodrigo Acuña R.**

Preparado para el Proyecto Conjunto de CEPAL/PNUD,
"Políticas Financieras para el Desarrollo"

(*) Gerente de Estudios, AFP Habitat. / (**) Jefe de Estudios, AFP Habitat.

Los puntos de vista expresados en este documento son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen a las instituciones a las que están vinculados.

Colección: Estudios Políticos y Sociales

Inscripción N° 80.779 - 1ra. edición

I.S.B.N.: 956 - 7122 - 04 - K

© S.R.V. Impresos S.A., Tocornal 2052, Santiago, Chile.

Impreso en Chile / Printed in Chile

Diagramación: Patricio Velasco García
Impreso por: S.R.V. Impresos S.A. - Fono 556 5796

Santiago, Octubre de 1991

AGRADECIMIENTOS

Estamos en deuda con la CEPAL, especialmente con Günther Held y Raquel Szalachman, por su paciente apoyo durante la preparación de este trabajo. También con la AFP Habitat, que nos facilitó los medios y recursos necesarios para prepararlo, sin otra motivación que colaborar al conocimiento y perfeccionamiento del sistema chileno de AFP. Jorge Villagrán y Claudio Chamorro aportaron su valiosa ayuda en la preparación de antecedentes estadísticos. Mariana Feliú y Mariana Espinoza nos brindaron el indispensable apoyo secretarial. Raúl Gutiérrez editó el texto. A todos ellos reiteramos nuestros agradecimientos.

*Augusto Iglesias P.
Rodrigo Acuña R.*

PROLOGO

Entre los diversos desafíos de gran envergadura que enfrenta la estrategia de desarrollo en América Latina a comienzos de los noventa destaca la disminución de los flujos de financiamiento externo, que exige incrementar el ahorro interno de los propios países, como uno de los requisitos indispensables para la recuperación de la tasa histórica de crecimiento. De otro lado, la consolidación de una nueva fase de la dinámica demográfica está provocando un gradual envejecimiento de la población, lo que demanda volúmenes crecientes de recursos financieros para atender las necesidades de los pensionados.

Estimaciones de CEPAL señalan que para volver a ritmos de crecimiento del producto del orden de 5% al año, la tasa de inversión tendría que subir del 16 al 22% del producto, lo que involucra la movilización de recursos adicionales por un monto anual superior a los 70 mil millones de dólares. A su vez, las estadísticas demográficas de CELADE indican que, entre 1950 y 1990 el número de individuos en edad de trabajar por cada persona mayor de 65 años disminuyó de 17 a 12, en tanto que entre las personas dependientes, vale decir que debido a su edad son excluidas de la fuerza de trabajo, la significación de los mayores de 65 años aumentó de 7 a 11 por ciento.

Los gobiernos de la región se han visto ante la doble responsabilidad de obtener recursos tanto para satisfacer los requerimientos de ingreso de las personas en la tercera edad, como para sustentar la inversión y el crecimiento. La sustitución de sistemas tradicionales de pensiones, ba-

sados en el esquema de reparto, por otros que se fundan en la capitalización, ofrece la posibilidad de transformar los aportes de los cotizantes en fuentes de fondos de largo plazo, y de coadyuvar así a la adecuada asunción de ese doble desafío.

Como se sabe, la mayoría de los sistemas de pensiones vigentes en la actualidad en América Latina se basan en regímenes de reparto con beneficios definidos. Estos esquemas se sustentan en principios de solidaridad intergeneracional y de confianza en la permanencia del sistema de reparto. En un período determinado, las generaciones que participan en la actividad económica cotizan para proveer recursos a las generaciones en edad de retiro y confían en que, llegado su tiempo, las generaciones futuras en edad activa cotizarán para proporcionar los recursos cuando las primeras lleguen a la edad de retiro. En un sistema de reparto no existe la acumulación de fondos (más allá de los fondos de reserva), ya que los recursos se obtienen y gastan sobre la marcha, no hay propiedad individual de los fondos obtenidos por las cotizaciones, y los beneficios no dependen de los esfuerzos, sino que están definidos de antemano. Los regímenes de capitalización de fondos, en cambio, apelan más al individualismo, toda vez que en este caso el monto de los beneficios depende del propio esfuerzo, ya que los beneficios son proporcionales a los aportes, y los cotizantes disponen de libertad para elegir la empresa a la que confían la administración de tales aportes.

Diversas son las interrogantes que se plantean en relación a la conveniencia de sustituir y/o complementar un régimen de reparto por uno de capitalización, así como en torno de la oportunidad de este proceso y las condiciones a que, debería sujetarse. Este es el contexto en que el Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" se ha propuesto estudiar los sistemas previsionales de distintos países de la región y el estado en que se encuentra el debate concerniente a eventuales reformas. Fruto de este esfuerzo ha sido la reciente publicación de un volumen en el que se discuten el diagnóstico y alternativas de reforma de los sistemas de pensiones de Costa Rica, Ecuador, Uruguay y Venezuela.

El único país latinoamericano en que se ha operado la sustitución de un sistema de reparto por uno de capitalización individual ha sido Chile. Al cabo de diez años de su implantación, se ha considerado im-

portante analizar en forma detenida la experiencia chilena. Los autores del presente trabajo, señalan que las principales características de este sistema son: capitalización individual sobre la base de aportes de magnitud definida; pensiones de vejez cuyo monto depende del saldo acumulado por el trabajador en su cuenta individual; pensiones de invalidez y sobrevivencia proporcionales a la renta imponible del afiliado; libertad para escoger la institución administradora; administración privada de los distintos fondos de pensiones que compiten por captar las cotizaciones de los trabajadores; y rol subsidiario del Estado, que se expresa en la regulación y fiscalización del sistema y en el pago del diferencial respectivo a quienes no sean capaces de financiarse por sí mismos una pensión mínima.

Tres son las modalidades de pensión, todas ellas expresadas a fin de asegurar su valor real, en unidades reajustables que se ofrecen a los afiliados. El sistema administra, además, cuentas de ahorro voluntario y cuentas de indemnización. La edad para pensionarse por vejez es 65 años para los hombres y 60 para las mujeres, pero hay condiciones que permiten anticiparla.

La administración del sistema es responsabilidad de entidades privadas y competitivas, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que cobran comisiones de monto preestablecido, como retribución por esta labor. El proceso de inversión de los fondos de pensiones está estrictamente regulado, con el objeto de ofrecer máxima seguridad a los afiliados, cuyos ahorros previsionales cuentan además con garantía estatal. Con este mismo propósito, los fondos de pensiones y las AFP están separados jurídica y patrimonialmente.

Los autores hacen una síntesis de las causas que han llevado a la crisis de los sistemas tradicionales de pensiones y de los temas centrales del debate sobre opciones de reforma surgido en diversos países de América Latina. Dado el carácter obligatorio que en el nuevo sistema aplicado en Chile siguen teniendo las cotizaciones para los trabajadores asalariados, los autores estudian luego la responsabilidad que cabe al Estado en la regulación y supervisión del sistema. Sigue después un examen de los principales resultados, en términos de número de afiliados y cotizantes, tipo de pensiones otorgadas, evolución del mercado de AFP y rentabilidad del fondo de pensiones, al cabo de una década de funcionamiento

del nuevo sistema. Se incluye también un análisis de las condiciones exógenas que contribuyeron al exitoso funcionamiento del sistema, entre las que destacan el equilibrio del presupuesto del sector público, y el desarrollo competitivo y eficiente del mercado de capitales y de los seguros.

Los autores señalan que el reemplazo de un sistema previsional basado en el reparto por uno de capitalización envuelve una serie de dificultades, que es preciso enfrentar adecuadamente para asegurar el éxito de la reforma. Especial importancia asignan a los efectos sobre el sector fiscal, derivados principalmente de la significativa reducción que sufren los ingresos que perciben por concepto de cotizaciones las instituciones del antiguo régimen, la cual no tiene como contrapartida una disminución inmediata en los pagos de beneficios. Esta asincronía puede provocar un déficit de caja durante algunos años, lo que pone de relieve la importancia de que antes del inicio de la reforma del sistema previsional el sector fiscal tenga saneada su situación financiera. En el caso chileno el cumplimiento de este requisito se vio facilitado por la privatización de varias empresas estatales, la venta de determinados activos y, principalmente, la reducción de gastos corrientes del sector público.

Un aspecto de gran importancia para la marcha del nuevo sistema lo constituye el diseño y puesta en operaciones de una regulación adecuada tanto de las inversiones de cartera de las AFP, habida cuenta de la enorme acumulación de fondos, como del mercado de capitales, a fin de que éste sea transparente, y competitivo y alcance la diversificación requerida. La experiencia chilena indica que un mercado de capitales maduro no es una condición para llevar una reforma previsional de esta envergadura, pues la misma acumulación de fondos y la demanda de activos financieros provocadas por este proceso sirve de estímulo para promover la innovación y la competencia al interior del mercado de capitales y, por ende, el crecimiento del mismo.

En el caso chileno, la adscripción a los sistemas de pensiones se basó en una solución mixta. En efecto, los asalariados que recién se incorporaban a la fuerza de trabajo estaban obligados a afiliarse a una AFP, mientras que el resto quedó en libertad para incorporarse al nuevo sistema o permanecer en el antiguo. Sin embargo, se establecieron fuertes incentivos para promover el traspaso al régimen de AFP. Así, se dispuso un aumento de más de 11% en la remuneración líquida de los traba-

jadores que se trasladaran al nuevo sistema, beneficio que se sustentó, principalmente, en una rebaja en la tasa de cotización. Se estableció, además, la entrega de un bono de reconocimiento por las cotizaciones que los trabajadores hubiesen efectuado en el sistema antiguo.

En definitiva, los autores muestran que la reforma al sistema de pensiones se insertó en un proceso más amplio de transformaciones estructurales en la economía chilena.

En un tema tan complejo como es la sustitución de un sistema de pensiones por otro, no es extraño que el estudio haya dejado pendientes algunas interrogantes. Tienen ellas que ver con los efectos de la reforma sobre el ahorro nacional, a consecuencia de la probable sustitución entre ahorro voluntario y obligatorio y entre ahorro público y privado. Se relacionan, asimismo, con los efectos sobre el bienestar de diferentes grupos de la sociedad, incluidos el de los pensionados que han permanecido en el antiguo sistema de reparto.

La reforma al sistema de pensiones es un tema de economía política de la mayor trascendencia que admite diversas fórmulas alternativas, y en el que las decisiones sobre la materia competen a la sociedad en su conjunto. No cabe duda de que el análisis de una de tales alternativas de reforma, la aplicada en Chile desde hace una década, resultará de sumo interés para quienes estén considerando introducir cambios en los sistemas de pensiones vigentes en sus respectivos países. Sin embargo, la elección de un sistema de pensiones excede por amplio margen el marco de los argumentos puramente técnicos. Por una parte es difícil evaluar un instrumento de política, como el sistema de pensiones, cuando los objetivos son varios, y en alguna medida contradictorios: proveer recursos para una vejez digna, aumentar el ahorro nacional y redistribuir ingresos. Además, y para complicar aún más esa evaluación, es evidente que la importancia que se atribuya a tales objetivos depende de juicios éticos acerca de los valores que se desean privilegiar.

El Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" se complace en publicar el presente libro. Se trata, sin duda, de un aporte muy sustancial al análisis y evaluación de la experiencia chilena con un sistema de pensiones basado en un régimen de capitalización individual. El estudio fue preparado por los señores Augusto Iglesias y Rodrigo Acuña, Gerente y Jefe de Estudios respectiva-

mente, de la Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) Habitat. El proceso de producción estuvo a cargo de Raquel Szalachman y la edición la efectuó Raúl Gutiérrez. Desde luego, los puntos de vista y los juicios expresados en este estudio son de responsabilidad de sus autores y no comprometen los puntos de vista de CEPAL y del PNUD en estas materias.

Günther Held
Asesor Técnico Principal del Proyecto

INDICE

INTRODUCCION	17
I. CRISIS DE LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE PENSIONES	21
1. El porqué del fracaso de estos sistemas en América Latina	21
2. La experiencia chilena	28
II. OPCIONES PARA UNA REFORMA EN CHILE	31
1. Alternativas para la reforma	31
2. Opciones para el diseño de un sistema de capitalización individual	33
III. EL SISTEMA CHILENO DE CAPITALIZACION INDIVIDUAL	37
1. Organización de la Seguridad Social	37
2. Descripción del sistema de AFP	41
a) Afiliación	42
b) Beneficios	44
c) Administración	61
d) Inversión de los fondos	64
e) Rol del Estado en el Sistema de AFP	74
IV. RESULTADOS	75
1. Afiliados y cotizantes	75
a) Evolución de los afiliados	75
b) Evolución de los cotizantes	77
2. Pensiones	80
a) Vejez	80
b) Vejez anticipada	83
c) Mínimas	84
d) De invalidez	85
e) De sobrevivencia	86

3.	El mercado de las AFP	86
a)	Evolución del número de AFP y de su estructura de propiedad	86
b)	Resultados de las AFP	88
4.	Fondos de Pensiones	97
a)	Evolución	97
b)	Rentabilidad	100
c)	Rentabilidad de las cuentas de los cotizantes	101
V.	PROBLEMAS Y RESTRICCIONES PARA LA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES	102
1.	Problemas de la transición	102
a)	Presupuesto del sector público	103
b)	Sustitución del régimen antiguo por uno de capitalización	110
2.	Mercado de capitales	114
a)	Regulación de las inversiones de las AFP	114
b)	Intermediación de los fondos de pensiones	116
c)	Concentración del poder económico	119
3.	Industria de los seguros	123
a)	Compañías de seguros de vida y sistema de AFP	123
b)	Seguro de invalidez y sobrevivencia	127
c)	Rentas vitalicias	131
d)	Inversiones de las compañías de seguros	134
e)	Lecciones del caso chileno	137
4.	Competencia en el mercado de AFP	138
a)	Beneficios de la competencia y condiciones para asegurarla	138
b)	La experiencia chilena	139
VI.	DESAFIOS PENDIENTES	145
1.	Cobertura del sistema	145
2.	Morosidad	150
3.	Costos y eficiencia	152
4.	Información al afiliado	158
	REFERENCIAS	163

INTRODUCCION

La Seguridad Social, entendida como un conjunto de programas orientados a la atención de ciertos estados de necesidad de los trabajadores, nació en Chile a comienzos de la década de los 20, aunque por entonces ya existían instituciones que ofrecían algunos de tales beneficios (Bustamante, 1988; Cheyre, 1988; Universidad Católica, 1983).

En 1924 se crea la Caja de Seguro Obrero (u Obligatorio), con el objeto de suministrar los beneficios de atención médica, subsidios por enfermedad y pensiones de vejez e invalidez a sus adherentes, principalmente trabajadores manuales. Un año más tarde se establecen la Caja de Previsión de Empleados Particulares y la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas. Simultáneamente se autoriza a las empresas privadas para que constituyan administradoras de las cotizaciones previsionales de sus trabajadores, con el objeto de financiar pensiones y otros beneficios adicionales.

Las instituciones formadas durante este período se basaron inicialmente en un sistema de financiamiento con capitalización, pero muy pronto la relación entre aportes y beneficios se rompió, haciéndose estos últimos extensivos a segmentos de afiliados que no habían realizado las contribuciones correspondientes. El sistema se transformó entonces, de hecho, en uno de financiamiento sobre la marcha, cambio que se consagró de manera formal en 1952. Simultáneamente, en ausencia de una política reglamentaria de alcance general, los distintos programas de seguridad social se fueron modificando de acuerdo a presiones sectoriales y a los equilibrios políticos de cada momento. Además, proliferaron las instituciones previsionales por

los intentos de responder a las necesidades particulares de distintos grupos de trabajadores.

Los efectos de este crecimiento inorgánico no tardaron en hacerse sentir y llevaron el sistema de seguridad social a una situación caótica, difícil de superar, debido a la gran cantidad de intereses sectoriales comprometidos. Las manifestaciones más importantes de esta crisis fueron la discriminación entre trabajadores y el desfinanciamiento estructural del sistema.

Con anterioridad a 1980 se hallaba, pues, bastante extendida en Chile la percepción de que el sistema de seguridad social necesitaba reformas profundas. Ya en 1956 una misión de expertos extranjeros (Klein-Sacks) había sugerido la introducción de algunos cambios de importancia que no llegaron a materializarse. Más recomendaciones de reforma 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 en 1968. Pese al consenso en torno del diagnóstico, hasta 1979 resultó políticamente inviable modificar sustancialmente el sistema de pensiones. Recién ese año se dictan normas que suprimen las jubilaciones por años de servicio ofrecidas por algunas instituciones de seguridad social y se uniforman las edades para pensionarse, fijándolas en 60 años para las mujeres y 65 años para los varones.

En 1980 se dicta el DL 3.500, que comienza a regir en mayo del año siguiente, introduciéndose reformas de fondo al sistema vigente. Se establece entonces un régimen de pensiones basado en la capitalización individual, con aportes definidos, administración privada de los fondos, obligatorio para los trabajadores dependientes que se incorporaran a la fuerza de trabajo, y voluntario para quienes ya estaban afiliados a alguna institución del sistema "antiguo" y para los trabajadores independientes.

Después de diez años de operación de este nuevo sistema, llamado de AFP, resulta oportuno examinar su origen conceptual, características particulares y resultados, con el objeto de extraer lecciones útiles para su propio perfeccionamiento y el diseño de sistemas alternativos de pensiones en otros países, algunos de los cuales están usando el modelo chileno como referencia para sus propios proyectos de reforma.

En el capítulo I se discuten las causas que explican la debilidad financiera de la mayoría de los sistemas previsionales en América Latina,

y que han llevado a numerosos países -México, Venezuela, Colombia, Ecuador, Argentina, Bolivia- a discutir la posibilidad de llevar a cabo reformas de fondo en sus sistemas de pensiones. Luego, se presentan los antecedentes de la situación imperante en Chile a fines de los 70, es decir antes de la reforma. En el capítulo II se analizan, a nivel general, las opciones de reforma consideradas en Chile, las ventajas y desventajas de las distintas alternativas, y las razones por las cuales se escogió la forma específica de capitalización que caracteriza al sistema de AFP. La organización de la Seguridad Social en Chile es abordada en el capítulo III. Se precisa ahí el lugar que ocupan los sistemas de pensiones y se presentan las características principales del nuevo esquema basado en la capitalización individual. En el capítulo IV se examinan los principales resultados del nuevo sistema chileno, aunque se advierte que éstos no corresponden aún al equilibrio proyectado de largo plazo y sirven, en consecuencia, más bien como indicación de la velocidad y forma en que se puede llegar luego de la reforma, a la situación deseada. El capítulo V incluye un análisis de los problemas que presenta la transición desde un sistema de pensiones a otro, con especial énfasis en el impacto fiscal de la reforma y en las condiciones que se deberían producir en el mercado de capitales y en la industria de seguros de vida, a fin de asegurar el éxito de un esquema como el chileno. Además, se discuten los problemas que plantea la creación de un entorno competitivo entre los administradores privados de fondos de pensiones. En el último capítulo se analizan aquellos problemas aún no plenamente resueltos y que marcarán, de seguro, la agenda de perfeccionamiento del sistema.

I. CRISIS DE LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE PENSIONES

1. El por qué del fracaso de estos sistemas en América Latina

La mayoría de los sistemas previsionales en América Latina ofrecen beneficios definidos; son administrados en forma centralizada, y excluyen, por lo tanto, la competencia; incluyen programas diversos; y se financian con los ingresos correspondientes a las contribuciones pagadas por los trabajadores activos y con las ganancias, de escasa significación, por concepto de rendimiento de las reservas acumuladas.

Dada su modalidad básica de financiamiento, estos sistemas son denominados, también, de "reparto". Un sistema de pensiones es definido como de "reparto", o de financiamiento sobre la marcha, cuando los gastos de cada período se cubren principalmente con los ingresos recaudados por concepto de contribuciones del mismo período. Así, bajo condiciones de equilibrio financiero de estos sistemas, se cumple que:

$$(1) \quad (\text{Egresos}) N.P. \times P.P. \times S.B. = (\text{Ingresos}) N.A. \times T.C. \times S.I. - C.A. + A.G.$$

donde:

N.P. = Número de pensionados (Vejez, Invalidez y Supervivencia).

P.P. = Monto de la pensión media (% S.B.)

S.B. = Salario base medio para el cálculo de la pensión (Puede ser igual al último S.I. o a un promedio de los S.I. históricos)

N.A. = Número de asegurados cotizantes.

T.C. = Tasa de cotización.

S.I. = Salario medio imponible de los trabajadores (cotizantes).

C.A. = Costo de administración.

A.G. = Aportes del Gobierno.

La expresión (1) se puede reescribir como:

$$(2) \quad P.P. = N.A./N.P. \times T.C. \times S.I./S.B. + A.G./(N.P. \times S.B.) - C.A./(N.P. \times S.B.)$$

Esta fórmula (2) permite identificar cada uno de los elementos que afectan la condición de equilibrio financiero de un sistema de reparto puro. En particular, para asegurar la igualdad entre ingresos y egresos, debería *-ceteris paribus-* caer el monto de las pensiones medias, expresadas como porcentaje del salario base, cuando:

- i) disminuya la proporción de cotizantes (aportantes) a beneficiarios (pensionados) (N.A./N.P.).
- ii) aumente el salario base para efectos del cálculo de la pensión o disminuyan los salarios imponibles (S.I./S.B. más baja).
- iii) suban los costos de administración del sistema (C.A.).
- iv) se reduzcan los aportes de gobierno (A.G.).
- v) baje la tasa de cotización (T.C.).

Ante situaciones de este tipo no parece viable, sin embargo, recurrir de manera sistemática a la disminución del valor de los beneficios, pues el sistema no puede dejar de cumplir con su objetivo básico, que consiste en suministrar una adecuada cobertura frente a un estado de necesidad.

En la práctica se ha comprobado que no existe simetría en el comportamiento de las variables que determinan el nivel de gastos y de ingresos en los sistemas de este tipo. Así, los gastos tienden a aumentar tanto por efecto de elementos fuera del control inmediato o directo de la autoridad (tendencias demográficas, por ejemplo), como por la vigencia de esquemas de incentivos que favorecen las conductas oportunistas y la ineficacia en la administración, en tanto que los ingresos, según veremos a continuación, son difíciles de incrementar.

Si los gastos por concepto de beneficios pagados muestran una tendencia creciente y el sistema carece de reservas líquidas de valor suficiente para cubrirlos, las únicas respuestas posibles para asegurar el equilibrio financiero serán subir la tasa de cotización, aumentar los aportes de gobierno, disminuir los gastos de administración, o aumentar la cobertura.

Sin embargo, el aumento de las contribuciones no representa un mecanismo eficiente para incrementar ingresos, pues altas tasas de cotización previsional encarecen el costo del trabajo y son, por lo tanto, ineficientes y regresivas. Además, su efectividad como mecanismo de recaudación disminuye a medida que sube su nivel, porque ello estimula la evasión y la morosidad.

Por otra parte, aun suponiendo que se generan, lo que parece muy improbable, los incentivos para administrar adecuadamente un sistema centralizado, estatal y no competitivo, existen límites a los ahorros que así se generarían, dependientes de la tecnología disponible y del marco regulatorio en que han de desenvolverse las instituciones de seguridad social.

El aumento de cobertura sí parece una alternativa válida en el caso de muchos países latinoamericanos con sistemas previsionales relativamente jóvenes y que hoy ofrecen beneficios sólo a segmentos minoritarios de la población. Sin embargo, el logro de este objetivo tropieza en la práctica con importantes dificultades. Por una parte, en países con grandes sectores informales, de trabajadores independientes y agrícolas, la extensión de la cobertura de los sistemas previsionales tiene alcance limitado, pues no existen formas efectivas para garantizar que estos grupos paguen las contribuciones respectivas. Además, tampoco cabe esperar un gran aporte de contribuciones cuando no existen los incentivos adecuados para que la gente cotice. Por otra parte, en el mejor de los casos, la extensión de la cobertura será siempre una solución con efectos de "una sola vez", que no alteran las bases de financiamiento del sistema.

En consecuencia, al existir una tendencia permanente al aumento de los gastos y al ser relativamente inflexibles los ingresos, la principal variable de ajuste financiero en un sistema de reparto terminan siendo los aportes fiscales. La fragilidad e inconveniencia de esta forma de financiamiento no requiere muchos comentarios. Cabe agregar eso sí que, por la debilidad que acusan los sistemas de financiamiento sobre la marcha para encarar los ciclos económicos, dado que las variables determinantes del nivel de sus ingresos (salarios y empleo) se mueven al unísono con la actividad económica, se requerirían mayores aportes del gobierno precisamente en aquellos momentos en que la disponibilidad de recursos fiscales es menor.

La realidad de los sistemas previsionales en muchos países latino-

americanos ilustra la forma en que se han manifestado los fenómenos recién descritos¹. Comentaremos brevemente las razones que explican la severa crisis financiera que enfrentan estos sistemas y, consecuentemente, su incapacidad para entregar los beneficios prometidos.

Se podría argumentar que muchas de estas situaciones no son inherentes a un sistema centralizado de financiamiento "sobre la marcha" que funcione de manera eficiente, y que ellas obedecen sólo a una mala administración de los programas. Sin embargo, resulta sintomático que estén presentes en la gran mayoría, sino en el total, de los casos en que los sistemas "reales" de este tipo están operando. Esto hace aconsejable una reflexión a fondo acerca del régimen de incentivos que los caracteriza. Sin embargo, y para evitar equívocos, debemos reiterar que vamos a generalizar a partir de la experiencia de algunos sistemas previsionales en América Latina.

Tendencias demográficas. El acelerado crecimiento de la población ha sido uno de los principales factores que han erosionado, o amenazan con hacerlo, el equilibrio financiero de los sistemas de beneficios definidos y financiamiento sobre la marcha. Las proyecciones demográficas de muchos países latinoamericanos muestran una clara tendencia al descenso de la relación de contribuyentes a beneficiarios de los sistemas de seguridad social, a consecuencia del aumento en las expectativas de vida de la población y la persistente caída de la tasa de natalidad. Este hecho, fuera del control de los administradores del régimen de pensiones, deteriora las posibilidades de financiamiento de los sistemas que no acumulan reservas financieras.

Desde un punto de vista teórico es posible argumentar que el efecto de un aumento en la tasa de dependencia (relación de pasivos a activos) es compensable vía la mejora de los salarios reales, aliviándose así -o eliminándose- la tensión financiera de largo plazo de estos sistemas. Sin embargo, la evidencia de los mismos países latinoamericanos comprueba que las tasas históricas de crecimiento de los salarios reales han sido insuficientes en tal sentido. En el caso chileno, durante el período 1960-1980 los salarios reales crecieron a una tasa media anual de aproximadamente

¹ Ver Mesa-Lago (1985 y 1989) para la experiencia latinoamericana y Cheyre (1988) para el caso chileno, donde se documentan las situaciones descritas a continuación.

4%, mientras que la razón de dependencia aumentaba al 8,3%. Esto, sin considerar los eventuales aumentos en costos de administración, los efectos de la inflación y el hecho que el alza del salario cotizante puede ser menor que el aumento de los salarios reales, dadas las diferencias entre la composición de la fuerza de trabajo y de la población contribuyente al régimen de pensiones.

Extensión de beneficios a grupos que no aportan. La razón de aportantes a beneficiarios también cae cuando se rebajan las exigencias para obtener beneficios o se aumenta el número de beneficiarios que no aportan. La existencia de pensiones por años de servicio ("jubilación"), la extensión de beneficios a grupos que no pagan contribuciones y la falta de rigurosidad para la calificación de pensiones de invalidez, son elementos presentes en los sistemas previsionales de casi todos los países de América Latina que figuran entre los principales causantes de su desfinanciamiento.

Bajos topes imponibles. Habitualmente, la legislación fija topes salariales para el cálculo de las contribuciones a la seguridad social. Cuando los programas tienen carácter redistributivo y, por lo tanto, la relación de beneficios a aportes disminuye a medida que aumenta el nivel de salario, la fijación de un salario imponible máximo limita la base imponible y deteriora las posibilidades de financiamiento del sistema. Por otra parte, en algunos casos el tope no está indizado, por lo que la recaudación de contribuciones cae (en términos reales) durante períodos de aceleración inflacionaria.

Beneficios no asociados a las contribuciones. En un sistema de beneficios definidos las pensiones no están directamente asociadas a los aportes realizados, de tal forma que las diferencias en los beneficios que perciben los trabajadores tienden a ser distintas que las diferencias en las contribuciones efectuadas. Como resultado de esta disociación entre aportes y beneficios, se generan fuertes incentivos para la evasión del pago de las contribuciones correspondientes, vía ya sea la subdeclaración de remuneraciones o la automarginación del sistema, lo que debilita la base de ingresos de este último.

Incentivos para aumentar artificialmente el valor de las pensiones. Las fórmulas de cálculo de las pensiones de vejez, invalidez, sobrevivencia y jubilación pueden incentivar fuertemente la sobre-declaración de remuneraciones en el período inmediatamente anterior a la fecha en que corres-

ponde solicitar estos beneficios. Ello sucede en particular cuando el salario base relevante para fijar el monto del beneficio se calcula como el promedio del salario durante un período breve de cotizaciones. Por otra parte, dadas las fórmulas habituales de cálculo del salario base (por ejemplo, el promedio de los últimos tres a cinco años de remuneraciones nominales), y la indización, total o parcial, de las pensiones una vez concedidas, existen incentivos para solicitar los beneficios de pensión en épocas de baja inflación. Estas situaciones hacen disminuir aún más la relación de contribuciones a beneficios, debilitándose también por esta vía la solvencia financiera de los sistemas previsionales tradicionales.

Transferencias de recursos entre programas. La administración integrada de distintos programas de seguridad social favorece la transferencia de recursos desde aquellos que generan excedentes hacia los que muestran déficit. Este también es un problema común a las experiencias latinoamericanas. Mientras estas transferencias se reconozcan explícitamente como deuda de los programas deficitarios, y esta deuda se cancele oportunamente en condiciones de mercado, el hecho no tendría mayor importancia. Sin embargo, las diferencias en la naturaleza de los distintos programas impide en la práctica que los programas acreedores recuperen el capital, lo que pone en peligro su propia solvencia a futuro. Esta situación se tornará más probable si se consolida el financiamiento de programas de seguro con programas de ayuda asistencial, y si se acepta que las reservas acumuladas por los programas excedentarios se inviertan en activos específicos asignados a una determinada prestación social, sin uso alternativo y de muy baja liquidez.

Casi por definición, los programas asistenciales están incapacitados para generar excedentes de operación, pues se ven sometidos a incesantes presiones en orden a repartir el máximo de beneficios a segmentos de la población con altos grados de necesidad. Por lo tanto, difícilmente serán deudores solventes; menos aún respecto de otro programa social competitivo, como el de pensiones.

El uso de reservas para financiar la inversión en activos fijos, tiene matices algo diferentes. Durante la primera etapa de un sistema de pensiones, cuando la población asegurada es relativamente joven y aún no se han adquirido derechos para acceder a los beneficios, es factible la generación de excedentes, los cuales constituyen una fuente de financia-

miento de bajo costo para los otros programas de la seguridad social. Este hecho estimula la inversión en proyectos cuya rentabilidad (social y económica) no es necesariamente la máxima. Además, durante esta etapa inicial se tiende a subestimar la velocidad con que irán disminuyendo estos excedentes, por lo que se financian proyectos con plazos de recuperación mayores que los necesarios ex post. En definitiva, lo que sucede es que los verdaderos costos de los programas deficitarios se esconden a través de transferencias desde los programas con superávit.

La situación de muchos sistemas previsionales unificados y con administración centralizada corresponde exactamente a esta descripción. Los excedentes acumulados por los programas de pensiones durante algunos años se usan para financiar, por ejemplo, los programas de salud y otros beneficios sociales, y sólo podrían ser recuperados posteriormente mediante una fuerte caída del valor de estos beneficios o a través de aumentos en las tasas de cotización de los programas respectivos. Sin embargo, como estas alternativas no resultan viables para la autoridad, se llega a una situación de hecho en la que los programas de pensiones carecen de reservas y se financian exclusivamente con las contribuciones de cada período ("sobre la marcha" o "reparto").

Altos costos de administración. En América Latina los sistemas de seguridad social han asignado proporciones crecientes de sus ingresos al financiamiento de sus costos de administración, en detrimento directo de los fondos para la concesión de beneficios. El origen del problema se encuentra en el carácter centralizado y no competitivo de los sistemas, cuya estructura, además de no generar los incentivos adecuados para promover la eficiencia, favorece la proliferación de regímenes especiales.

Caída en la inflación. La tendencia de la inflación afecta, por lo común, el monto real de las pensiones pagadas. Ello se debe a que el monto de los beneficios es fijado en la mayoría de los casos como un porcentaje del salario imponible medio durante algún número de años ("el salario base"), sin corregir (o corrigiendo parcialmente) para efectos del cálculo el valor nominal de estos salarios históricos. Así, a mayor inflación, menor será el salario base y menor también, en consecuencia, el monto de la pensión en el momento del retiro; a menor inflación, mayor el salario base y, por ende, la pensión. Por ejemplo, con una inflación anual de 20% y suponiendo salarios reales constantes, el salario nominal medio de

tres años representará sólo 84% del salario del último año; y el salario nominal medio de cinco años, únicamente el 72%. El monto de las pensiones caen en cada caso un 16 o 28%, respecto a una situación con salarios indizados para efectos del cálculo del salario base. Por lo tanto, en estas condiciones alcanzar la estabilidad de precios podría muchas veces significar la insolvencia financiera del sistema de pensiones. Por otra parte, la posibilidad de financiamiento inflacionario disminuye cuando se indiza el valor de las pensiones y se les fija un monto mínimo, prácticas también bastante comunes.

En resumen, los programas de pensiones centralizados, de beneficios definidos y basados en el financiamiento "sobre la marcha" muestran una clara tendencia al deterioro de la relación entre ingresos y gastos. Esta situación obedece a la influencia de algunos factores susceptibles, al menos en teoría, de ser corregidos, pero también a problemas de fondo, cuya remoción exige una transformación profunda de estos sistemas, que implique cambios en la estructura de financiamiento de los mismos y en el conjunto de incentivos que encaran y guían la conducta de los participantes.

2. La experiencia chilena

En 1979 existían en Chile 32 instituciones previsionales; sin embargo, sólo 3 de ellas (Servicio de Seguro Social, para obreros; Caja de Empleados Particulares y Caja de Empleados Públicos) concentraban el 94,1% de los cotizantes (Cheyre, 1988; Universidad Católica, 1983).

Estas 32 instituciones administraban más de cien regímenes previsionales distintos, caracterizados por una enorme variedad de requisitos que exigían a sus afiliados para acceder a los beneficios y por sustanciales desigualdades en los montos de las pensiones. A modo de ejemplo, en el cuadro 1 se muestra el monto teórico máximo posible de la pensión de vejez que habrían recibido trabajadores con igual renta, según estuviesen afiliados al Servicio de Seguro Social, a la Caja de Empleados Particulares (Empart), a la Caja de Empleados Públicos (Canaempu) o a la Caja Bancaria de Pensiones.

En general, estas discriminaciones desfavorecían a los trabajadores de menores rentas, quienes debían cumplir con requisitos más estrictos de

Cuadro 1
PENSION MAXIMA POSIBLE
 (Remuneración imponible de \$ 40 000)

	Pensión / Remuneración
Servicio Seguro Social	60,8%
Empart	86,8%
Canaempu	78,0%
Caja Bancaria de Pensiones	69,6%

Fuente: Cheyre (1988).

años trabajados para tener derecho a la pensión, no gozaban del beneficio de pensión por antigüedad, y cuyos beneficios eran determinados a partir de salarios base más reducidos.

La base financiera del sistema chileno se debilitó como consecuencia principalmente de:

i) Una caída en la relación de aportantes a beneficiarios de los distintos programas, situación que se explica por: razones de tipo demográfico; ineficiencias administrativas; debilidad para resistir presiones sectoriales que llevaron a rebajar requisitos para acceder a los distintos beneficios; y por la falta de incentivos para pagar las cotizaciones correspondientes. Así por ejemplo, entre 1960 y 1980, el coeficiente de trabajadores aportantes a beneficiarios en el Servicio de Seguro Social cayó de 10,8 a 2,2; y,

ii) Los fuertes incentivos para la subdeclaración de ingresos durante gran parte de la vida activa de los asalariados, pues las pensiones se calculaban sobre la base únicamente de los salarios recibidos durante los últimos años trabajados (entre tres y cinco años, según el programa).

Para enfrentar los inevitables efectos de estos problemas, más otros como altos costos de administración, aumentos no financiados de beneficios, etc., en distintas oportunidades se ensayaron soluciones que, por su carácter parcial e indirecto, o por su propia ineficiencia, no tuvieron resultados efectivos.

El financiamiento inflacionario fue una alternativa que operó a través de dos caminos diferentes. En primer lugar, para estimar el sueldo base sobre el que se calculaban las pensiones se consideraban las remuneraciones percibidas durante los tres últimos años a su valor nominal, sin ajustar por los cambios en el nivel de precios. Así, por ejemplo, con ta-

sas de inflación medias anuales de 20%, el sueldo base representaba sólo el 84% de la última remuneración, disminuyendo también la pensión en forma proporcional. De esta forma, en períodos de inflación creciente el déficit presupuestario consolidado del sistema antiguo tendía a disminuir, y lo contrario sucedía durante los períodos de inflación declinante. Por otra parte, tampoco existían mecanismos automáticos de reajustabilidad de las pensiones, cuyo valor real, en consecuencia, fluctuaba en el tiempo según fuese la magnitud de los ajustes que discrecionalmente decidiera la autoridad, los que, a su vez, eran función de la situación presupuestaria fiscal. Todo esto significó que el valor real de los beneficios efectivamente pagados se fuese deteriorando en el transcurso del tiempo.

En numerosas ocasiones se recurrió al expediente de subir las tasas de cotización para asegurar el financiamiento del sistema. Entre 1960 y 1977, es decir el año anterior a la dictación de reformas de importancia al sistema, el costo de los programas subió de 45,8 a 48,3% del sueldo imponible en el caso del Servicio de Seguro Social, con un máximo de 56,9% en 1974; de 50,1 a 56% en el caso de Empart, con un máximo de 64,7% en 1974; y de 25,75 a 56,5% en el caso de Canaempu, con un máximo de 58,75% en 1974. Estas tasas incluyen las cotizaciones cobradas por concepto de pensiones, salud, accidentes del trabajo y otros.

Sin embargo, tampoco esta alza de las cotizaciones resultó suficiente y el Fisco hubo de hacer crecientes aportes al sistema, cuya significación ascendió en 1978 al 32,3% del gasto fiscal total.

La situación del sistema de seguridad social llegó así a tal estado de desorden y desfinanciamiento, que no había mucha discusión acerca de la urgencia de cambios profundos. Con ocasión del envío al Parlamento de un proyecto de reforma del régimen de pensiones y asignaciones familiares, el presidente Eduardo Frei señalaba en 1968:

"(Nuestro sistema) no se trata propiamente de un sistema de seguridad social. Todo es asistemático en nuestro régimen previsional... [Este] se presenta, además, excesivamente burocrático y lento. [El esfuerzo que hace el país] para sostener nuestro régimen previsional debe ser considerado como bastante satisfactorio. Sin embargo (este esfuerzo) no dice relación con los resultados que se obtienen,... por las siguientes causas principales: i) Los elevados gastos de administración; ii) el pago... de privilegios irritantes; iii) pagos... cuando no existen verdaderos estados de

necesidad que atender; iv) porque, al estar basado nuestro régimen en la solidaridad nacional se ha permitido la selección de grupos, normalmente de más altos ingresos... para repartirse entre ellos mejores beneficios previsionales; v) porque existe una injusta distribución de los recursos en el sistema" (Frei, 1968).

Pocos años después, el presidente Salvador Allende señalaba que "La labor fundamental de este Gobierno debe orientarse al reemplazo del sistema de seguridad social, como única forma de poder solucionar las actuales deficiencias que presenta el sistema vigente..." (Allende, 1971).

En el caso chileno no existía, pues, otra alternativa que el diseño de un nuevo sistema, capaz de superar las deficiencias de financiamiento estructural del esquema vigente y de corregir los inadecuados incentivos que enfrentaban los partícipes. Sin embargo, como decíamos antes, frente a este diagnóstico común se abrían numerosas opciones de reforma, acerca de las cuales no existía consenso.

II. OPCIONES PARA UNA REFORMA EN CHILE

1. Alternativas para la reforma

Al entrar, en 1981, en vigencia la ley de reforma al sistema de pensiones, se estableció en Chile el primer régimen conocido de carácter obligatorio basado en la capitalización individual de contribuciones definidas, con administración privada y competitiva y libertad de elección. Culminó así un largo proceso, iniciado cuando menos en la década de los cincuenta, de reflexión, análisis, crítica e intentos de reforma al antiguo sistema previsional.

El consenso existente en cuanto al diagnóstico de sus deficiencias e inequidades no había llegado, sin embargo, a reflejarse en el diseño de las posibles soluciones, tema que fue objeto de interminables controversias. Así, múltiples proyectos de reforma, de carácter total o parcial, naufragaron en la discusión parlamentaria; y los que llegaron a ser aprobados, no contribuyeron a dar una solución eficiente y de largo plazo al problema.

Para efectos de resumir lo esencial del debate, clasificaremos las op-

ciones en tres categorías de reformas: i) orientadas a mejorar la eficiencia operativa del sistema vigente hasta entonces (que hasta 1978 concitaron el grueso de la atención); ii) en favor de un sistema de beneficios definidos, con acumulación de reservas financieras (lo que implicaba volver al origen de casi todos los sistemas de reparto); y iii) en favor de un sistema de contribuciones definidas, con acumulación de reservas financieras (opción que se comienza a diseñar y analizar a mediados de la década de los setenta).

La primera alternativa, consistente en una reforma administrativa al sistema de reparto, significaba uniformar los distintos regímenes de pensiones, racionalizar la administración y ajustar los beneficios y las tasas de contribución a su realidad financiera, sin alterar, empero, la modalidad de financiamiento. Esta opción fue descartada sobre la base de argumentos tanto conceptuales como técnicos. Elocuentes son los juicios que vertió el Ministro del Trabajo, José Piñera E., al aprobarse la reforma en 1980: "El error básico (del sistema entonces vigente) radicaba en la concepción colectivista del hombre y la sociedad que (lo) inspiró. Dicha inspiración proviene de una noción ideológica errada sobre la naturaleza y conducta del ser humano. El sistema de reparto desestimó múltiples evidencias sobre la conducta humana, según la cual los hombres se esfuerzan más cuando ese esfuerzo va relacionado con una determinada recompensa... En consecuencia, la gran lección para el diseño del nuevo sistema era no descuidar la libertad de elección y decisión de los individuos, ni romper con el vínculo indispensable entre esfuerzo personal y recompensa" (Piñera, 1980).

A estos argumentos se sumó la evaluación acerca del impacto que los cambios en las tendencias demográficas históricas, llamados a traducirse en una creciente participación relativa de las personas de mayor edad, tendrían sobre la estabilidad financiera del sistema, para que se rechazara la opción de una reforma que no cambiaría la base misma de financiamiento ni la estructura de incentivos del esquema entonces vigente.

Tampoco fue aceptada la posibilidad de pasar a un sistema de beneficios definidos con acumulación de reservas financieras, esto es la venta de rentas vitalicias por parte de compañías de seguros de vida (estatales o privadas), dado el mayor riesgo (costo) de este sistema para cumplir con los compromisos adquiridos. Al momento de la reforma, no se tran-

saban en los mercados financieros de Chile instrumentos con una madurez similar a las obligaciones de pensión. Esto, sumado a la intensidad y frecuencia de las variaciones en los niveles de tasas de interés y la falta de experiencia para evaluar tendencias y cambios en las expectativas de vida de la población, hubiese obligado a las compañías responsables a operar con altos volúmenes de capital. Los beneficiarios habrían tenido entonces que financiar, seguramente sin saberlo, un sistema de mayor costo, pagando comisiones elevadas o asumiendo diferenciales en tasas de interés y primas. La situación podría haber sido aún más compleja por la falta de competencia que es propia de todo sistema centralizado o, de optarse por la administración privada, por la competencia probablemente muy limitada, dados los fuertes requerimientos de capital y las mayores dificultades para el traspaso de los trabajadores de una institución administradora a otra.

Surgió entonces la alternativa, que fue finalmente seleccionada, de un sistema de capitalización con contribuciones definidas. Este esquema es ajeno a los problemas antes señalados, puesto que se fija el monto de la contribución y no del beneficio, el cual depende de lo que resulte de los aportes recibidos más el retorno de las inversiones efectuadas durante la vida activa. De esta manera se supera el problema de exigir altos capitales para la operación de las instituciones administradoras, las cuales no asumen compromiso patrimonial directo respecto a los beneficios; se facilita el traspaso de una institución a otra; se posibilita el ahorro voluntario como mecanismo para ajustar el monto de los beneficios a lo deseado por cada individuo; y se reduce el impacto de los cambios demográficos sobre las posibilidades de financiamiento del sistema.

Al escogerse este esquema se estableció también una relación directa entre aporte y beneficio para cada trabajador, favoreciéndose la capitalización sobre una base individual antes que colectiva.

2. Opciones para el diseño de un sistema de capitalización individual

Una vez definidas las características básicas del nuevo sistema de pensiones, era preciso escoger entre otra serie de alternativas capaces de originar modalidades de operación muy diferentes. (Piñera, 1988).

i) *Administración privada y rol subsidiario del Estado.* Se optó por un

régimen de administración privada, pues se consideró que ésta era la forma más adecuada de promover la eficiencia y garantizar así la maximización de las pensiones. La competencia y el compromiso patrimonial de las empresas administradoras constituirían los incentivos adecuados para promover la innovación y el servicio. Se asignó al Estado un rol subsidiario, confiándole las responsabilidades de: proveer por las necesidades de los grupos más pobres a través de un uso adecuado de las herramientas tributarias y de subsidio; definir el marco regulatorio para la acción privada; y, fiscalizar la correcta operación del sistema. El hecho de que no fuese necesario destinar directamente recursos fiscales a la administración del sistema permitiría focalizar los fondos públicos al financiamiento de los beneficios en favor de quienes carecieran realmente de capacidad para solventarlos por sí solos.

ii) *Competitivo, con libertad de elección para el trabajador.* Se optó por la afiliación individual, antes que colectiva o por empresa, dando total libertad a los trabajadores para que eligieran AFP y se cambiaran de una a otra, según sus preferencias. Además, se aseguró la libertad de entrada y de precios en el mercado de AFP. De esta manera, se crearon las condiciones para el desarrollo de un sistema competitivo, que promoviera de modo sistemático la eficiencia y el servicio.

iii) *Sistema sustitutivo, y no complementario.* Se decidió también que el nuevo sistema de pensiones sustituyera al régimen anterior, descartando la alternativa de conferirle el carácter de adicional y meramente complementario de los beneficios insuficientes que el esquema vigente ofrecía. A esta decisión se llegó, en primer lugar, al concluirse que el sistema de capitalización permite financiar a menor costo mayores beneficios que el régimen de financiamiento sobre la marcha. Aceptadas las ventajas de un sistema de capitalización, resultaba injustificable la mantención de un régimen de pensiones paralelo y financiado a alto costo, con el único objeto de proveer un nivel básico de pensiones a los beneficiarios. A la duplicidad de costos de administración a nivel agregado que resultaría de la operación simultánea y permanente de dos regímenes de pensiones, con sus respectivos aparatos de administración y control, habría que agregar los efectos redistributivos adversos derivados del encarecimiento del empleo. Por otra parte, los costos de administración de un sistema de capitalización obligatorio que tuviese un carácter puramente comple-

mentario amenazaban ser excesivos respecto de los fondos captables, dada la existencia de importantes economías a escala en la gestión.

Se estableció, en consecuencia, un programa de pensiones mínimas para los trabajadores que efectivamente lo necesitaran, pero financiado en forma no regresiva, a través de aportes fiscales directos. Se puede suponer también que, tras la decisión de construir un régimen sustituto, haya existido el propósito de promover un ordenamiento financiero del régimen antiguo, obligando a éste a reconocer el total de deudas acumuladas con los contribuyentes y a constituir así, vía ahorro fiscal, las reservas necesarias para su financiamiento.

iv) *Sistema único y no discriminador.* Se decidió que el sistema de AFP otorgara los mismos beneficios a todos los trabajadores, independientemente de su actividad específica o del sector económico en el que laboraran. Se fijaron iguales cotizaciones y condiciones para acceder a los beneficios para todos. No existen, por lo tanto, discriminaciones entre categorías de trabajadores, típicas de los sistemas centralizados, pero que no tienen cabida natural en un modelo basado en la capitalización individual. La excepción la constituyen las mujeres, a las cuales se les fijó como requisito para pensionarse por vejez, una edad más baja que a los varones.

v) *Especialización en beneficios.* Se decidió también limitar exclusivamente a las pensiones por concepto de vejez, invalidez y sobrevivencia los beneficios que otorgaría el nuevo sistema y fijar un giro exclusivo a las instituciones administradoras de los fondos. La administración del resto de los programas de seguridad social (salud, accidentes del trabajo, prestaciones familiares, etc.) quedó en manos de otras entidades.

Con esto se pretendía: garantizar la eficiencia administrativa del sistema; impedir que eventuales presiones de poderes políticos y sectoriales rompieran, mediante la introducción de otro tipo de programas eventualmente discriminatorios y regresivos, la equidad que se intentaba alcanzar; permitir que el gasto público en seguridad social se focalizara hacia aquellos programas que benefician de preferencia a los grupos de trabajadores de menores ingresos; y evitar conflictos de intereses en la administración de las pensiones. Con posterioridad se incorporaron al sistema otros beneficios de tipo no previsional -administración de cuentas de ahorro voluntario y cuentas de indemnización- sólo para aprovechar la ex-

perencia adquirida por las AFP en el manejo de recursos financieros de largo plazo, sin que estas modificaciones rompieran, por lo tanto, el principio de la especialización.

vi) *Separación de AFP y Fondos de Pensiones*. Otra definición trascendente tuvo que ver con la responsabilidad de las entidades privadas en el nuevo sistema. Al respecto, se decidió que el Fondo de Pensiones estuviera patrimonialmente separado de la respectiva Administradora, de tal forma que la rentabilidad de los fondos acumulados por el trabajador fuese la resultante del proceso de inversión, y no dependiera del resultado del negocio de administración propiamente tal. Esto significa, además, que se eliminó la posibilidad de que el administrador garantizara el retorno del Fondo, lo que permitió disminuir los requisitos de capital necesario para participar en el negocio y fomentar la competencia. En concordancia con esta decisión, se asignó al Estado la responsabilidad de fiscalizar la correcta administración de cada Fondo, lo que suponía la dictación de reglas muy claras en materia de diversificación de inversiones para garantizar la seguridad de los recursos.

vii) *Seguros para el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia*. Se optó también por financiar las pensiones por concepto de invalidez y sobrevivencia (viudez y orfandad) mediante un seguro colectivo, modalidad común a prácticamente todos los regímenes previsionales conocidos, pues la alternativa de seguro individual resulta muy onerosa para los trabajadores.

Sin embargo, existía la opción de escoger un seguro colectivo sin reservas ("reparto"), pagando los siniestros de cada período con las cotizaciones correspondientes a los trabajadores activos, o de instaurar un seguro ofrecido por compañías privadas que constituyen reservas financieras para cancelar los beneficios, alternativa que fue a la postre la seleccionada. Razones similares a las que llevaron a favorecer un régimen de capitalización para las pensiones de vejez sirven para explicar la opción de seguro con reservas financieras para el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia. En particular, se pensó que este esquema es menos permeable a las presiones políticas, confiere mayor estabilidad a las primas (cotizaciones) y constituye mejor garantía para los compromisos financieros de largo plazo.

El nuevo sistema de pensiones coexiste temporalmente con otro sis-

tema administrado por el Estado, que cancela los beneficios de aquellos trabajadores que ya estaban pensionados al momento de la reforma y recauda las cotizaciones de quienes decidieron no cambiarse al sistema de AFP. Naturalmente, el tamaño de este sistema estatal, que por ley no puede captar a quienes se van incorporando a la fuerza de trabajo, se encuentra en gradual disminución, a medida que envejece la población de actuales cotizantes y beneficiarios.

III. EL SISTEMA CHILENO DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL

1. Organización de la Seguridad Social

Chile tiene un sistema de seguridad social de amplio alcance y cobertura. Existen programas de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, de salud, de accidentes del trabajo, de asignaciones familiares y de subsidios, tales como las pensiones asistenciales (vejez e invalidez para extremadamente pobres). Están también la atención de salud a la población extremadamente pobre, las pensiones mínimas, los subsidios familiares (en favor de menores de escasos recursos y de sus madres, así como de mujeres embarazadas de bajos recursos) y los subsidios de desempleo.

Los trabajadores efectúan aportes para el financiamiento de los programas de pensiones y salud; las empresas, a los de accidentes del trabajo; el Fisco, por su parte, financia los de asignaciones familiares y los subsidios, solventando además parte de los gastos médicos y de las pensiones mínimas.

El desarrollo de la seguridad social chilena ha tendido a la "especialización" de las instituciones participantes en la administración de los programas. Al interior de estos últimos es posible distinguir entre los que "sustituyen remuneraciones" (programas de pensiones, accidentes del trabajo y salud) y los "de ayuda", que corresponden a las pensiones asistenciales, atención de salud a extremadamente pobres, subsidios familiares, pensiones mínimas y subsidios de desempleo. La administración de los programas que "sustituyen remuneraciones" se ha confiado de preferencia a instituciones privadas, con y sin fines de lucro, financiadas a través de las cotizaciones pagadas por trabajadores o empleadores, según

sea el caso, en tanto que la de los programas de ayuda se ha dejado a instituciones estatales, o privadas sin fines de lucro, financiadas con aportes fiscales.

Esta forma de organización para financiar la seguridad social, y las características de cada programa, reflejan la voluntad de utilizar sólo los "programas de ayuda" para efectos del logro de metas de redistribución de ingreso, evitándose además su financiamiento a través de impuestos al trabajo, por su efecto regresivo y distorsionador. El objetivo de los "programas sustituidores de remuneración" queda limitado de esta forma al suministro de un determinado nivel ingreso a los trabajadores, y sus familias, cuando aquellos pierdan capacidad de trabajo por vejez, invalidez, muerte o enfermedad.

Aunque el análisis detallado de los programas de Seguridad Social en Chile está fuera del alcance del presente trabajo, resulta interesante destacar las ventajas que parecen derivarse de esta forma de organización para el incremento de la eficiencia en la administración de los distintos beneficios y la adecuada focalización del gasto público hacia aquellos grupos en mayor estado de necesidad. En sentido contrario, se podría argumentar que la fragmentación en materia de administración de la seguridad social impide el aprovechamiento de economías de escala y encarece la operación del sistema, aunque la experiencia chilena y latinoamericana con sistemas centralizados y unificados parece desmentir esta hipótesis.

En el cuadro 2 se identifican los principales programas de seguridad social en Chile, su cobertura y el tipo de organización que los administra. Estos antecedentes dejan de manifiesto dos aparentes excepciones al esquema general de organización antes reseñada. En primer lugar, en la administración de los programas de pensiones participa, junto a las AFP, una institución pública, el Instituto de Normalización Previsional (INP); y, también se observa participación estatal en la administración de los beneficios de atención de salud, a través del Fondo Nacional de Salud (Fonasa). La participación estatal en los programas de pensiones corresponde a una situación transitoria y obedece a que la reforma previsional de 1980 otorgó a los trabajadores que registraban cotizaciones en el sistema anterior la opción de mantenerse en el mismo. Además, el Fisco mantuvo la obligación de pagar los beneficios que ya se habían deven-

Cuadro 2
PROGRAMAS DE SEGURIDAD SOCIAL, 1989

Programa	Entidad Administradora	Afiliados (miles)	Benefic. (miles)	Financiamiento (% Remuneración)		
				Trab.	Empl.	Fiscal
Asignación Familiar	Cajas de Compensación I. de Norm. Previsional	1 600 (b, c)	680 (a)			+
		1 010 (b, c)	655 (a)			+
Subsidio Unico Familiar	Municipalidades I. de Norm. Previsional	—	888 (c)			+
Pensiones	I. de Norm. Previsional A.F.P. y Cías. de Seguro	345 (b, c)	1 001 (c)	23,2		
		3 470	67 (c)	13,4		
Pensiones Asistenciales	Intendenc. Regional y I. de Norm. Previsional	—	290 (c)			+
Pensión Mínima Garantizada	Tesorería General de la República	—				+
Accidentes del Trabajo	Mutuales	1 750 (c)	—		1,5 (d)	
	I. de Norm. Previsional	860 (b, c)	27 (c)			+
Enfermedad	Fonasa	2 030 (a, b)		7,0		
	Isapres	570 (a, b)		7,0		
Seguro de Desempleo	Cajas de Compensación	1 600 (c)	19			+
	I. de Norm. Previsional	1 010 (c)	16			+

Notas: (a) Cifras a diciembre de 1988, a base de información del SSS.

(b) Cotizantes. Excluye FF.AA. y Carabineros.

(c) Cifras provisorias a Dic. de 1989, a base de información del SSS, SAFF y CIEDESS.

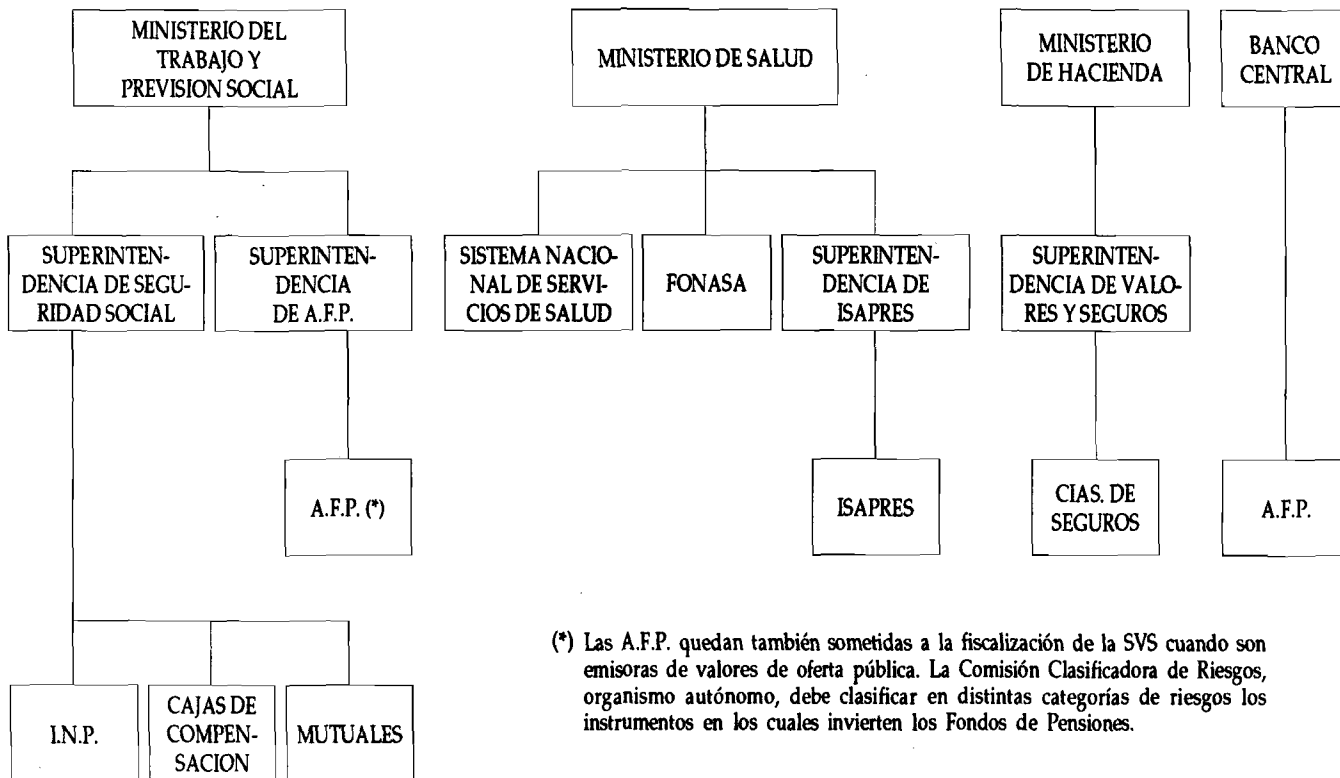
(d) Estimación. Tasa depende de siniestralidad en cada empresa.

Fuente: Arellano (1990), CIDES y elaboración propia.

gado. Es así como el INP aún paga la mayor parte de las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, y recauda cotizaciones de los trabajadores que no se cambiaron al sistema de AFP. El Fonasa, por otra parte, compete con las instituciones privadas (Isapres) que operan seguros de salud y ofrece también servicios de médicos e infraestructura pública de salud a quienes los demanden, a través de modalidades de co-pago según el nivel de ingreso de los solicitantes.

Existe, además, un sistema de pensiones y salud especial para el personal de las F.F.A.A., que se financia con aportes de los asegurados y el Estado; ofrece beneficios predefinidos, y opera sobre la base del reparto.

Cuadro 3
ESTRUCTURA DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN CHILE



(*) Las A.F.P. quedan también sometidas a la fiscalización de la SVS cuando son emisoras de valores de oferta pública. La Comisión Clasificadora de Riesgos, organismo autónomo, debe clasificar en distintas categorías de riesgos los instrumentos en los cuales invierten los Fondos de Pensiones.

En el cuadro 3 se describe la estructura institucional del sistema civil, que se organiza en torno a los Ministerios de Salud, de Trabajo y Previsión Social y de Hacienda, además del Banco Central de Chile y la Comisión Clasificadora de Riesgos.

El Ministerio de Salud ejecuta sus funciones operativas mediante los Servicios de Salud, administra los programas del Fondo Nacional de Salud y fiscaliza a las Isapres a través de la Superintendencia respectiva. El Ministerio del Trabajo y Previsión Social, a través de la Superintendencia de Seguridad Social (SSS), coordina la acción del Instituto de Normalización Previsional y fiscaliza a las Cajas de Compensación y Mutuales. Por otra parte, a través de la Superintendencia de AFP este Ministerio norma y supervisa la acción de las Administradoras de Fondos de Pensiones. El Ministerio de Hacienda, a través de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), fiscaliza a las Cías. de Seguros de Vida y también a las AFP, cuando éstas son emisoras de valores de oferta pública.

El Banco Central de Chile tiene la responsabilidad de la custodia física de los títulos representativos de las inversiones de los fondos de pensiones, pudiendo autorizar a otras instituciones para prestar este servicio. Le compete asimismo dictar las instrucciones para la inversión del encaje de las AFP y fijar los límites máximos de inversión de los fondos de pensiones (sin embargo, la ley determina cuáles instrumentos constituyen inversiones autorizadas; el valor mínimo que pueden alcanzar los límites que imponga el Banco Central, y fija además algunos topes de inversión). Al Banco Central le corresponde, por último, fijar la tasa de interés de actualización para el cálculo de los capitales necesarios de cada afiliado que accede a pensiones de invalidez o sobrevivencia.

A la Comisión Clasificadora de Riesgos, organismo autónomo, le cabe la responsabilidad de establecer la metodología de clasificación obligatoria para todas las inversiones de los fondos de pensiones y de aprobar los proyectos respectivos que las AFP deben presentar mensualmente.

2. Descripción del sistema de AFP

Las principales características del sistema de pensiones adoptado por Chile a partir de 1981 son: capitalización individual de contribuciones definidas; pensiones de vejez variables según el saldo acumulado por cada

trabajador; pensiones de invalidez y sobrevivencia proporcionales a la renta imponible del afiliado; libertad para escoger institución administradora; administración privada de los Fondos de Pensiones; y rol subsidiario del Estado, que se manifiesta a través de la regulación y fiscalización del sistema y el pago asegurado de pensiones mínimas.

Los beneficios que ofrece el sistema son las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, así como la administración de cuentas de ahorro voluntario y cuentas de indemnización. El afiliado puede optar por 3 modalidades distintas de pensión: retiro programado, renta vitalicia y renta temporal con renta vitalicia diferida. Las pensiones se expresan en unidades reajustables (UF)². La edad legal para pensionarse por vejez es de 65 años para los hombres y 60 años para las mujeres. No obstante, bajo ciertas condiciones es posible anticipar estas edades.

La administración del sistema es responsabilidad de entidades privadas y competitivas, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que cobran comisiones como retribución por esta labor. Parte de esta responsabilidad consiste en asegurar a los trabajadores contra el riesgo financiero de la invalidez y sobrevivencia, y en invertir los fondos de pensiones. Este proceso de inversión está estrictamente regulado, con el objeto de ofrecer la máxima seguridad a los fondos de los trabajadores. Destaca el hecho de que el fondo de pensiones y la AFP están separados jurídica y patrimonialmente, de forma tal que un mal resultado en la gestión de la administradora no compromete al fondo de pensiones respectivo.

A continuación se analizan con más profundidad las principales características del sistema de AFP.

a) *Afiliación*

i) *Condiciones de incorporación.*

El Decreto Ley 3.500, de 1980, establece que los trabajadores dependientes, que no hayan cotizado en una institución del régimen antiguo, están obligados a incorporarse al régimen de AFP. Los trabajadores inde-

² La UF es una unidad de cuenta utilizada para las transacciones financieras, cuyo valor se modifica diariamente de acuerdo a la trayectoria de la inflación durante el mes anterior, distribuida a lo largo de 30 días. A diciembre de 1990 cada UF equivalía a unos 20,9 dólares estadounidenses.

pendientes pueden incorporarse voluntariamente, al igual que aquellos trabajadores que sean o hayan sido imponentes de alguna institución del régimen antiguo. Los miembros de las Fuerzas Armadas también mantienen su régimen propio de pensiones.

El trabajador no puede estar afiliado a más de una AFP o cotizar en ambos regímenes previsionales. Por regla general, el trabajador que se cambia del sistema antiguo al nuevo no puede revertir su decisión. Existen, sin embargo, excepciones en el caso de trabajadores que no tengan derecho al Bono de Reconocimiento, siempre que tengan registradas cotizaciones en el régimen antiguo o que teniendo derecho al Bono, registren a lo menos sesenta meses de cotizaciones con anterioridad a 1979.

El trabajador escoge libremente la AFP de su preferencia. No se autoriza la afiliación por grupo o por empresa. Las AFP no pueden rechazar la solicitud de inscripción de ningún trabajador, pero sí pueden cobrar comisiones de entrada. Los afiliados al sistema disponen de absoluta libertad para cambiarse en cualquier momento de una AFP a otra. Sin embargo, el trámite de traspaso demora aproximadamente cuatro meses, lo que impide en la práctica cambiarse de AFP más de tres veces en el año.

Al traspasarse desde una AFP a otra el trabajador no pierde derecho a obtener ninguno de los beneficios señalados en la ley. Esta característica, propia de un sistema de capitalización individual de contribuciones definidas, favorece la movilidad de la mano de obra.

ii) Origen de las afiliaciones y traspasos entre AFP.

Los trabajadores se incorporan a una determinada AFP concurriendo hasta algún lugar de atención al público o a través de un agente de venta de la respectiva Administradora. Los vendedores son agentes exclusivos remunerados de acuerdo, principalmente, a la renta imponible del afiliado, por lo que tienden a concentrar su acción comercial en aquellos segmentos de afiliados de mayores ingresos. Los trabajadores que se incorporan por primera vez a una AFP carecen de experiencia laboral y, por lo general, reciben rentas relativamente bajas, lo que explica que menos de la mitad de las nuevas afiliaciones al sistema se materialice a través de vendedores (cuadro 4).

Cuadro 4
MOVIMIENTOS DE AFILIADOS
(Enero - diciembre de 1990)

(1) Nuevas afiliaciones al sistema	268 697
- Locales	150 551
- Vendedores	118 146
(2) Traspasos entre A.F.P.	383 763
(3) Total de movimientos = (1) + (2)	652 460
(4) Promedio de afiliados al año	3 623 914
(5) Movimientos / Promedio de afiliados = (3) / (4)	18,0%
(6) Traspasos / Total de movimientos = (2) / (3)	58,8%
(7) Traspasos / Promedio de afiliados = (2) / (4)	10,6%

Fuente: SAFF y estimaciones propias.

Distinta es la situación de los traspasos de afiliados entre AFP. Estas despliegan importantes esfuerzos comerciales por ganar participación de mercado, especialmente en el segmento de afiliados con mayor renta. El 59% del total de movimientos de afiliados en el año 1990 correspondió exclusivamente a traspasos entre una AFP y otra (cuadro 4), los que en más de 90% de los casos se materializaron por la acción de algún vendedor.

b) *Beneficios*

El sistema de AFP ofrece los beneficios de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, así como la administración de cuentas de ahorro voluntario y de indemnización. Cada una de las pensiones tiene su propia forma de financiamiento y puede pagarse según tres modalidades distintas: Retiro Programado, Renta Vitalicia Inmediata y Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida (cuadro 5).

i) *Modalidades de pensión.*

Al escoger la modalidad de *Retiro Programado*, el trabajador, al pensionarse, mantiene su cuenta individual en la AFP a la que está afiliado 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 o, fallecido éste, a sus beneficiarios con derecho

Cuadro 5
ALTERNATIVAS DE PENSION: CARACTERISTICAS PRINCIPALES

	Alternativas		
	Retiro Programado	Renta Temporal Renta Vit. Diferida	Renta Vitalicia
Administración de los fondos	A.F.P.	A.F.P. Cías. de Seguros	Cías. de Seguros
Posibilidad de cambiar modalidad de pensión	Permanente	Se puede adelantar renta vitalicia	No existe
Monto pensión	Variable cada año	Variable y luego fijo	Fijo
Propiedad de los fondos	Afiliado	Afiliado Cía. de Seguros	Cía. de Seguros
Unidad de reajuste	U.F.	U.F.	U.F.
Garantía estatal	Pensión mínima	Pensión mínima	Pensión mínima más 75% sobre valor mínimo con tope de 45 UF
Genera herencia	Si	Si / No	No

Fuente: Elaboración propia a base del D.L. Nº 3.500.

a pensión (viuda, hijos con derecho a pensión y padres en ausencia de los anteriores). Esta anualidad se expresa en UF y se recalcula cada doce meses.

El "saldo acumulado" es igual al total de cotizaciones pagadas (obligatorias y voluntarias), más los traspasos de fondos que el trabajador desea hacer desde la cuenta de ahorro voluntario, más la rentabilidad de las inversiones, más el monto del Bono de Reconocimiento, más el aporte adicional de la AFP en el caso de las pensiones de invalidez y sobrevivencia, menos el costo de las comisiones pagadas con recursos del fondo (más adelante se suministran mayores antecedentes acerca del Aporte Adicional).

El "capital necesario" depende a su vez de la expectativa de vida del grupo familiar y de una tasa de descuento que determinan las AFP a base de la rentabilidad real media del Fondo de Pensiones y la tasa de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas de acuerdo al Decreto Ley 3.500.

El afiliado puede revocar en cualquier momento su decisión en favor

del Retiro Programado y optar por la alternativa de Renta Vitalicia Inmediata o Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida. Además, el afiliado que reúna un saldo suficiente para financiar una pensión superior al 70% de la remuneración media imponible de los últimos diez años, y superior al 120% de la pensión mínima puede disponer libremente del excedente. Por último, cuando se opta por Retiro Programado, en caso de fallecer el afiliado y no existir beneficiarios de pensión, los fondos que quedaren en la cuenta individual pasan a constituir herencia.

Bajo la modalidad *Renta Vitalicia*, los afiliados pueden contratar el pago de la pensión con la compañía de seguros de vida que libremente elijan, la que se compromete a pagarles una renta mensual hasta su fallecimiento y, posteriormente, a pagar pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios.

Una vez que el afiliado ha suscrito el contrato respectivo, que es irrevocable, la AFP debe traspasar a la compañía de seguros los fondos de la cuenta individual que sean necesarios para el pago de la prima correspondiente. El trabajador pierde la propiedad de estos fondos, por lo que no se genera herencia en caso que a su muerte no existan otros beneficiarios de pensión. El monto de la renta vitalicia que ofrece la compañía de seguros depende de la tasa de interés implícita a la cual está dispuesta a recibir los fondos que se le traspasan y de la expectativa de vida del grupo familiar de la persona que contrata la pensión. En el caso de la pensión de vejez anticipada es importante también la tasa a la cual se descuenta el Bono de Reconocimiento, pues este instrumento no se hace efectivo sino hasta que el afiliado cumple la edad legal (60 años las mujeres y 65 años los hombres)³. Las compañías de seguros compiten activamente a través del precio (tasas de interés) que ofrecen por los fondos recibidos de los trabajadores. El monto de la renta mensual que se pacte debe ser constante en el tiempo y estar expresado en UF.

Si la renta vitalicia contratada es superior al 120% de la pensión mínima garantizada por el Estado y al 70% del promedio de la remuneración imponible mensual de los últimos diez años, el afiliado puede

³ No obstante en 1990 se abrió la posibilidad para que, por simple endoso, el trabajador ceda los derechos sobre el Bono de Reconocimiento, ya sea a la compañía de seguros o a otros inversionistas.

disponer libremente del excedente que quedare en la cuenta de capitalización, luego de cancelar la prima. No se puede optar por la modalidad de renta vitalicia cuando el monto de ésta es inferior a la pensión mínima.

La renta vitalicia tiene ventajas para quienes valoran la estabilidad en el monto de la pensión a través del tiempo y quienes desean cubrir el riesgo financiero de superar el promedio de las expectativas de vida.

La modalidad de *Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida* fue establecida en 1988, con el objeto de permitir a los trabajadores que desearan optar por el retiro programado, cubrirse del riesgo financiero de la longevidad. Al optar por una Renta Temporal, el afiliado contrata con una compañía de seguros de vida el pago de una renta mensual fija en UF, a contar de una fecha futura posterior al momento que se pensiona. La prima convenida se traspasa de inmediato desde la cuenta individual del afiliado a la respectiva compañía de seguro. Entre la fecha que solicita esta modalidad y la fecha en que comienza a percibir la renta vitalicia, el afiliado recibe mensualmente una pensión financiada con fondos que se retienen especialmente para este propósito en la cuenta de capitalización de la AFP. La pensión temporal se calcula con una metodología similar a la utilizada para estimar los retiros programados.

La Renta Vitalicia Diferida que se contrate no puede ser inferior al 50% del primer pago de renta temporal ni tampoco superior al 100% de dicho pago, y tiene las mismas características que la Renta Vitalicia Inmediata.

ii) *Financiamiento de las pensiones.*

El Decreto Ley 3.500 establece que las pensiones se financian con el saldo acumulado en la cuenta individual de cada afiliado. El "saldo acumulado" es igual al "capital acumulado" por el trabajador en su cuenta individual, más el Bono de Reconocimiento, más los traspasos que el afiliado desee realizar desde su cuenta de ahorro voluntario, más el Aporte Adicional que la AFP debe hacer cuando se trata de casos de invalidez y sobrevivencia y que, como hemos dicho, financia con un seguro que contrata con alguna compañía de seguros de vida. El "capital acumulado" en la cuenta individual es, a su vez, igual a la suma de cotizaciones pagadas durante toda la vida activa del afiliado, más la rentabilidad obtenida por la inversión de esos recursos, menos los cobros efectuados por

Cuadro 6
FINANCIAMIENTO DE LAS PENSIONES

Pensiones de vejez	Pensiones de invalidez y sobrevivencia
+ Capital acumulado	+ Capital acumulado
+ Cotizaciones (obligatorias y voluntarias)	+ Cotizaciones (obligatorias y voluntarias)
+ Rentabilidad de inversiones	+ Rentabilidad de inversiones
- Comisiones con cargo a la cuenta	- Comisiones con cargo a la cuenta
+ Bono de Reconocimiento	+ Bono de Reconocimiento
+ Traspasos desde la cuenta de ahorro voluntario (si el trabajador lo decide)	+ Traspasos desde la cuenta de ahorro voluntario (si el trabajador lo decide)
	+ Aporte adicional (financiado con seguro)
+ Complemento estatal, si se requiere (a)	+ Complemento estatal, si se requiere (a)

Nota: (a) Si el saldo acumulado por el trabajador en la cuenta individual (sin considerar los traspasos desde la cuenta de ahorro voluntario) no fuere suficiente para financiar una pensión igual a la mínima garantizada por el Estado, opera este complemento estatal para ajustar la pensión al mínimo establecido. Para tener derecho a la garantía estatal se debe cumplir con un mínimo de cotizaciones.

Fuente: Elaboración propia a base de D.L. Nº 3.500.

la AFP pagados con recursos de la cuenta que son la comisión fija, comisión por traspaso desde otra Administradora y, hasta 1987, comisión porcentual sobre el saldo (cuadro 6).

No obstante, si el saldo acumulado en la cuenta individual, sin considerar los traspasos desde la Cuenta de Ahorro Voluntario, es insuficiente para financiar una pensión igual a la mínima, los fondos del afiliado se complementan con un aporte estatal, siempre que el trabajador cumpla con los requisitos establecidos en la ley (mínimo de cotizaciones y edad legal para pensionarse). Esta garantía opera una vez que se encuentren agotados los recursos de la cuenta de capitalización individual o, en el caso de personas acogidas a la modalidad de renta vitalicia, cuando la renta convenida llegare a ser inferior a la pensión mínima.

Cotizaciones. Todo trabajador dependiente, menor de 65 años si es hombre y 60 años si es mujer, debe cotizar mensualmente en la AFP donde esté afiliado el 10% de su remuneración imponible, hasta un tope de 60 UF⁴. Esta cotización es de cargo del propio trabajador, pero

⁴ A diciembre de 1990, 60 UF equivalían aproximadamente a US\$1.250.

el empleador la retiene y la paga directamente a la AFP que corresponda. Los trabajadores dependientes con edades superiores a las señaladas pueden cotizar voluntariamente, al igual que los afiliados independientes, quienes pagan directamente en la AFP el mismo 10% sobre la renta declarada.

Aparte de la cotización obligatoria, el afiliado puede hacer cotizaciones adicionales sin tope a la cuenta de capitalización, con el objeto de acrecentar su saldo y aumentar el monto de la pensión o adelantar la edad de retiro. Estas cotizaciones adicionales están completamente exentas de impuestos hasta un máximo de 60 UF mensuales, medida que constituye un incentivo al ahorro de largo plazo, pues permite postergar el pago de impuestos hasta el momento de recibir la pensión.

Cada trabajador puede asimismo cotizar en la cuenta de capitalización individual las sumas que hubiese convenido con su empleador, con el único objeto de incrementar el capital para financiar una pensión anticipada o para incrementar el monto de la pensión. Esta opción se introdujo en marzo de 1990, con la intención de favorecer acuerdos entre empleadores y trabajadores de faenas pesadas, que permitieran a estos últimos adelantar la edad de retiro.

Bono de Reconocimiento. Este es un instrumento emitido por las instituciones de previsión del régimen antiguo, por un valor estimativo del capital necesario para pagar la pensión que teóricamente el afiliado tenía devengada al momento del traspaso al sistema de AFP⁵.

El Bono, que se emite a nombre de cada trabajador, se ajusta por la inflación y gana un interés real anual del 4% hasta su fecha de pago efectivo. Se hace exigible en su totalidad al momento que el trabajador cumple la edad para pensionarse, o cuando se invalida o fallece. A partir de marzo de 1990 se autorizó la cesión de los derechos del bono mediante simple endoso, con el objeto de aumentar su liquidez y ayudar así, como explicaremos más adelante, a facilitar la opción de pensión anticipada.

⁵ Este valor se calcula en función del número de años cotizados en la institución del régimen antiguo y del valor de las remuneraciones percibidas por el trabajador, existiendo posibilidades en cuanto al período base para el cálculo de la remuneración. La norma general considera las doce remuneraciones anteriores a junio de 1979.

Aporte adicional. Este es el monto, expresado en UF, que resulta de la diferencia entre el capital necesario para financiar las pensiones de referencia y la suma del capital acumulado por el afiliado en su cuenta individual, incluido el Bono de Reconocimiento, a la fecha en que el afiliado fallece o en que se le declara inválido.

Este aporte es responsabilidad de la AFP que, para garantizar su pago, debe contratar un seguro con alguna compañía de seguros de vida. La Administradora financia la prima de este seguro con recursos propios. Una vez enterado el Aporte Adicional en la cuenta del afiliado, queda constituido el total del saldo acumulado, y éste puede optar por la modalidad de pensión que desee. En caso que seleccione una Renta Vitalicia, firmará el contrato respectivo con la compañía de seguros seleccionada, que puede ser la misma con la cual la AFP tenga el contrato para cubrir los riesgos de Aporte Adicional.

El Aporte Adicional fue incorporado en 1988 como fuente de financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia. Con anterioridad, una vez producido el siniestro, la AFP traspasaba a la compañía de seguros de vida con la que tuviese el contrato respectivo el saldo acumulado en la cuenta individual del trabajador que se invalidaba o fallecía, incluyendo el valor ya liquidado del Bono de Reconocimiento, para que esta misma compañía pagara la pensión correspondiente. Ese procedimiento fue modificado, obligándose a la compañía de seguros de vida a hacer el aporte en la AFP, de modo que el afiliado tuviese así libertad de escoger posteriormente aquella modalidad de pensión que le ofreciera mejores condiciones. Con esto se pretendía aumentar la transparencia y competencia en el mercado de seguros de vida. Sin embargo, la compañía de seguros con la cual la AFP tiene el contrato respectivo debe ofrecer al afiliado, como mínimo, las pensiones de referencia que fija la ley para el cálculo del Aporte Adicional.

iii) *Tipos de beneficios.*

Pensión de vejez. Tienen derecho a pensión de vejez en el sistema de AFP los afiliados que cumplan 65 años de edad en el caso de los hombres y 60 años de edad en el de las mujeres. Existen, sin embargo, algunas disposiciones que permiten pensionarse antes de esa edad, a las que nos referiremos más adelante.

Para tener derecho a pensión de vejez no se exige ningún otro requisito distinto a la edad (como, por ejemplo, mínimo de cotizaciones o antigüedad en el sistema). Esta simpleza se justifica pues la pensión se financia con los propios aportes capitalizados por el trabajador. Sobre la base del mismo principio, no existe impedimento alguno para que un individuo que recibe una pensión del sistema antiguo y que ha vuelto a trabajar, pague cotizaciones en alguna AFP y llegue a obtener así una segunda pensión, o para recibir más de una pensión de vejez en el sistema de AFP.

Aunque los requisitos exigibles para obtener una pensión de vejez son simples, el proceso de tramitación de la solicitud de pensión es un tanto engorroso y se ha traducido, en la práctica, en una demora media superior a los tres meses, existiendo casos que se tramitan por más de nueve meses, en la materialización del beneficio desde que éste es solicitado (cuadro 7). En un intento por resolver este problema, en octubre de 1990 se autorizó el cálculo de una pensión preliminar, que se comienza a pagar en un plazo aproximado de diez días después de presentada la solicitud, con el saldo que el afiliado posea en su cuenta. Así, éste dispone de una fuente de ingresos mientras se finalizan los trámites de la pensión definitiva⁶.

Cuadro 7
TIEMPO REQUERIDO PARA OBTENER PENSION DEFINITIVA
(Marzo de 1990)

Pensión	Promedio en meses (a)
Vejez por edad	3,1
Vejez anticipada	9,7
Invalidez	7,9
Sobrevivencia	8,6

Nota: (a) Recientes medidas adoptadas por la SAFF (octubre de 1990), podrían acelerar el pago de pensiones.

Fuente: Elaboración propia en base a información de distintas fuentes.

⁶ La causa principal de la demora en el pago de las pensiones es la liquidación del Bono de Reconocimiento por parte de la institución del régimen antiguo donde el trabajador registraba cotizaciones. En espera de dicha liquidación, las pensiones preliminares se calculan con estimaciones del Bono que han hecho con anterioridad las mismas instituciones del régimen antiguo.

Los parámetros del sistema se han fijado en valores tales que, para el promedio de los trabajadores, los fondos acumulados en la cuenta individual deberían ser suficientes para financiar una pensión constante en unidades reajustables durante el resto de la vida del afiliado y las pensiones de sobrevivencia de sus beneficiarios cuando éste fallezca. El monto efectivo de la pensión de vejez depende del saldo acumulado por el afiliado en su cuenta de capitalización individual; de la expectativa de vida del grupo familiar (calculada a base de tablas de mortalidad y expectativas de vida establecidas por el Instituto Nacional de Estadísticas); y de una tasa de descuento necesaria para actualizar los flujos respectivos.

Bajo la modalidad de retiro programado, el monto de la pensión se recalcula todos los años en función de los parámetros señalados, utilizando como tasa de descuento un promedio ponderado entre la rentabilidad de las inversiones del respectivo fondo de pensiones y la tasa de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas según el Decreto Ley 3.500. En caso de optar por una renta vitalicia, el trabajador recibe hasta su fallecimiento una pensión fija en UF. En ambas modalidades de pensión, existe la posibilidad de retirar excedentes de libre disposición si la pensión resultante supera el 70% del promedio de la remuneración imponible de los últimos diez años y el 120% de la pensión mínima.

Así, el sistema de AFP no garantiza un determinado nivel de pensiones de vejez, en relación a la renta imponible. Como vimos anteriormente, esta pensión depende del saldo acumulado por cada afiliado en su cuenta individual, además de la expectativa de vida del grupo familiar y de la tasa de descuento. El saldo acumulado depende, a su vez, de parámetros tales como la rentabilidad de las inversiones; el costo de las comisiones pagadas con recursos del fondo acumulado; la densidad de las cotizaciones en el tiempo; y la evolución de la renta imponible. El nivel de la pensión es muy sensible a cambios en estos parámetros. Por ello, resulta aventurado hacer estimaciones de los beneficios de vejez que entregarán las AFP en el largo plazo a los trabajadores. Sin embargo, para fines referenciales se ha hecho un ejercicio de estimación a base de supuestos muy conservadores, cuyos resultados se muestran en el cuadro 8. Estos sugieren que el sistema de AFP podría llegar a financiar pensiones superiores al 78% de la renta imponible para todos los afiliados hombres, y superiores al 55% para las mujeres, si la rentabilidad de las inver-

Cuadro 8
ESTIMACION DE PENSION DE VEJEZ SEGUN DOS HIPOTESIS ALTERNATIVAS
 (% de la renta imponible)(a)

Renta imponible inicial (\$)	Rentabilidad 5% real anual (b)		Rentabilidad 6% real anual (b)	
	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer
25 000	75,7	53,3	97,4	66,1
40 000	77,4	54,5	99,6	67,6
100 000	79,0	55,6	101,8	69,1
200 000	79,6	56,0	102,5	69,6
360 000	79,9	56,2	102,8	69,8

Notas: Supuestos utilizados:

- 1) Comisión fija media del Sistema a marzo de 1991.
 - 2) Crecimiento de salarios imposables: 2% real anual hasta los 50 años.
 - 3) Edad inicio vida laboral: 22 años.
 - 4) Afiliado hombre supone cónyuge de 60 años.
 - 5) Afiliado mujer no supone beneficiarios.
 - 6) Períodos no cotizados: 7% como porcentaje del total.
- (a) Promedio de los últimos 10 años.
 (b) Rentabilidad de Fondo de Pensiones.

Fuente: Elaboración propia.

siones fuera de 5%. Si esta rentabilidad fuera un punto porcentual más alta, las cifras suben a 100 y 68%, respectivamente.

La pensión de vejez de las mujeres tiende a ser menor que la de los hombres como proporción de la renta imponible, porque ellas se retiran a más temprana edad, (su fondo acumulado entonces es menor) y tienen, además, mayores expectativas de vida (deben recibir pensión durante un mayor número de años). Aunque esta situación ha provocado cierta controversia, no existe una solución simple al problema dentro del marco impuesto por la capitalización individual.

Pensión anticipada de vejez. La ley permite anticipar la pensión de vejez siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- Acumular en la cuenta de capitalización individual un fondo suficiente para financiar una pensión igual o superior al 50% del promedio de rentas imposables de los últimos 10 años de trabajo; y,
- Obtener una pensión igual o superior al 110% de la pensión mínima garantizada por el Estado.

La opción de pensión anticipada ha estado abierta en la práctica a un número limitado de trabajadores, y principalmente bajo la modali-

dad de renta vitalicia. Esto se debe a que para efectos de calcular la pensión de retiro programado, hasta marzo de 1990 las AFP podían considerar el Bono de Reconocimiento como parte del capital acumulado sólo en el momento que este instrumento se liquidaba. En consecuencia, resultaba muy difícil que un afiliado lograra financiar exclusivamente con las cotizaciones capitalizadas que había acumulado en el sistema de AFP durante un máximo de nueve años (1981-1990) una pensión anticipada de retiro programado superior al 50% de su promedio de renta imponible.

Por otra parte, la posibilidad de obtener una renta vitalicia de monto superior al mínimo establecido en la ley depende en gran medida del valor al cual la compañía de seguros esté dispuesta a aceptar el Bono de Reconocimiento. Como las tasas de retorno implícitas en otros instrumentos de renta fija que pueden ser objeto de inversión por parte de las compañías superan por dos o tres puntos el 4% al que se capitaliza este Bono, el afiliado debe aceptar un fuerte castigo en su valor si desea transferirlo, junto a su saldo acumulado, a una compañía de seguros. Naturalmente, esto disminuye el monto de la pensión que puede financiar.

A partir de 1990 se autorizó la cesión, a través de un simple endoso, de los derechos sobre los Bonos de Reconocimiento. Con ello se abrió el mercado secundario para este instrumento lo cual, si aumenta su demanda y mejora su precio, debería facilitar la opción de pensión anticipada.

Pensión de invalidez. Tienen derecho a pensión de invalidez los afiliados no pensionados que tengan menos de 65 años los hombres y 60 años las mujeres, y que cumplan los siguientes requisitos:

- Pérdida de al menos dos tercios de su capacidad de trabajo, en cuyo caso se accede a una pensión de invalidez total; o,
- Pérdida superior al cincuenta por ciento e inferior a dos tercios de la capacidad de trabajo, lo que da derecho a una pensión de invalidez parcial.

La alternativa de invalidez parcial comenzó a operar en agosto de 1990. Antes de esa fecha los afiliados sólo tenían derecho al beneficio de pensión por invalidez total.

En el caso de los trabajadores dependientes, la ley distingue entre afiliados que estaban trabajando al momento de invalidarse y quienes estaban cesantes, y fija distintos montos para las pensiones de invalidez

Cuadro 9
DETERMINACION DEL MONTO DE LA PENSION DE INVALIDEZ
 (Según tipo de afiliado)

Tipo de afiliado	Monto de la Pensión (1)
Cotizante	
Invalidez total	70% del ingreso base
Invalidez parcial	50% del ingreso base
Cesantes con derecho a seguro (2)	
Invalidez total	50% del ingreso base
Invalidez parcial	35% del ingreso base
Independientes y cesantes sin derecho a seguro	
Invalidez total	Depende del saldo acumulado
Invalidez parcial	en la cuenta individual (no hay aporte de la Cía. de seguros).

Notas: (1) Ingreso base es igual al promedio mensual de las rentas imponibles de los últimos diez años, ajustadas por inflación, incluidos los meses no cotizados. En el caso de trabajadores con menos años de afiliación, se calcula a base del período efectivamente afiliado, con un mínimo de dos años (excepto que la invalidez se produzca por accidente).

(2) Tienen derecho a seguro de invalidez y sobrevivencia los trabajadores dependientes con un período de cesantía de hasta doce meses.

Fuente: Elaboración propia a base del D.L. Nº 3.500.

total y parcial. En el cuadro 9 se indican las pensiones de referencia para cada caso particular.

Es interesante señalar que los afiliados que estaban cesantes al momento de producirse la invalidez mantienen el derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia, aunque con una pensión de referencia menor, siempre que la declaración de invalidez se produzca dentro del período de doce meses desde la última cotización y que el trabajador haya cotizado como mínimo durante seis meses en el año anterior al primer mes de cesantía.

Respecto de los trabajadores independientes que se encuentren cotizando al momento del siniestro, la ley establece las mismas pensiones que para los afiliados dependientes ocupados.

En todos los casos anteriores, la compañía de seguros entera en la cuenta individual del trabajador el Aporte Adicional requerido para completar el capital necesario para el pago de las respectivas pensiones. Una vez efectuado este aporte, el trabajador decide la modalidad de pensión que prefiere.

El monto de la pensión de trabajadores dependientes con un período de cesantía superior a doce meses y de trabajadores independientes que no se encuentren cotizando al momento de ocurrir la invalidez, depende del saldo que tengan acumulado en su cuenta individual, sin que tengan derecho a aporte alguno de la compañía de seguros. No obstante, si en cualquiera de los casos antes señalados la pensión resultante es inferior a la mínima y el trabajador cumple con los requisitos establecidos en la ley para tener derecho a la garantía de pensión mínima, el Estado complementa la diferencia de recursos que sea necesaria para que el trabajador reciba esa pensión mínima.

La invalidez es calificada por comisiones de médicos que funcionan en cada región del país, y que dependen de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP). Los dictámenes de estas comisiones pueden ser apelados por el afiliado, la AFP, o la compañía de seguros con la cual se tenga contratado el seguro respectivo, ante una Comisión Médica Central formada por tres médicos, también dependiente de la SAFP y con sede en Santiago, la capital del país.

Previo a la incorporación del beneficio de invalidez parcial en 1990, los dictámenes de invalidez eran definitivos. Sin embargo, actualmente se establece que dichos dictámenes serán revisados luego de tres años, pudiendo quedar sin efecto en caso de que se haya producido recuperación en el trabajador. Este cambio, que entró en vigencia en agosto de 1990, merece algunas críticas, pues puede perjudicar a quienes, después de estar tres años sin trabajar, pierdan el derecho a pensión y deban reincorporarse en condiciones desventajosas a la fuerza laboral.

La ausencia de normas estandarizadas para calificar cada solicitud de invalidez y las dificultades de los afiliados para exponer sus casos ante las comisiones respectivas, han sido los principales problemas del funcionamiento de las comisiones médicas durante estos años. La situación ha mejorado luego que se obligó a las AFP a financiar los gastos de estas comisiones y que, fruto de la experiencia acumulada, se han ido perfeccionando y estandarizando los criterios para decidir la invalidez.

Las dificultades del proceso de calificación de invalidez han incidido también en la demora con que se paga este beneficio, tras la solicitud respectiva. Estimaciones efectuadas en marzo de 1990 indicaron que, en promedio, transcurrían ocho meses antes que un afiliado recibiera su pri-

mer pago de pensión (cuadro 7). Esta demora se explicaba por las ineficiencias recién comentadas; por la lentitud con que se efectúa la liquidación del Bono de Reconocimiento, cuyo valor es revisado por la entidad fiscal responsable antes de pagarlo, (esta sólo puede aumentarlo o mantenerlo); y por el tiempo que se toman las compañías de seguros en el análisis de los antecedentes necesarios para el cálculo del pago que deben hacer a la AFP respectiva. Al igual que en el caso de las pensiones de vejez, los pagos de pensión de invalidez se han acelerado desde octubre de 1990, merced al cálculo de pensiones preliminares una vez que se reconoce formalmente la invalidez de un trabajador.

Pensiones de sobrevivencia. Tienen derecho a pensión de sobrevivencia generada por afiliados activos o pensionados al momento de fallecer, la cónyuge del afiliado; el cónyuge inválido; los hijos solteros inválidos o menores de 18 años; los hijos solteros menores de 24 años, siempre que se encuentren estudiando; las madres de hijos naturales del causante, siempre que sean solteras o viudas y vivan a sus expensas; y, en caso que no existan los anteriores beneficiarios, los padres del afiliado, siempre que sean causantes de asignación familiar.

En el caso de los beneficiarios de trabajadores dependientes, el monto de las pensiones de sobrevivencia se fija como un porcentaje del ingreso cubierto por el seguro, distinguiéndose entre los afiliados que estaban cotizando a la fecha del fallecimiento y los que estaban cesantes. En el primer caso, el ingreso cubierto es igual al 70% del ingreso imponible medio mensual de los diez años anteriores al fallecimiento del trabajador, cifra que se actualiza de acuerdo a la inflación, sin ajustar por los meses no cotizados. En el segundo caso, se toma el 50% de este mismo ingreso, a condición que el trabajador registre por lo menos seis meses de cotizaciones en el año anterior a la cesantía y que ésta no exceda de doce meses.

Los beneficiarios de pensiones de sobrevivencia de afiliados independientes que se encontraban cotizando al momento del fallecimiento tienen derecho a las mismas pensiones que los beneficiarios de afiliados dependientes ocupados.

La compañía de seguros debe depositar en la cuenta del afiliado el Aporte Adicional por el monto que sea necesario para pagar las respectivas pensiones. Sin embargo, en el caso de afiliados dependientes con

un período de cesantía superior a doce meses y de afiliados independientes que no hayan estado cotizando al momento de ocurrir el siniestro, el monto de las pensiones de sobrevivencia en favor de sus beneficiarios se calcula sobre la base del saldo acumulado en la cuenta individual, sin que tengan derecho a aporte alguno por parte de la compañía de seguros.

Las pensiones de sobrevivencia generadas por afiliados pensionados por invalidez y vejez bajo la modalidad de renta vitalicia son calculadas sobre la base de la pensión que recibía el causante. En el caso de los beneficiarios de dependientes ocupados, al ingreso cubierto por el seguro se le aplican los mismos porcentajes.

Por último, los beneficiarios de afiliados pensionados por invalidez o vejez acogidos a la modalidad de retiro programado, tienen derecho a pensiones de sobrevivencia que dependen del saldo acumulado en la cuenta.

En el cuadro 10 se indican las pensiones correspondientes a cada tipo de beneficiario, como porcentaje del ingreso base y del ingreso cubierto por el seguro. A éstas hay que sumar otro beneficio para los familiares del afiliado fallecido, quienes tienen derecho a retirar de la cuenta individual una cantidad igual a UF 15 por concepto de cuota mortuoria (esto es poco más de 300 dólares estadounidenses, a fines de 1990).

Cuenta de ahorro voluntario. A partir de 1988 los afiliados fueron autorizados para efectuar, en una cuenta especial y a su nombre en la AFP respectiva, depósitos voluntarios que no tienen el carácter de cotizaciones previsionales.

Estos depósitos se pueden hacer directamente en la AFP o mediante descuentos por planilla. En este último caso, el trabajador otorga un mandato a su empleador para que retenga el monto o el porcentaje de la remuneración que indique y lo deposite mensualmente en la cuenta de ahorro voluntario de manera simultánea con el pago de la cotización previsional obligatoria en la cuenta de capitalización.

Los afiliados independientes depositan directamente en esta cuenta y, desde fines de 1988, están autorizados para extender un mandato a la AFP que permita a ésta traspasar mensualmente fondos desde su cuenta de ahorro voluntario a su cuenta de capitalización individual, con el fin de cubrir la cotización para pensiones y otras cotizaciones previsionales

Cuadro 10
DETERMINACION DEL MONTO DE LA PENSION DE SOBREVIVENCIA (1)

Beneficiario	% del ingreso base cubierto por el seguro	Monto Pensión (% Ingreso base)	
		Afiliado cotizante	Afiliado cesante con derecho a seguro
- Cónyuge c/hijos c/derecho a pensión	50	35,0	25,0
- Cónyuge s/hijos c/derecho a pensión	60	42,0	30,0
- Hijos con derecho a pensión	15	10,5	7,5
- Madre de hijos naturales con derecho a pensión	30	21,0	15,0
- Madre de hijos naturales sin hijos con derecho a pensión	36	25,0	18,0
- Madres con derecho a pensión	50	35,0	25,0

Nota: (1) Ingreso base es igual al promedio mensual de las rentas imposables de los últimos diez años, ajustadas por inflación, incluidos los meses no cotizados. En el caso de trabajadores con menos años de afiliación, se calcula a base del período efectivamente afiliado, con un mínimo de dos años (excepto cuando el fallecimiento del causante es por accidente). Ingreso cubierto por el seguro es igual al 70% del ingreso base en el caso de afiliados cotizantes; y al 50% del ingreso base, en el caso de afiliados que se encuentren cesantes por un período máximo de doce meses. Las pensiones de sobrevivencia generadas por pensionados de vejez e invalidez acogidos a renta vitalicia se calculan como porcentaje de la pensión recibida. En los casos de afiliados que se encuentren cesantes por un período superior a doce meses, de independientes sin derecho a seguro y de afiliados pensionados por invalidez o vejez acogidos a retiro programado, los montos de las pensiones de sobrevivencia dependen del saldo acumulado en la cuenta individual. En todo caso, las pensiones de los beneficiarios deben guardar las mismas relaciones establecidas en el cuadro.

Fuente: Elaboración propia a base de D.L. N° 3.500.

que corresponda (por ejemplo, salud).

Se puede efectuar hasta cuatro retiros anuales de libre disponibilidad desde la cuenta de ahorro voluntario, sin limitaciones de monto. Los trasposos hacia la cuenta de capitalización individual no son considerados retiros.

En marzo de 1990 se autorizó también la acreditación del saldo de la cuenta de Ahorro Voluntario como ahorro previo para efectos de acceder a los subsidios otorgados a través de los sistemas habitacionales que operan por intermedio de los Servicios (gubernamentales) de Vivienda y Urbanización. Esta posibilidad, que se hará efectiva tan pronto la SAFP dicte la normativa pertinente, debería significar un vigoroso estímulo al ahorro

para vivienda y contribuir a un acercamiento entre la Administradora y sus afiliados. Por otra parte, seguramente significará aumentos de los costos de administración para las AFP.

Para efectos de su inversión, los recursos de ahorro voluntario se consolidan con el respectivo fondo de pensiones, ciñéndose su inversión a las mismas pautas aplicadas a este último.

Las AFP están autorizadas a cobrar comisiones fijas en pesos por los retiros que los afiliados efectúen de su cuenta de ahorro voluntario, pero ninguna de ellas lo ha hecho hasta la fecha.

Esta cuenta fue concebida como un instrumento de ahorro sistemático, de especial atractivo para trabajadores de bajos niveles de ingresos, quienes sólo tienen acceso limitado a las formas más tradicionales de ahorro financiero, por los altos costos de las transacciones en relación a su bajo monto de ahorro potencial. Se pensaba, además, que este mecanismo permitiría aumentar el monto de la pensión futura o adelantar la edad de retiro de estos trabajadores. Por esta razón, se autorizó también a los afiliados para que traspasen el total o parte de los fondos de su cuenta de ahorro voluntario a su cuenta de capitalización individual.

Cuentas de indemnización. Como resultado de reformas laborales aprobadas en 1990, los trabajadores de casa particular tienen derecho a una indemnización por término de contrato (cualquiera sea la causa) equivalente a un 4,11% de su remuneración imponible por cada mes de prestación de servicios, con un tope de once años. Para tal efecto el empleador debe depositar este porcentaje de la remuneración en una cuenta especial que debe abrirse en la AFP donde el trabajador se encuentre afiliado. Estos fondos, más la rentabilidad obtenida en su inversión, pueden ser retirados por el trabajador cuando se dé término al contrato de trabajo.

Los restantes trabajadores tienen derecho a una indemnización por despido equivalente a un mes por año de servicio, con un tope de once años. No obstante, a partir del séptimo año de la relación laboral las partes pueden convenir una indemnización pagadera a todo evento. En estos casos, el empleador deberá depositar mensualmente, en una cuenta de ahorro especial en la AFP donde se encuentre afiliado el trabajador, el porcentaje de las remuneraciones mensuales que se hubiere fijado en el pacto correspondiente (con un mínimo de 4.11%). Estos fondos sólo pueden ser girados una vez que el trabajador acredite que ha dejado de prestar servicios en la empresa respectiva.

c) *Administración*i) *Las AFP.*

Las AFP son sociedades anónimas cuyo giro exclusivo es administrar un fondo de pensiones y otorgar las prestaciones y beneficios que establece el Decreto Ley 3.500. La ley exige a estas sociedades disponer de un capital mínimo, cuyo monto depende del número de afiliados (cuadro 11), y mantener un activo denominado Encaje, que debe ser como mínimo igual al 1% del Fondo de Pensiones que administren. No existen otras restricciones de importancia para la constitución de una Administradora.

Cuadro 11

CARACTERÍSTICAS DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)

Tipo de sociedad:	Sociedad anónima de giro exclusivo		
Giro:	Recaudo de cotizaciones; pago de pensiones; administración de cuentas individuales e inversión del fondo de pensiones; administración de cuenta de ahorro voluntario y de indemnización; tramitación de Bono de Reconocimiento.		
Patrimonio mínimo:	Según número de afiliados.		
	Nº de Afiliados	Patrimonio mínimo (1)	
	0 - 4 999	UF	5 000
	5 000 - 7 499	UF	10 000
	7 500 - 9 999	UF	15 000
	10 000 -	UF	20 000
Regulación:	Debe mantener encaje igual o superior al 1% del Fondo de pensiones. Sujetas a lo dispuesto el D.L. Nº 3.500 y sus reglamentos. Inversiones sujetas también a regulación por parte del Banco Central y la Comisión Clasificadora de Riesgos. Fiscalizadas por la SAFP y la SVS.		

Nota: (1) Valor UF al 31 de diciembre de 1990 = \$ 7 043,39.

Fuente: Elaboración propia.

Las AFP sólo pueden pagar pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia; recaudar las cotizaciones correspondientes; administrar las cuentas individuales de los trabajadores; invertir los fondos de pensiones; tramitar la obtención del Bono de Reconocimiento y administrar cuentas de ahorro voluntario y cuentas de indemnización. Además, las AFP que cumplan con la condición de un determinado nivel de patrimonio están autorizadas

a prestar a otras los servicios de recaudación, administración de cuentas individuales e inversión del respectivo fondo de pensiones. Sin embargo, hasta la fecha no se ha firmado ningún contrato de este tipo.

La ley establece la completa separación patrimonial entre el respectivo fondo de pensiones y la sociedad administradora (AFP). Esta última debe llevar una contabilidad separada del fondo de pensiones que administra, el cual constituye un patrimonio independiente y distinto al de la AFP. De esta manera, una eventual falencia de la sociedad administradora no afecta al fondo que ésta administra. De presentarse esta situación, los titulares disponen de noventa días para proceder al traslado de sus ahorros previsionales a otra entidad. Si no lo hicieren, el liquidador transferirá los saldos de las cuentas a la AFP que se determine de acuerdo al reglamento.

ii) *Ingresos de las AFP.*

Los ingresos de las AFP provienen principalmente (71% en 1990) del cobro de comisiones a sus cotizantes. Además perciben ingresos por la inversión del Encaje y la Reserva Prima y de otras fuentes operacionales y no operacionales.

La Reserva Prima es una cuenta constituida por los recursos que las AFP deben provisionar para el pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia a la compañía de seguros de vida con la que mantengan el contrato respectivo. Este pago se efectúa al mes siguiente de aquel en que el trabajador paga las comisiones que servirán a la AFP para financiar el seguro. Por lo tanto, tales recursos permanecen en forma transitoria en la administradora, generando rentabilidad.

Comisiones. Las AFP están autorizadas para cobrar comisiones a sus afiliados como retribución por los servicios prestados. Estas comisiones deben ser idénticas para todos los afiliados a una misma AFP dentro de cada grupo. Se distinguen para estos efectos tres grupos de afiliados: trabajadores dependientes; trabajadores independientes; y trabajadores sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia (mayores de 65 años los hombres y 60 años las mujeres, o pensionados).

Algunas AFP cobran mayores comisiones a los trabajadores dependientes que a los independientes, porque los primeros están cubiertos por el seguro de invalidez y sobrevivencia en caso de cesantía hasta por un período de doce meses.

Son objeto de cobro de comisiones el depósito de las cotizaciones y la transferencia del saldo de la cuenta de capitalización desde una AFP a otra (sólo puede cobrar la que recibe los fondos). Además, las AFP pueden cobrar comisiones por concepto de retiros para pensión y retiros desde la cuenta de ahorro voluntario. La ley no fija el monto de las comisiones, pero sí establece las bases sobre las cuales éstas se pueden cobrar (cuadro 12).

Cuadro 12
COMISIONES QUE PUEDEN COBRAR LAS A.F.P. (1)

Concepto	Base sobre la cual se aplica
Cotizaciones periódicas	Porcentaje de la renta imponible y/o suma fija (por cotización pagada)
Transferencia de saldo hacia la A.F.P.	Porcentaje del monto traspasado y/o suma fija (por una vez)
Retiro para pensión	Porcentaje del monto retirado y/o suma fija (por retiro)
Retiro Cuenta de Ahorro Voluntario	Monto fijo (por retiro)

Nota: (1) En 1988 se eliminó la autorización para cobrar comisión porcentual sobre el saldo acumulado en la cuenta de capitalización individual de cada afiliado, con el argumento que restaba transparencia al sistema de comisiones, pues hacía más difícil el cálculo del costo previsional total (suma de comisiones pagadas).

Fuente: Decreto Ley Nº 3.500.

Contablemente todas las comisiones se pagan con el saldo de la cuenta (de capitalización individual o de ahorro voluntario según sea el caso). Sin embargo, la comisión porcentual por depósitos periódicos no afecta el saldo acumulado, pues previamente se ha depositado en la cuenta una cantidad igual que se ha cobrado al trabajador como porcentaje de su renta imponible.

En la práctica las AFP han aprovechado sólo algunas de las alternativas que señala la ley, pues ninguna cobra comisiones por retiro para pensión o ahorro voluntario, y sólo una cobra comisión por traspaso de fondos⁷. De esta manera, los ingresos por comisiones de las AFP dependen

⁷ El requisito legal de mantener un encaje igual al 1% del respectivo fondo de pensiones, ha llevado a algunas A.F.P. en formación a cobrar comisión por traspaso para financiar su crecimiento. Es el caso de A.F.P. Futuro, que inició operaciones en 1989. En el cuadro 28 se hace un análisis comparativo del cobro de comisiones.

den en la actualidad fundamentalmente de la evolución del empleo (número de cotizantes) y del nivel de remuneraciones reales.

iii) *Egresos de las AFP.*

El principal egreso de las AFP corresponde al pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia a las compañías de seguros de vida (39,6% de los costos totales en 1990). Los contratos con estas compañías se licitan públicamente y los resultados deben ser informados por las AFP a través de los diarios. Las primas se establecen en función de un porcentaje base de la planilla de remuneraciones de los cotizantes a la AFP. No obstante, la mayoría de los contratos consideran ajustes (trimestrales, semestrales) a las primas, de acuerdo a las diferencias que se produzcan entre el costo base estimado de los siniestros y el costo efectivo, ya sea por variaciones en la siniestralidad y/o en la tasa de actualización del Banco Central (utilizada para el cálculo del Aporte Adicional). En algunos casos, los contratos contemplan también una participación de las AFP en los ingresos financieros que obtienen las compañías de seguros por la inversión de las reservas constituidas.

Las AFP incurren además en costos propios de la administración de las cuentas individuales, ítem en el que hay que incluir la recaudación de cotizaciones, el abono de cuentas, la entrega de información al afiliado, el pago de pensiones y la administración del fondo. El concepto más importante es el pago de remuneraciones, seguido de los gastos de administración propiamente tal y los gastos computacionales.

Dada la competencia existente en el mercado, las AFP también incurren en gastos por esfuerzos comerciales para atraer nuevos afiliados y mantener los existentes. Una fracción importante de estos egresos corresponde a las remuneraciones de los vendedores. El resto se destina a desembolsos tales como publicidad en medios de prensa (escrita y televisión), folletos, artículos promocionales, y otros.

d) *Inversión de los fondos*

El fondo de pensiones que administra cada AFP está conformado por la suma de los saldos de las cuentas de capitalización individual, (para financiamiento de pensiones), más la suma de los saldos de las

cuentas de ahorro voluntario (de libre disponibilidad) y de indemnización. El valor de cada fondo se expresa en "cuotas". El valor de la cuota se modifica diariamente, de acuerdo con los resultados que obtenga la AFP respectiva en la inversión del fondo de pensiones, por concepto de reajustes, intereses, dividendos y ganancias de capital. El número total de cuotas cambia cuando se depositan cotizaciones, se pagan pensiones, se traspasan los fondos a otra AFP o compañía de seguros, o se pagan comisiones financiadas con los recursos del fondo de pensiones.

i) *Normas en materia de inversión.*

Los fondos de pensiones pueden invertirse exclusivamente en los instrumentos financieros autorizados por ley. Las normas legales establecen distintos mecanismos de protección de los fondos acumulados, que tienen como objetivo limitar el riesgo, promover la transparencia en las operaciones y facilitar la fiscalización del proceso de inversión. Entre tales normas destacan la diversificación por instrumento y emisor; la clasificación de riesgo de los títulos adquiribles por los fondos; la obligación de efectuar las transacciones en mercados autorizados; la valorización estandarizada de las inversiones; y la separación entre el fondo de pensiones y la respectiva AFP.

Adicionalmente, la ley protege al trabajador de los riesgos derivados de un desempeño ineficiente de su AFP en la inversión del fondo, exigiéndole a ésta una rentabilidad mínima respecto del promedio del total de los fondos que manejan las administradoras.

Los límites máximos de inversión por instrumento y emisor son fijados por el Banco Central, dentro de los rangos señalados en el Decreto Ley 3.500. La clasificación de riesgo está a cargo de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Límites por tipo de instrumento. En el cuadro 13 se da cuenta de los límites de inversión por instrumento a que están sujetos en la actualidad los fondos de pensiones. La normativa acerca de límites de inversión ha experimentado numerosas modificaciones durante estos años, que han abierto oportunidades cada vez mayores a los fondos de pensiones, a fin de evitar que el rápido crecimiento del total de recursos acumulados agotara los límites originales y provocara una excesiva concentración en pocos instrumentos. Los cambios han sido graduales, para permitir que los mer-

Cuadro 13
FONDOS DE PENSIONES: LIMITES DE INVERSION SEGUN INSTRUMENTOS

Limites por instrumento	% Fondo de Pensiones
1. Instrumentos estatales	45
2. Letras hipotecarias	80
3. Depósitos a plazo, títulos representativos de captaciones o garantizados por instituciones financieras	50
- de corto plazo (menos de un año)	30
4. Bonos de empresas públicas y privadas	50
5. Cuotas de otros fondos de pensiones	20
6. Acciones de sociedades anónimas abiertas (a + b + c)	30
a) Sociedades con propiedad desconcentrada	30
b) Sociedades inmobiliarias	10
c) Sociedades con propiedad concentrada	10
7. Cuotas de fondos de inversión	10 (1)
8. Efectos de comercio	10
9. Instrumentos financieros emitidos en el extranjero	10 (2)

Notas: (1) Si se trata de Fondos de Inversión de Capital de Riesgo, el límite es 5%.
 (2) Para que esta autorización se haga efectiva, falta la aprobación de la normativa que regulará estas inversiones. Hasta octubre de 1991 el límite máximo es igual al 1%. Cada doce meses, a partir de esa fecha, se puede aumentar en un punto porcentual hasta el quinto año, en que podría establecerse el 10% señalado. El Banco Central debe fijar los límites efectivos.

Fuente: Elaboración propia a base de D.L. Nº 3.500.

cados financieros alcanzaran el grado de profundidad y eficiencia suficientes para garantizar una adecuada intermediación de los recursos previsionales y para permitir también que las AFP acumularan experiencia en la administración de tales recursos.

Hoy en día, los fondos de pensiones están autorizados a invertir, directa o indirectamente, en gran parte de los activos financieros disponibles en el mercado de capitales chileno, con las excepciones principales de acciones de AFP, compañías de seguros, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos mutuos, cuotas de fondos mutuos e instrumentos emitidos por empresas que tengan menos de tres años de historia. Sin embargo, en todos los casos, con excepción de los instrumentos estatales, se exige una clasificación de riesgo favorable.

Límites por emisor. En el cuadro 14 se resumen los límites de inversión

en instrumentos emitidos por cada emisor. Estos límites dependen del tamaño del fondo inversionista, del patrimonio del emisor y de la clasificación de riesgo del instrumento respectivo.

Cuadro 14
FONDOS DE PENSIONES: LÍMITES MÁXIMOS DE INVERSIÓN POR EMISOR (a)

Instituciones del Estado	- 45% Fondo de Pensiones
Títulos de renta fija emitidos por Instituciones Financieras	Menor cantidad entre: - 15% Fondo de Pensiones - $3 \times \text{patrimonio} \times \text{Fi}/\text{Ft}$ (b) - $2,5 \times \text{Pi}/\text{Pt}$ (b) \times Factor de Riesgo \times valor Fondo de Pensiones
Bonos de Empresas	Menor cantidad entre: - 20% emisión - $(0,8 \times \text{Capital Contable Neto emisor} \times \text{Fi}/\text{Ft} \times \text{Factor de Riesgo})$ - Inversiones en bonos de filiales de emisor (c)
Acciones de sociedades anónimas abiertas	Menor cantidad entre:
- Propiedad desconcentrada (Sujetas al Título XII D.L. N° 3.500)	- 7% Fondo de Pensiones \times Factor de Concentración (d) - 7% acciones \times Factor de Concentración (d)
- Sociedades Inmobiliarias	- 7% Fondo de Pensiones \times Factor de Concentración - 20% acciones \times Factor de Concentración
- Propiedad concentrada (No sujetas al Título XII D.L. 3.500)	- 1% Fondo de Pensiones - 1% acciones
Cuotas de Fondos de Pensiones	- 5% Fondo de Pensiones
Cuotas de Fondos de Inversión	Menor cantidad entre: - 5% Fondo de Pensiones - 10% cuotas suscritas Fondo de Inversión
Efectos de Comercio	Menor cantidad entre: - 20% emisión - $0,2 \times (\text{Capital Contable Neto emisor} \times \text{Fi}/\text{Ft} \times \text{Factor de Riesgo})$ - Inversiones en efectos de comercio de filiales de emisor (c)
Inversión en Bonos y Efectos de Comercio de un mismo emisor y sus filiales	- $1 \times (\text{Capital Contable Neto emisor} \times \text{Fi}/\text{Ft} \times \text{Factor de Riesgo})$

Cuadro 14 (Continuación)

Inversión en Acciones, Bonos y Efectos de Comercio de un mismo emisor	- 7% Fondo de Pensiones
Emisores extranjeros	- 0,5% Fondo de Pensiones

- Notas:** (a) Los límites de inversión se rebajan a la mitad cuando existe relación entre el emisor y accionistas, ejecutivos o directores de la AFP, o cuando el emisor es accionista en más de 1% de la A.F.P. En este último caso, el límite de inversión en acciones se hace cero. El límite de inversión en acciones de Sociedades Inmobiliarias será el menor entre el producto del Factor de Concentración y 3,5% del total de las acciones y el producto del Factor de Concentración y 3,5% del Fondo de Pensiones.
- (b) F_i/F_t = Fondo inversionista/total Fondo de Pensiones.
 P_i/P_t = Patrimonio emisor/total patrimonio Instituciones Financieras.
- (c) Si el emisor es Soc. de leasing, el Capital Contable Neto se multiplica por un factor de 2.
- (d) En el caso de sociedades bancarias o financieras el porcentaje accionario es de 2,5%.

Fuente: Elaboración propia a base del D.L. Nº 3.500.

En el caso de las acciones, el límite depende del grado máximo de concentración de propiedad permitido por los estatutos de las empresas de que se trate. Se distingue entre aquellas en las cuales ningún accionista (o grupo de accionistas relacionados) puede concentrar más del 50% de participación, y las que pueden tener una concentración de propiedad superior al 50%. En el primer caso, se establece un límite de inversión que es función decreciente del grado de concentración de propiedad, a partir de un máximo de 7% del fondo o de las acciones suscritas del emisor, según cuál sea la cifra menor. En el segundo caso, se fija un límite máximo único igual al 1% de las acciones del emisor o 1% del fondo de pensiones, según cuál cantidad resulte inferior (cuadro 15).

Esta forma de fijar los límites de inversión en acciones ha generado algunos problemas de importancia, pues permite que los fondos de pensiones de menor tamaño relativo destinen un mayor porcentaje de su portafolio a la inversión en acciones. Ello les facilitaría la obtención de ventajas de rentabilidad sobre los fondos de mayor tamaño cuando los precios de estos títulos están en alza, tal como ha sucedido durante los tres últimos años⁸. Tal efecto se produce pues para los fondos más grandes, el límite restrictivo es, en la mayoría de los casos, el porcentaje sobre el

⁸ La rentabilidad real del índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA), que incluye las 40 empresas más transadas del mercado bursátil chileno, fue de 40% en 1988, 33% en 1989, y 36% en 1990.

Cuadro 15
FONDOS DE PENSIONES:
LÍMITES POR EMISOR PARA LA INVERSIÓN EN ACCIONES

Acciones	% Accionista Controlador (C)	Factor de Concentración	Límite de Inversión (1)
Acciones de Emisores con propiedad desconcentrada	0% < C ≤ 20%	1,0	7,0% Acciones o Fondo
	20% < C ≤ 30%	0,8	5,6% Acciones o Fondo
	30% < C ≤ 40%	0,6	4,2% Acciones o Fondo
	40% < C ≤ 45%	0,4	2,8% Acciones o Fondo
	45% < C ≤ 50%	0,3	2,1% Acciones o Fondo
Acciones de Emisores con propiedad concentrada	Sin límite	—	1,0% Acciones o Fondo
Acciones de Sociedades Inmobiliarias	0% < C ≤ 20%	1,0	20,0% Acciones o 7,0% Fondo
	20% < C ≤ 30%	0,8	16,0% Acciones o 5,6% Fondo
	30% < C ≤ 40%	0,6	12,0% Acciones o 4,2% Fondo
	40% < C ≤ 45%	0,4	8,0% Acciones o 2,8% Fondo
	45% < C ≤ 50%	0,3	6,0% Acciones o 2,1% Fondo

Nota: (1) Se aplica la cantidad que resulte menor entre ambos límites.

Fuente: Elaboración propia en base a D.L. Nº 3.500.

total de acciones de las empresas, mientras que para los fondos más pequeños el límite restrictivo es, en general, el porcentaje sobre el fondo de pensiones que administran.

Clasificación de Riesgo. Desde 1985 los límites de inversión por emisor dependen también de una clasificación de riesgo. Todos los meses las AFP deben preparar un proyecto de clasificación de riesgo para los instrumentos financieros en que se encuentran invertidos los fondos de pensiones, siguiendo una metodología descrita en un reglamento ad-hoc que dicta la Comisión Clasificadora de Riesgos. Los proyectos de clasificación se entregan a esta Comisión, la cual, en base a las mismas pautas reglamentarias, decide la clasificación definitiva y publica los resultados en el Diario Oficial.

La Comisión Clasificadora de Riesgos es un organismo autónomo, integrado por siete miembros, cuatro elegidos por las AFP, y los superintendentes de Valores y Seguros, de Bancos e Instituciones Financieras, y de AFP. Las resoluciones que dicte la Comisión Clasificadora deben ser consideradas obligatoriamente para efectos de la diversificación de inversiones de los fondos de pensiones.

En el caso de los instrumentos de renta fija, existen cinco categorías de clasificación de riesgos (A, B, C, D y E). A cada una de ellas se asocia un determinado factor, decreciente mientras mayor sea el riesgo del instrumento. Este factor se incorpora al cálculo de los límites de inversión, de tal forma que el límite máximo en cada instrumento es menor mientras mayor sea su riesgo. En el caso de las acciones sólo se aprueba o rechaza la inversión de los fondos de pensiones.

Valorización de las inversiones. Las inversiones de los fondos de pensiones se valorizan diariamente, utilizando las AFP los mismos precios para cada instrumento. Estos precios son establecidos por la SAFF de acuerdo a procedimientos estandarizados, que distinguen el caso de los instrumentos únicos y los seriados. Para los instrumentos únicos, el criterio general de valorización es costo histórico con devengamiento lineal. Los instrumentos seriados, en cambio, se valorizan a precios de mercado. Igual criterio se usa para las acciones, que se valorizan según los promedios de precios de mercado registrados durante los últimos diez días de transacción. Esto significa que actualmente cerca del 85% de los portafolios totales se valoriza sobre una base de mercado. Así, el valor del fondo de pensiones cambia diariamente según los movimientos de tasas de interés y precios de acciones.

La valorización diaria a precios de mercado entraña algunas ventajas importantes, entre las que destacan las siguientes: imposibilidad de discriminar entre instituciones partícipes, lo que limita los riesgos de discrecionalidad estatal; incentivo a la eficiencia en la toma de decisiones financieras; y captura el cambio en el riesgo crediticio de los instrumentos financieros.

Sin embargo, existen también algunos problemas que se acentúan en épocas de fuertes fluctuaciones en los niveles de tasas de interés y precios de acciones o, en términos más generales, cuando los mercados de capital no funcionan eficientemente y los precios de mercado al contado (*spot*) no reflejan en forma adecuada el valor económico de los activos.

Bajo estas circunstancias la información que reciben los afiliados puede ser confusa, pues las oscilaciones en el precio de los activos se traducen en fluctuaciones en los valores de las cuotas y, en consecuencia, en cambios en las rentabilidades mostradas por cada fondo de pensiones. Esta situación, que es analizada más adelante, puede inducir a decisiones

erradas de los afiliados, quienes podrían favorecer a una u otra AFP por diferencias en resultados puntuales de corto plazo que no estén asociadas al desempeño de mediano y largo plazo.

Es factible asimismo que se produzcan transferencias de riqueza que, aún cuando sean aleatorias, no son convenientes. El problema podría revestir particular importancia en el caso de quienes se pensionan por renta vitalicia, pues el monto de la pensión depende del saldo acumulado. Así, por ejemplo, quienes jubilen en períodos de tasas crecientes de interés se verían perjudicados frente a quienes lo hacen en períodos de tasas declinantes. Aunque en estos casos existe un efecto parcialmente compensador por el cambio en la tasa implícita usada para el cálculo de las rentas vitalicias que ofrecen las compañías de seguros, es indudable que no resulta eficiente introducir a través del sistema de valorización de inversiones un grado importante de inestabilidad en las pensiones⁹.

Por último, un sistema de valorización a precios de mercado puede sesgar las inversiones de los fondos de pensiones en favor de instrumentos de corto plazo. Actualmente, y como resultado de este sistema de valorización y de la información que se entrega a los afiliados, las estrategias de inversión de los fondos de pensiones están influidas por la posibilidad de mostrar ganancias de capital en caso de acertar con proyecciones de corto plazo acerca del nivel y estructura de las tasas de interés. Además, tiende a prevalecer la idea de que los precios de los instrumentos de inversión de más largo plazo fluctúan con mayor intensidad que los de corto plazo, lo que llevaría a disminuir el plazo medio del portafolio de inversiones (Walker, 1990).

Buena parte de los problemas señalados podrían superarse si se mejorara el tipo de información que recibe el afiliado. Si bien es conveniente introducirle algunos ajustes técnicos, no parece recomendable, en consecuencia, el reemplazo de la modalidad vigente de valorización.

Otros resguardos para las inversiones. El DL 3.500 y una serie de normas reglamentarias que lo complementan han establecido otro conjunto de resguardos para las inversiones de los fondos de pensiones. Sus ob-

⁹ La tasa de descuento para el cálculo del capital necesario y la tasa implícita en rentas vitalicias reflejan una expectativa de tasas de retorno de las inversiones de más largo plazo y, en consecuencia, se ajustan sólo parcialmente ante cambios puntuales en las tasas de interés.

jetivos son: asegurar la transparencia de las transacciones con recursos de tales fondos; evitar que los resultados financieros de la gestión de la AFP respectiva afecten al fondo que ésta administra; proteger físicamente los títulos representativos de las inversiones; y, proteger al afiliado del eventual peligro de una desacertada administración financiera del fondo de pensiones.

Mercados Financieros. La ley obliga a realizar las transacciones de títulos financieros efectuadas con los recursos del fondo de pensiones en un mercado secundario formal, vale decir uno en el que vendedores y compradores participen simultánea y públicamente en la determinación de precios de los títulos transados.

Existen, sin embargo, algunas excepciones que se aplican a instrumentos financieros que no se hubiesen transado anteriormente, los que son adquiribles en el mercado primario formal o directamente en la entidad emisora. Se entiende como mercado primario formal aquel en que compradores y emisores participan en la determinación de los precios de los instrumentos ofrecidos por primera vez al público, empleando procedimientos que tiendan a garantizar la transparencia de las transacciones y la participación de los inversionistas institucionales.

El objeto de estas normas legales es evitar que se transfiera parte del patrimonio de los fondos de pensiones hacia terceras personas, mediante transacciones a precios distintos al valor de mercado. Sin embargo, para alcanzar en forma eficiente este objetivo, de incuestionable validez, es necesario contar con un mercado de capitales competitivo, en el cual se abran al inversionista distintas alternativas de intermediación. En caso contrario, la restricción para invertir sólo a través de mercados formales facilitaría que los operadores con poder monopólico obtengan importantes utilidades, a costa del incremento de los costos de transacción de las AFP.

Durante los primeros años de operación del sistema de AFP había sólo un mercado secundario formal, la Bolsa de Comercio de Santiago. En el último tiempo han surgido otros dos, la Bolsa de Comercio de Valparaíso y la Bolsa de Valores de Santiago, atraídos por la rápida expansión que acusa el volumen de intermediación financiera, generándose así una competencia de precios y servicios que ha permitido reducir los costos unitarios de transacción e incentivado el desarrollo tecnológico del sector. Este fenómeno se ha visto reforzado por la competencia entre los

operadores al interior de cada mercado, en los cuales existe libertad de precios.

AFP y Fondo de Pensiones. El patrimonio de los fondos de pensiones es independiente del patrimonio de las AFP. En consecuencia, si se produce la quiebra de la Administradora no existe pérdida patrimonial para los afiliados, quienes deberán, sin embargo, transferir la administración de sus recursos a otra AFP. Además, la ley establece la inembargabilidad de los fondos de pensiones, con excepción de los recursos depositados en la Cuenta de Ahorro Voluntario.

Custodia. A lo menos el 90% de los títulos representativos de las inversiones de los fondos de pensiones y del encaje debe quedar en custodia en el Banco Central de Chile o en las instituciones que éste autorice¹⁰.

Encaje y Seguro de Rentabilidad. De acuerdo a una exigencia legal, las AFP están obligadas a obtener cada mes para el Fondo de Pensiones una rentabilidad real de doce meses no inferior a la cantidad que resulte menor entre:

- El promedio de la rentabilidad real durante los últimos doce meses del conjunto de los fondos administrados por AFP, menos dos puntos porcentuales; y
- El cincuenta por ciento del promedio de la rentabilidad real de los últimos doce meses del total de los fondos administrados por AFP.

Con el objeto de garantizar esta rentabilidad mínima se exige formar una "Reserva de Fluctuación de Rentabilidad", que es parte del fondo de pensiones, y una cuenta de "Encaje", que forma parte de los activos de la AFP. La Reserva de Fluctuación de Rentabilidad se forma con los excesos de rentabilidad que obtenga el respectivo fondo, calculados como la diferencia entre la rentabilidad real efectiva de los últimos doce meses y la rentabilidad media real del sistema en igual período, más la mayor de las siguientes dos cifras: dos puntos porcentuales o el 50% de aquella rentabilidad. El Encaje, por otra parte, debe ser en todo momento igual o mayor al 1% del fondo de pensiones que la AFP administre.

Si en un mes determinado la rentabilidad real de los últimos doce

¹⁰ Hasta la fecha el Banco Central de Chile concentra toda la custodia de títulos del sistema de A.F.P. pues falta definir normas legales y administrativas para que puedan ingresar al mercado las instituciones privadas.

meses es inferior a la mínima exigida, la AFP debe cubrir la diferencia, primero con los recursos de la Reserva de Fluctuación y, una vez agotados éstos, con el Encaje. Si estos fondos no son suficientes y la AFP no cubre la diferencia con otros recursos propios, la Administradora está obligada a disolverse y el Estado complementa la rentabilidad hasta alcanzar el nivel mínimo establecido.

La exigencia del encaje obliga a las AFP a capitalizarse según el ritmo de crecimiento de los fondos de pensiones, manteniendo un activo (sujeto a similares normas de inversión que el respectivo fondo) que, aunque genera rentabilidad, está inmovilizado.

e) *Rol del Estado en el sistema de AFP*

Como decíamos con anterioridad, el rol del Estado en el sistema de AFP se limita a la definición del marco regulatorio, a la fiscalización y a la entrega de apoyo financiero a los trabajadores de menores ingresos.

i) *Fiscalización y regulación*

La regulación en un sistema de contribuciones definidas debe estar orientada hacia dos objetivos principales: asegurar la operación eficiente y transparente del sistema y proteger el patrimonio acumulado por los trabajadores en el fondo de pensiones, de forma de maximizar el valor de los beneficios futuros (pensiones). Además, el marco regulatorio ha de propender a expandir lo más posible la cobertura del sistema y evitar que se afecten negativamente otros objetivos de política económica. Específicamente, debe facilitar una adecuada movilidad de la mano de obra, evitar una redistribución regresiva del ingreso, y favorecer un desarrollo eficiente del mercado de capitales.

En el caso chileno se han utilizado mecanismos de regulación directos e indirectos para garantizar el cumplimiento de estos objetivos. En primer lugar, la ley y una serie de normas reglamentarias complementarias definen de manera rigurosa los requisitos exigibles para la constitución de una AFP, las características de operación, los procedimientos de afiliación, el perfil de los beneficios que es posible ofrecer, las condiciones bajo las cuales se puede acceder a ellos, y las obligaciones de información al público. Para proteger el patrimonio de los trabajadores afiliados se han establecido, además, normas para la evaluación y diversificación de las in-

versiones; la separación patrimonial entre cada fondo y su entidad administradora; limitaciones a la inversión en instrumentos financieros emitidos por instituciones relacionadas con la AFP administradora del fondo respectivo; y la obligación de efectuar todas las transacciones con recursos del fondo de pensiones a través de mercados financieros formales, con información pública de los precios.

Por otra parte, para facilitar el control y supervisión del sistema y evitar conflictos de intereses se estableció que las AFP sean empresas de giro exclusivo y se creó un ente especializado de fiscalización, la Superintendencia de AFP, entidad autónoma que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social. A ésta le corresponde la vigilancia y el control de las sociedades administradoras de fondos de pensiones, en cuanto instituciones previsionales.

ii) *Rol asistencial del Estado*

En Chile el Estado ha asumido la responsabilidad de ofrecer una pensión mínima a todos los trabajadores que cumplan ciertos requisitos y que, llegado el momento del retiro, no tengan acumulado un fondo suficiente para financiar una pensión superior a dicho monto. El gasto fiscal necesario para garantizar dicha pensión mínima se financia con impuestos generales.

El Estado garantiza asimismo el pago de las pensiones de renta vitalicia contratadas por afiliados con una compañía de seguros, en caso de quiebra de esta última. La cobertura alcanza al 100% del monto de la pensión mínima y al 75% del exceso sobre ésta, con un tope de UF 45 por cada pensionado o beneficiario.

IV. RESULTADOS

1. Afiliados y cotizantes

a) *Evolución de los afiliados*

La cifra total de afiliados al sistema de AFP ha aumentado año a año, desde un millón 400 mil en diciembre de 1981 hasta poco más de 3 millones 700 mil en diciembre de 1990, lo que arroja un crecimiento

Cuadro 16
SISTEMA DE A.F.P.: EVOLUCION DE AFILIADOS
 (Miles a diciembre de cada año)

Año	Fuerza trabajo	Total afil. (a)	Afil/ F. Trab.	Afiliados					
				Según sexo		Según tipo trab.		Dist. geográfica	
				Hom- bres	Muje- res	Depen- dientes	Inde- pend.	Reg. Metrop.	Regio- nes
81	3 687,9	1 400,0	37,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
82	3 660,7	1 440,0	39,3	1 050,7	387,7	1 374,1	65,9	673,7	766,3
83	3 767,7	1 620,0	43,0	1 174,7	439,4	1 546,1	72,2	759,6	860,4
84	3 890,7	1 930,4	49,6	1 343,2	584,5	1 846,1	84,2	880,2	1 050,1
85	4 018,7	2 283,8	56,8	1 565,6	718,0	2 190,1	93,7	1 054,0	1 229,8
86	4 270,0	2 591,5	60,7	1 746,1	845,1	2 485,3	106,2	1 191,7	1 399,8
87	4 354,4	2 890,7	66,4	1 917,3	973,0	2 777,8	112,9	1 323,5	1 567,2
88	4 551,6	3 183,0	69,9	2 080,9	1 101,8	3 065,9	117,1	1 450,0	1 773,0
89	4 674,6	3 470,8	74,2	2 239,9	1 230,7	3 349,3	121,5	1 575,8	1 895,1
90	4 728,6	3 739,5	79,1	2 384,1	1 355,2	3 615,7	123,8	1 695,0	2 044,5

Nota: (a) El total de afiliados para los años 1981, 1982 y 1983 corresponde a las cifras corregidas por la SAFF. (Boletín Estadístico Mensual N° 51).

Fuente: SAFF, INE y elaboración propia.

medio anual superior a 11,5%.

Al momento de la reforma, se ofreció a los trabajadores un poderoso incentivo para que se traspasaran al nuevo sistema, rebajando la tasa de cotización, e incrementando así la remuneración líquida. Así durante los primeros 18 meses se incorporó al sistema de AFP un millón y medio de trabajadores, esto es el 40% de la fuerza de trabajo (cuadro 16). En enero de 1983 se estableció la incorporación obligatoria al sistema de AFP para todos los asalariados que iniciaran labores por primera vez, lo que se tradujo en una sustancial expansión del número de los afiliados en 1983 y 1984, año a partir del cual las tasas de crecimiento registran una tendencia descendente (cuadro 17).

Aunque el sistema permite la entrada de los trabajadores independientes, la significación de este grupo en el total de afiliados (poco más de 3% en diciembre de 1990) es muy inferior a la que tiene dentro de la fuerza de trabajo, estimada en poco más de 25%. Estas cifras ponen en evidencia un problema común a todos los sistemas de pensiones, referido a la dificultad de dar adecuada cobertura a los trabajadores por

Cuadro 17
RITMO DE CRECIMIENTO DE AFILIADOS, EMPLEO Y FUERZA DE TRABAJO
(Porcentajes)

Años	Crecimiento afiliados (1)	Crecimiento fuerza trabajo (2)	Crecimiento empleo (a) (3)	(1) / (3) Veces
1981	—	1,4	1,6	—
1982	2,9	-0,7	-19,3	—
1983	12,5	2,9	9,0	1,39
1984	19,2	3,3	8,8	2,18
1985	18,3	3,3	9,8	1,87
1986	13,5	6,3	13,8	0,98
1987	11,5	2,0	5,7	2,02
1988	10,1	4,5	8,5	1,19
1989	9,0	2,7	3,9	2,31
1990	7,7	1,2	0,8	9,63

Nota: (a) Excluye programas de empleo de emergencia (PEM y POJH).

Fuente: Estimaciones propias con información de SAFP e INE.

cuenta propia, la mayoría de los cuales se cuentan entre los más pobres de la población. Cualquier fórmula eficiente de solución a este problema supone, no sólo permitir el acceso de los independientes a los respectivos programas, sino también otorgar los incentivos adecuados para que estos trabajadores contribuyan de manera voluntaria a su financiamiento.

La representación de las mujeres y de los trabajadores de regiones corresponde más cercanamente a la que cada uno de estos grupos exhibe dentro del total de la fuerza de trabajo.

Los niveles agregados de concentración de mercado muestran escasas variaciones durante estos años, aunque, como resultado de las diferencias en el total de traspasos netos para cada AFP y de la afiliación de recién incorporados a la fuerza de trabajo, se han producido cambios en las participaciones relativas de las instituciones dentro del sistema. En diciembre de 1990, las tres AFP de mayor tamaño concentraban casi dos tercios del total de afiliados; y las cinco mayores, poco más del 83% (cuadro 18).

b) Evolución de los cotizantes

El número total de cotizantes a las AFP creció en forma sostenida

Cuadro 18
DISTRIBUCION DE AFILIADOS ENTRE LAS A.F.P.
 (% a diciembre de cada año)

Años	En las tres mayores A.F.P.	En las cinco mayores A.F.P.	Resto del sistema (Total - 5 mayores)	Número de A.F.P.
1981	67,0	81,8	18,2	12
1982	60,3	77,2	22,8	12
1983	58,6	75,8	24,2	12
1984	59,3	74,8	25,2	12
1985	62,3	82,7	17,3	11
1986	61,6	83,4	16,6	12
1987	63,2	83,9	16,1	12
1988	64,4	83,7	16,3	13
1989	65,4	83,5	16,5	13
1990	66,2	83,2	16,8	14

Fuente: Estimaciones propias a base de información de la SAFF.

entre 1982 y 1990, a una tasa media anual de 10,2% (cuadro 19). Las cifras muestran un importante aumento entre 1983 y 1987, a un promedio anual de 13,8%, que incluso superó al fuerte aumento de 9,4% registrado

Cuadro 19
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE COTIZANTES Y EMPLEO (PORCENTAJE)

Años	Cotiz. totales (1)	Empleo product. (2)	(1) / (2)
1981	—	1,6	—
1982	n.d.	-19,3	n.d.
1983	16,0	9,0	1,8
1984	10,6	8,8	1,2
1985	14,6	9,8	1,5
1986	12,3	13,8	0,9
1987	15,7	5,7	2,8
1988	7,1	8,5	0,8
1989	4,6	3,9	1,2
1990 (a)	1,0	0,8	1,3

Nota: (a) Considera la cifra de cotizantes al mes de noviembre, pues la cifra correspondiente a diciembre se encuentra sobrestimada por un proceso extraordinario de aclaración de rezagos (cotizaciones que por falta o error de información no habían podido ser abonadas a las cuentas individuales de los afiliados).

Fuente: Estimaciones propias, con información de la SAFF e INE.

por el empleo en ese quinquenio. Sin embargo, en términos absolutos el incremento de los ocupados fue mayor al de los cotizantes, ya que una parte de los primeros, anteriormente cesantes, pertenecía al sistema antiguo.

En el trienio 1988-1990 el ritmo de aumento de los cotizantes se atenúa considerablemente (4,3%, promedio anual), ubicándose en un nivel muy semejante al de la fuerza de trabajo ocupada (4,4%). Se trata de un resultado más acorde con una tendencia de largo plazo, como queda de manifiesto en la estabilidad que exhibe la relación cotizantes/empleo entre 1987 y 1990 (cuadro 20).

El porcentaje de los afiliados que cotizan, que había sido de 74% en 1982 disminuyó a 61% en 1990 (cuadro 20), pese a que la segunda mitad de los ochenta corresponde un período de fuerte expansión del empleo. La explicación reside básicamente en que los cesantes y quienes salen de la fuerza de trabajo, ya sea en forma voluntaria o porque se pensionan (retiro programado), siguen incorporados en las estadísticas de las AFP como afiliados, pero no como cotizantes. En el capítulo seis se analiza este problema con mayor detalle.

Cuadro 20
SISTEMA DE A.F.P.: EVOLUCIÓN DEL NUMERO DE COTIZANTES
(Miles a diciembre de cada año)

Años	Empleo (a) Productivo (1)	Total Afiliados (2)	Total Cotizantes (3)	(3) / (1) Porcentaje	(3) / (2) Porcentaje
1981	3 102,8	1 400,0	n.d.	n.d.	n.d.
1982	2 503,9	1 440,0	1 060,0	42,3	73,6
1983	2 730,1	1 620,0	1 230,0	45,1	75,9
1984	2 970,8	1 930,4	1 360,0	45,8	70,5
1985	3 260,4	2 283,8	1 558,2	47,8	68,2
1986	3 711,5	2 591,5	1 749,4	47,1	67,5
1987	3 924,4	2 890,7	2 023,7	51,6	70,0
1988	4 256,6	3 183,0	2 167,6	50,9	68,1
1989	4 424,8	3 470,8	2 267,6	51,3	65,3
1990 (b)	4 459,6	3 739,5	2 289,3	51,3	61,2

Notas: (a) Excluye programas de empleo de emergencia (PEM y POJH).

(b) Los cotizantes totales de 1990 corresponden a noviembre, ya que la cifra de diciembre se encuentran sobreestimada, a consecuencia de un proceso extraordinario de aclaración de rezagos (cotizaciones que no habían podido ser abonadas a las cuentas individuales de los afiliados).

Fuente: SAFP, INE y elaboración propia.

Cuadro 21
DISTRIBUCION DE COTIZANTES TOTALES
 (% a diciembre de cada año)

Años	3 mayores A.F.P.	5 mayores A.F.P.	Resto del sistema (Total - 5 mayores)
1981	n.d.	n.d.	n.d.
1982	63,6	79,0	21,0
1983	60,2	76,1	23,9
1984	62,0	77,2	22,8
1985	62,7	84,2	15,8
1986	63,5	84,6	15,4
1987	66,2	85,4	14,6
1988	66,4	84,7	15,3
1989	67,7	84,6	15,4
1990 (a)	68,2	84,4	15,6

Nota: (a) Cifras a noviembre.

Fuente: Elaboración propia en base a antecedentes de la SAFF.

La distribución de cotizantes por AFP señala una leve tendencia hacia una mayor concentración. Casi el 64% de ellos pertenecía en 1982 a las tres mayores AFP, cifra que en 1990 excedió de 68%. También en el caso de las cinco principales administradoras se observa esta tendencia, principalmente por la fusión de dos AFP en 1985, aunque durante los tres últimos años la situación ha tendido a estabilizarse (cuadro 21).

2. Pensiones

Las pensiones pagadas por las AFP y compañías de seguros durante el año 1990 alcanzaron un total cercano a 35 mil millones (\$ de diciembre de ese año), cifra que equivale al 14% de las cotizaciones recaudadas y al 1,5% de los fondos de pensiones acumulados a esa fecha. Por otra parte, el monto medio de las pensiones fue de \$ 33 200 en diciembre de 1990, nivel poco más de 7% superior, en términos reales, al observado a fines de 1982.

a) Pensiones de vejez

Aunque el crecimiento del número de pensionados por vejez en el

sistema de AFP ha sido importante y a fines de 1990 llegaba a 30 mil, equivalente al 0,8% de los afiliados (cuadro 22), la relación entre trabajadores activos y pasivos en el sistema de AFP sigue siendo muy alta. Ello es consecuencia del bajo promedio de edad (33 años a diciembre de 1990) de los afiliados, hecho que se explica, a su vez, porque las AFP reciben a todos los que recién se incorporan a la fuerza de trabajo, mientras que la mayoría de los trabajadores de mayor edad que estaban próximos a pensionarse se quedaron en el sistema antiguo luego de la reforma.

En los primeros años de funcionamiento de las AFP, gran parte de los trabajadores se pensionaban por vejez bajo la modalidad de retiros programados, siendo poco significativos los casos de rentas vitalicias. Sin embargo, a partir de 1986 el número de pensiones vitalicias contratadas con las compañías de seguros aumenta fuertemente, a una tasa mayor a la de los retiros programados. Así, la relación de rentas vitalicias so-

Cuadro 22
NUMERO DE PENSIONES PAGADAS EN EL NUEVO SISTEMA PREVISIONAL
(A diciembre de cada año)

	1982	1983	1984	1985	1986	'87 (1)	'88 (1)	'89 (1)	'90 (1)
Vejez:	n.d.	393	1 730	2 647	4 835	7 980	12 591	19 953	29 666
% de afiliados	n.d.	0,02	0,09	0,12	0,19	0,28	0,40	0,57	0,79
Retiros program.	n.d.	392	1 721	2 501	4 021	5 801	8 390	12 456	16 893
Renta vitalicia	n.d.	1	9	146	814	2 179	4 201	7 497	12 773
Invalidez: (2)	791	2 272	4 058	5 729	7 979	10 620	12 786	14 388	15 777
% de afiliados	0,06	0,14	0,21	0,25	0,31	0,37	0,40	0,42	0,42
Sobrevivencia: (2)	3 674	8 506	14 297	18 050	22 851	27 315	30 989	35 094	41 618
% de afiliados	0,30	0,53	0,74	0,79	0,88	0,94	0,97	1,01	1,11
Viudez	1 108	2 521	4 340	5 872	7 740	9 797	11 506	14 245	17 214
Orfandad	2 566	5 821	9 665	11 768	14 539	16 847	18 669	19 798	23 079
Otras (3)	n.d.	164	292	410	572	671	814	1 051	1 325
Total	n.d.	11 171	20 085	26 426	35 665	45 915	56 366	69 435	87 061
% de afiliados	n.d.	0,69	1,04	1,16	1,38	1,59	1,77	2,00	2,33

Notas: (1) Excluye las pensiones que corresponden a 1er. pago. Incluye pensiones por vejez anticipada.
(2) No se dispone de información desglosada entre rentas vitalicias y retiros programados. Esta última opción se encuentra abierta para los trabajadores sólo a partir de 1988.
(3) Corresponde a las pensiones de sobrevivencia de madres e hijos naturales y de padre o madre del afiliado fallecido.

Fuente: Boletín Estadístico Mensual SAFF e información directa de la SAFF.

bre el total de pensiones de vejez sube de 5,5% en diciembre de 1985 a 43,1% en igual mes de 1990.

Se debe recordar que un porcentaje importante de quienes se pensionaron en el sistema de AFP durante los primeros años no pudieron optar por una renta vitalicia, pues sus saldos acumulados eran insuficientes para obtener una pensión igual o superior a la mínima. A su vez, esto se debe a que en muchos casos estos afiliados ya estaban recibiendo una pensión del sistema antiguo. Además, también se da que una fracción significativa del saldo acumulado estaba constituida por el Bono de Reconocimiento, cuyo monto subestimaba las cotizaciones que los trabajadores habían pagado en el régimen antiguo. En reconocimiento de esta situación, la ley N° 18.646, de agosto de 1987, incrementó el valor de dicho Bono y le creó un complemento.

La tasa a la cual se han venido capitalizando durante estos años las cotizaciones ingresadas a las cuentas de capitalización individual en la AFP es superior a la tasa de capitalización del Bono de Reconocimiento, lo que ha permitido sustentar un sistemático mejoramiento, en términos reales, del monto medio de las pensiones de vejez, hasta llegar a \$ 39 400 en diciembre de 1990 (cuadro 23). Queda de manifiesto que mientras mayor sea la significación de las cotizaciones pagadas respecto del monto del Bono, mayor será el monto financiable de la pensión. Como el Bono de Reconocimiento es una representación parcial de las cotizaciones pagadas en el sistema antiguo, es inevitable que tienda a deteriorar las pensiones de aquellos que estuvieron afiliados un mayor número de años a ese sistema.

Por esto mismo, el monto de pensiones que se están pagando, y que configuran un bajo porcentaje de la renta imponible (cuadro 23), no refleja adecuadamente los valores esperados de equilibrio de largo plazo. Además, se debe recordar que el monto de las pensiones pagadas no incluye los excedentes de libre disposición eventualmente retirados por los mismos trabajadores, por lo que subestiman los beneficios recibidos. En el cuadro 8 se presentan estimaciones de las pensiones financiadas por el sistema de AFP en el largo plazo. En el caso de los varones, el monto calculado asciende al 78% de la renta imponible, mientras que en el caso de las mujeres se aproxima al 55%. Sin embargo, estos resultados son en extremo sensibles a los parámetros de proyección utilizados, en

Cuadro 23
MONTO MEDIO DE PENSIONES PAGADAS Y RENTA IMPONIBLE
 (En miles de pesos de diciembre de 1990)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Renta Imponible										
Promedio (1)		89,8	77,5	70,3	64,3	71,5	67,3	72,8	81,2	84,4
Pensiones:										
Vejez: (2)	—	—	20,5	22,7	21,9	25,8	26,7	32,7	37,4	39,4
Retiros program.	—	—	20,5	22,5	19,7	20,5	18,2	20,9	26,1	24,1
Renta vitalicia	—	—	25,9	59,7	59,4	52,3	49,3	56,2	56,2	59,6
Invalidez:	n.d.	93,8	83,0	68,8	63,6	63,0	62,3	65,2	65,2	63,9
Sobrevivencia:										
Viudez	n.d.	34,6	32,2	27,9	26,7	26,9	26,2	27,4	28,5	27,8
Orfandad	n.d.	9,9	9,0	7,8	7,5	7,8	7,6	8,0	9,2	9,5
Otras (3)	n.d.	n.d.	19,2	15,8	14,5	14,6	16,4	15,3	15,8	16,8
Total	n.d.	30,9	29,9	25,9	25,5	26,9	27,7	30,5	32,9	33,2

Notas: (1) Hasta 1988 se calcula a base de la distribución de cotizantes por tramos de renta. En 1989 y 1990 corresponde a información directa de la SAFF.

(2) Incluye pensiones por vejez anticipada.

(3) Corresponde a las pensiones de sobrevivencia de madres de hijos naturales y de padre o madre del afiliado fallecido.

Fuente: Boletín Estadístico Mensual SAFF e información de la SAFF.

particular la tasa de rentabilidad. En efecto, si se aumenta en un punto porcentual -de 5 a 6%- la rentabilidad de las inversiones, las cifras suben a 100 y 68%, respectivamente.

b) *Pensión de vejez anticipada*

El número de pensiones de vejez anticipada en el nuevo sistema es todavía bajo, aunque muestra un fuerte crecimiento entre 1988 y 1990, impulsado por una importante reducción de las exigencias impuestas para acogerse a esta opción (el porcentaje que debía representar la pensión sobre la remuneración imponible de los últimos diez años fue rebajado de 70 a 50%). Si la posibilidad de traspasar el Bono de Reconocimiento por simple endoso llega a tener efectos prácticos, se dará un estímulo adicional a la modalidad de pensión anticipada.

El valor medio de las pensiones de vejez anticipada es mayor que

las pensiones de vejez normal (cuadro 24). Este resultado no corresponde a una situación de equilibrio en el largo plazo, y se debe a que la renta media imponible de quienes están en condiciones de optar a este beneficio es superior a la de aquellos que se pensionan por vejez normal.

Cuadro 24
PENSION DE VEJEZ ANTICIPADA
(En miles de pesos de diciembre de 1990)

Años	Pensiones pagadas	Monto retiros program.	Monto renta vitalicia	Monto total (a)	Monto pensión vejez edad	Relación pensión anticipada / pensión edad (4) / (5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1988	772	91,0	66,6	66,7	32,7	2,04
1989	2 824	144,1	57,6	58,6	37,4	1,57
1990	5 790	126,2	60,2	60,7	39,4	1,54

Nota: (a) Corresponde al promedio ponderado por el N^o de pensiones pagadas en cada modalidad.
Fuente: Elaboración propia en base a información de la SAFF.

c) Pensiones mínimas

Mientras no se llegue a la situación de equilibrio de largo plazo implícita en las estimaciones presentadas, las pensiones de vejez efectivamente pagadas no alcanzarán porcentajes muy significativos de la renta imponible. De hecho, es probable que una fracción considerable del universo de pensionados sólo reciba el monto mínimo garantizado por el Estado.

Esto sucede pues el grupo que se pensionará durante los próximos años efectuó el grueso de sus cotizaciones en el sistema antiguo y el monto de su pensión quedará determinado en lo fundamental por el Bono de Reconocimiento. Además, parte de este grupo tuvo una baja densidad de cotizaciones durante la primera mitad de la década de los ochenta, producto de los altos niveles de desempleo que se registraron en Chile. Por otra parte, parece razonable suponer que persistirá por largo tiempo un porcentaje de trabajadores que, debido a su bajo e inestable nivel de ingreso imponible será incapaz de financiar pensiones suficientes para asegurarse un consumo mínimo. Estos requerirán, en consecuencia, la ayuda del Estado, a través del mecanismo de la pensión mínima garantizada.

Un estudio efectuado en 1986 concluyó que aproximadamente el 37% de los afiliados al sistema de AFP serían incapaces de obtener una pensión superior a la mínima (Ortúzar, 1986). Aunque muchos de los supuestos utilizados en esa proyección parecen hoy, después de cinco años, pesimistas, el resultado sirve para destacar un hecho elemental, pero que conviene no olvidar: no es posible, salvo que se asignen cuantiosos subsidios estatales directos o se aumenten fuertemente las tasas de cotización, que la situación de las personas durante su vida activa se vea mejorada por el sistema de pensiones cuando ellas jubilan. Por lo tanto, si un porcentaje importante de la población ha percibido remuneraciones insuficientes durante su vida laboral, su nivel de ingresos no podrá aumentar una vez que pasan a recibir pensiones. Este es el caso de una parte de la población de Chile.

d) Pensiones de invalidez

El número de pensiones de invalidez pagadas por el sistema de AFP a fines de 1990 bordeaba las 15 mil 800, cifra equivalente al 0,4% de los afiliados (cuadro 22). Se espera que esta cifra acuse un aumento importante en los próximos años, como consecuencia de las modificaciones recientemente introducidas al Decreto Ley 3.500, que rebajaron de 67% a 50% el límite exigido para la pérdida de la capacidad de trabajo para invocar este beneficio.

Llama la atención el alto monto medio de las pensiones de invalidez respecto a la renta media imponible, así como la caída de estas entre 1983 y 1987 (cuadro 23). Ello obedece a que, hasta mayo de 1983 el monto máximo de la pensión de invalidez equivalía al 150% del ingreso base, el cual era calculado sobre la base de las rentas imponibles de los doce meses anteriores. Había pues un claro incentivo para la sobredeclaración de ingresos durante algunos meses, con el objeto de obtener una pensión más alta. Después de esa fecha, la pensión de invalidez de referencia, utilizada para el cálculo del Aporte Adicional, se rebajó a 70% del ingreso base, que corresponde, a partir de enero de 1988, al promedio de las rentas imponibles de los diez años anteriores, corrigiéndose así la distorsión señalada.

e) *Pensiones de sobrevivencia*

A diciembre de 1990 se habían otorgado unas 41 mil 600 pensiones de sobrevivencia, cifra que incluye poco más de 17 mil pensiones de viudez y unas 23 mil pensiones de orfandad, y que representa del orden del 1% de los afiliados (cuadro 22).

El monto medio de las pensiones de sobrevivencia y orfandad registra entre 1983 y 1987 una significativa disminución, por las mismas razones esgrimidas para el caso de las pensiones de invalidez (cuadro 23).

3. El mercado de las AFP

a) *Evolución del número de AFP y de su estructura de propiedad*

Los requisitos legales para formar administradoras han experimentado importantes modificaciones. En 1983 se disminuyó de 5% a 1% la exigencia de encaje sobre los fondos de pensiones; en 1986 se redujo desde 20 mil a 5 mil UF la exigencia de capital mínimo; y más recientemente, en 1991, se autorizó la constitución de AFP por parte de sindicatos de trabajadores.

A pesar de las mayores facilidades de entrada a la industria, no se han registrado cambios importantes en el número de AFP en funcionamiento desde los inicios del sistema. En 1981 existían doce administradoras, cifra que desciende a once durante 1985, como consecuencia de la fusión entre Alameda y San Cristóbal, que da origen a Unión; y se eleva a catorce en diciembre de 1990, luego de la creación en 1986, 1988 y 1990 de tres nuevas administradoras (una de ellas se encuentra, sin embargo, en disolución).

En cuanto a la propiedad de las AFP, se puede distinguir cuatro grupos: las relacionadas con organizaciones gremiales o de trabajadores; aquellas en las que existe participación extranjera; las controladas por pequeños grupos de accionistas; y, por último, las que tienen un gran número de accionistas independientes. Sin embargo, precisamente en el caso de estas últimas existe también un accionista extranjero con participación mayoritaria: Bankers Trust en el caso de Provida; y Aetna, en el de Santa María (cuadro 25).

Cuadro 25
A.F.P.: PATRIMONIO, PROPIEDAD Y PARTICIPACION DE MERCADO
 (A diciembre de 1990)

A.F.P.	Patrimonio (Miles US\$)	Propiedad (a)	Accionistas controlador (%)	Afiliados (%)
Bannuestra (b)	n.d.	4	3,5	0,0
Concordia	1 150	1	22,7	3,4
Cuprum	5 867	4	9,6	1,8
El Libertador	3 553	1	99,5	2,2
Futuro	598	2	97,5	0,2
Habitat	22 570	2	52,5	17,1
Invierta	3 435	1	52,0	3,9
Magister	2 597	2	96,0	1,7
Planvital	1 345	1	50,0	2,6
Protección	1 714	2/3	40,4	1,0
Provida	37 761	3/4	40,0	29,0
Santa María	21 708	3/4	51,2	20,1
Summa	9 600	1	25,9	8,0
Unión	5 031	3	100,0	9,1

Notas: (a) (1) Pocos accionistas nacionales; (2) Gremial o de trabajadores; (3) Extranjeros; (4) Muchos accionistas nacionales.

En 1990 el 100% de la propiedad de Unión se consolidó en accionistas extranjeros, y el 40,6% de Protección fué transferido a inversionistas extranjeros.

(b) Actualmente en liquidación.

Fuente: Elaboración propia.

Al ponerse en marcha el sistema en 1981, varias instituciones financieras decidieron formar AFP. Surgen así Provida, relacionada con el Banco de Santiago; Santa María, con el Banco de Chile; Invierta, con el de Concepción; San Cristóbal, con el BHC; Alameda, con el BHIF; y, El Libertador, con el Banco Edwards. Posteriormente, y como resultado del colapso del sistema financiero en 1982, estas instituciones se ven obligadas a liquidar su participación en las distintas AFP y se produce el cambio más importante en la estructura de propiedad de las administradoras durante los primeros diez años de operación del nuevo sistema. Así, entran a participar en la propiedad de Provida, el Bankers Trust; de Santa María, Aetna; de El Libertador, la Compañía de Aceros del Pacífico; de Invierta, una sociedad de inversiones. Además, Provida y Santa María venden un importante número de acciones a pequeños accionistas, a tra-

vés del proceso denominado de "capitalismo popular". En 1985 se fusionan las AFP Alameda y San Cristóbal, creándose la AFP Unión, con participación mayoritaria del American International Group.

En los últimos años las iniciativas para formar AFP han surgido de grupos de trabajadores. Así, en 1986 se crea AFP Protección, en 1988 AFP Futuro y en 1990 AFP Bannuestra, todas ligadas a trabajadores del sistema financiero. Cabe agregar que en octubre de 1990 el grupo asegurador francés Assurances Generales de France, AGF, compra casi el 41% de Protección. Actualmente existen proyectos de creación de nuevas AFP por parte de sindicatos de trabajadores municipales, del cobre y regionales.

b) Resultados de las AFP

Los ingresos de las administradoras provienen en lo principal del cobro de comisiones. La recaudación por este concepto ha subido desde unos \$ 20 mil millones en 1982 (pesos de diciembre de 1990) a poco más de 45 mil 200 millones en 1990, año en el que representaron del

Cuadro 26
A.F.P.: EVOLUCION DE INGRESOS POR COMISIONES
(Pesos de diciembre de 1990)

Años	Comisiones recaudadas MM\$ (a) (1)	Cotizaciones MM\$ (b) (2)	Cotizantes (miles) (c) (3)	(1) / (2) (4)	(1) / (3) M\$ (5)
1982	20 139	126 455	1 075	0,16	18,7
1983	21 758	113 971	1 134	0,19	19,2
1984	25 130	119 829	1 320	0,21	19,0
1985	24 955	123 134	1 392	0,20	17,9
1986	27 188	139 544	1 666	0,19	16,3
1987	29 127	150 133	1 883	0,19	15,5
1988	35 857	206 179	2 049	0,17	17,5
1989	42 981	239 866	2 199	0,18	19,5
1990	45 286	255 589	2 282	0,18	19,8

Notas: (a) Comisiones netas del pago por prima de seguro de invalidez y sobrevivencia.
(b) Cotizaciones obligatorias y voluntarias a la cuenta de capitalización individual, más aportes a la cuenta de ahorro voluntario.
(c) Promedio año.

Fuente: Elaboración interna a base de antecedentes de la SAFF.

Cuadro 27
A.F.P.: EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DE INGRESOS
(Porcentaje del total de ingresos)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	'90 (2)
Ingr. por Comisión (1)	75,4	80,0	86,1	82,6	86,0	85,5	89,9	82,7	71,3
- Fija	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	21,7	14,5	8,8
- Porcentuales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	68,2	68,2	62,5
Utilidad encaje	12,0	13,0	5,3	9,2	6,7	7,5	5,0	7,3	10,7
Utilidad reserva prima	—	—	1,9	3,0	2,2	2,2	1,1	1,4	2,0
Otros ingresos Operac.	—	—	—	—	—	—	1,3	4,7	9,2
Total ingresos Operac.	87,4	93,0	93,3	94,8	94,9	95,2	97,2	96,1	93,1
Total Ing. no Operac.	12,6	7,0	6,7	5,2	5,1	4,8	2,8	3,9	6,9
Ingresos totales (3)	26 705	27 202	29 175	30 224	31 629	34 050	39 888	51 966	57 356

Notas: (1) Ingresos netos de los pagos por primas del seguro de invalidez y sobrevivencia.

(2) Cifras a noviembre de 1990

(3) Ingresos netos de los pagos por primas del seguro de invalidez y sobrevivencia en MMs de diciembre de 1990.

Fuente: Elaboración propia a base de Memorias de AFP.

orden de 71% de los ingresos totales y el 18% de las cotizaciones. La participación de los ingresos por comisiones dentro de los ingresos totales mostró en 1990 un brusco descenso, como consecuencia de aumentos extraordinarios en otras fuentes de ingresos, de manera que el dato respectivo subestima la contribución real de las comisiones a los ingresos totales (cuadros 26 y 27).

En diciembre de 1990 la mayoría de las AFP cobraba sólo comisiones por cotizaciones periódicas¹¹, como monto fijo en pesos y como porcentaje de la renta imponible del trabajador (cuadro 28). El grueso de las entradas por comisiones (88% en 1990) proviene precisamente de esta comisión porcentual sobre la renta imponible. La comisión fija ha perdido importancia como fuente de ingresos de las AFP, debido a la acentuada caída que ha experimentado su valor real a partir de 1984. También la comisión porcentual ha disminuido en ese lapso, aunque la incidencia de esta baja sobre los ingresos se ha visto compensada por una ampliación sustancial del empleo y, en los últimos dos años, por el incre-

¹¹ Una A.F.P. ha cobrado comisión por traspasos de saldo hacia su fondo.

Cuadro 28
COTIZACIONES Y COMISIONES COBRADAS POR LAS A.F.P.
(A diciembre de cada año)

Afiliados Depend. (a)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
Cotización base (% renta imponible)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
Comisión fija (\$ de diciembre 1990)	559	677	777	646	473	387	338	376	262	171	
Comisión porcentual por mantenc. de saldo	0,99	0,74	0,85	0,84	0,58	0,52	0,38	—	—	—	
Comisión porcentual sobre renta imponible	2,44	2,69	3,56	3,57	3,56	3,44	3,41	3,56	3,39	3,29	
Comisión por retiro de pensión	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Afiliados Indep. (b)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
Cotización base (% renta imponible)								10,0	10,0	10,0	
Comisión fija (\$ de diciembre 1990)								376	262	171	
Comisión porcentual por mantenc. de saldo			<i>Igual que Afiliados Dependientes</i>						—	—	—
Comisión porcentual sobre renta imponible								3,42	3,28	3,19	
Comisión por retiro de pensión								—	—	—	
Afiliados (c)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
Cotización base (% renta imponible)								10,0	10,0	10,0	
Comisión fija (\$ de diciembre 1990)								376	262	171	
Comisión porcentual por mantenc. de saldo			<i>Igual que Afiliados Dependientes</i>						—	—	—
Comisión porcentual sobre renta imponible								1,04	0,99	1,02	
Comisión por retiro de pensión								—	—	—	

Notas: (a) Con derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia cuando cesantes.

(b) Sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia cuando no cotiza.

(c) Sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia.

Fuente: Elaboración propia a base de antecedentes de la SAFF. AFP Futuro cobra una comisión por traspaso igual al 1% del valor del fondo traspasado. Cifras se calculan como promedio simple de las distintas AFP.

mento de las remuneraciones reales.

La comisión fija por cotizaciones periódicas constituye un aspecto de la estructura de precios de las AFP que ha suscitado intensas controversias. Como esta comisión se deduce del saldo acumulado en cada cuenta individual, representa una fracción superior de los saldos más bajos. En consecuencia, su cobro disminuye la rentabilidad de la cuenta (rentabilidad de inversiones menos costo de comisión fija) proporcionalmente más en el caso de afiliados con menor renta y más jóvenes, reduciendo en mayor medida la relación entre pensión futura potencial y renta imponible para éstos, en comparación con el resto de los afiliados. Así, por ejemplo, en el período 1981-1990 la brecha de rentabilidad bordeó el 41% entre afiliados con rentas de UF 60 y de UF 5 (cuadro 29). Pese a la elocuencia de estos resultados históricos, debe señalarse que la situación tiende a cambiar. El efecto "discriminador" de esta comisión se va debilitando al crecer los saldos acumulados en las cuentas individuales, a lo que se ha agregado la rebaja del valor absoluto de la misma.

Cuadro 29
EFECTO COMISION FIJA (a)

	Remuneración Imponible (b)				
	UF 5	UF 10	UF 20	UF 30	UF 60
Rentabilidad de la Cuenta Individual (Promedio real anual 1981 - 1990)	7,5%	9,2%	9,9%	10,2%	10,4%

Notas: (a) Supone igual renta imponible real durante todo el período y cotizaciones ininterrumpidas.
(b) Valor UF al 31 de diciembre de 1990 \$ 7 043, 39, equivalente a US\$ 20,9.

Fuente: Elaboración propia.

La solución total de este problema no es fácil. Existe el peligro que la abolición de la comisión fija suscite una serie de nuevos inconvenientes. La administración de cada cuenta individual envuelve costos fijos que son independientes de la renta imponible de los afiliados y, en el caso de trabajadores de menores ingresos, es probable que la sola comisión porcentual resulte insuficiente para cubrir el total de los gastos. La eliminación de este cobro podría entonces disminuir el incentivo para que cada AFP destine esfuerzos a incorporar trabajadores de menor renta, en detrimento de la cobertura del sistema. Aunque tal vez este problema

no revista mayor trascendencia en los grandes centros urbanos, donde las AFP compensan por volumen lo que no reciben por comisiones porcentuales entre los segmentos de menor ingreso, sí puede alcanzar una significación importante en las regiones con menor densidad poblacional, en las que, además, las rentas son en promedio más bajas.

Como contrapartida, la eliminación de la comisión fija, además de igualar las relaciones de pensión a renta imponible entre todos los afiliados, permitiría que éstos percibieran con mayor nitidez lo que cada AFP cobra por los servicios prestados. De esta forma se estimularía la competencia de precios, con la rebaja consiguiente de los costos de las comisiones. En este marco tendrían éxito las AFP más eficientes, evitándose que los afiliados subsidiaran inadvertidamente, por simple desconocimiento de la información relevante, la eventual ineficiencia de algunas entidades.

Probablemente una solución simple consistiría en modificar el mecanismo de recaudación de la comisión fija, haciendo que ella sea descontada de la renta imponible, y no del saldo de la cuenta individual, lo que permitiría ganar en transparencia, sin deterioro del monto de la pensión. En cualquier caso, se debe admitir que, dado el bajo monto medio de la comisión fija y la proporcionalidad de la comisión porcentual sobre la renta imponible, es probable que los afiliados de mayores ingresos estén en la actualidad subsidiando a los de menor ingreso, quienes pagan menos comisiones totales, probablemente incluso inferiores en el caso de los más pobres, a los costos de administración de sus cuentas.

Cuadro 30
PROMEDIO DEL COSTO PREVISIONAL MENSUAL (a)
(Pesos de diciembre de 1990)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Costo promedio	2 663	2 931	3 944	3 825	3 687	3 538	3 436	3 285	3 017	2 906
Variación (porcentaje)	—	10,1	34,6	-3,0	-3,6	-4,0	-2,9	-4,4	-8,2	-3,7

Notas: (a) Costo para un cotizante con renta equivalente de 12 U.F. (\$ 84 521, a fines de diciembre 1990), similar al promedio del sistema. Suma de comisiones fija, porcentual sobre saldo, y porcentual sobre remuneración imponible. Excluye cotización obligatoria del 10%. Promedio simple.

Fuente: Cálculos propios a base de información de SAFF.

Entre 1981 y 1983 las AFP subieron en forma apreciable sus comisiones, para hacer frente a los costos de la puesta en marcha del sistema, al efecto negativo sobre los ingresos del aumento en la tasa de desocupación y merma de las remuneraciones reales, y al mayor costo del seguro de invalidez y sobrevivencia¹². A partir de 1984 el valor de las comisiones ha venido disminuyendo sostenidamente, acumulando una caída de 26% en el caso de un cotizante con una renta imponible de UF 12 (cuadro 30)¹³.

Las otras fuentes de ingreso de las AFP corresponden a las utilidades generadas en la inversión del Encaje y la Reserva Prima (fondo cuyo objetivo es el pago de la prima de los seguros de invalidez y de sobrevivencia); otros ingresos operacionales; y los ingresos no operacionales. En 1990 estos ingresos representaron, en términos aproximados, 11%, 2%, 9% y 7% de los ingresos totales, respectivamente (cuadro 27).

Todas estas fuentes de ingreso, en especial la de "Otros ingresos operacionales" han visto incrementada su participación dentro de los ingresos totales durante los dos últimos años. En esta cuenta se incluyen las devoluciones que efectúan las compañías de seguros a las AFP en cumplimiento de las condiciones que rigen los contratos para la cobertura de las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

En cuanto a los egresos, las principales partidas son el pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia a las compañías de seguros, los gastos de administración, los pagos de remuneraciones, y los egresos por concepto de comercialización, ítem en el que se incluye la remuneración al personal de ventas.

En el cuadro 31 se presenta la estructura de egresos de las AFP desde 1982 hasta 1990, excluyéndose los pagos a las compañías de seguros, pues no se dispone de la evolución de esta variable con anterioridad a 1988. Las primas constituyeron en 1990 casi un 40% de los egresos totales, mientras que los gastos de administración, comercialización y

¹² Hasta 1983 los afiliados podían asegurarse por un monto de hasta 150% del ingreso base, que se calculaba considerando las remuneraciones de los doce meses anteriores. Esto se prestaba para aumentar el monto de las cotizaciones en los meses previos a la presentación de la solicitud de invalidez, con el objeto de recibir una pensión más elevada.

¹³ \$84.521 a fines de diciembre de 1990, equivalente a unos 250 dólares estadounidenses.

Cuadro 31
A.F.P.: EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DE GASTOS (1)
(Porcentaje del total de egresos)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	'90 (2)
Remuneración del personal	20,6	25,1	27,9	29,3	32,9	33,5	34,5	34,6	32,3
Gastos comerciales	27,3	21,0	20,3	18,9	19,2	18,4	22,1	19,8	19,8
- Remun. pers. de ventas	12,7	13,6	12,1	14,4	15,7	15,1	17,6	15,6	16,3
- Gastos de comercializ.	14,6	7,4	8,2	4,5	3,5	3,3	4,5	4,2	3,5
Gastos administrativ.	19,7	25,3	27,3	31,3	32,5	32,2	33,3	31,1	28,3
Otros gastos de operación	14,5	14,5	14,3	10,7	6,8	5,2	4,6	4,3	4,3
Total egresos de operación	82,1	85,8	89,8	90,3	91,4	89,3	94,6	89,8	84,7
Total Egres. no operacionales	17,9	14,2	10,2	9,7	8,6	10,7	5,4	10,2	15,3
Total de egresos (3)	31 325,5	26 034,9	26 853,2	26 642,1	26 040,4	27 906,7	32 971,1	37 877,6	- 42 231,8

Notas: (1) En 1988, 1989 y 1990 se descontó del total de Egresos la prima por seguro de invalidez y sobrevivencia, a fin de hacer posible la comparación con los demás años. La mencionada prima representó el 49,9, 47,2 y 29,6% del total de Egresos en 1988, 1989 y 1990 respectivamente. La cuenta Otros Gastos de Operación incluye Depreciación y Amortización del ejercicio, Remuneración directores y Otros Gastos Operacionales.

(2) Cifras a noviembre de 1990.

(3) En MM\$ de diciembre de 1990. Excluye los pagos por concepto de prima del seguro de invalidez y sobrevivencia.

Fuente: Elaboración propia a base de Memorias de AFP.

remuneraciones significaron, en términos aproximados, el 17%, 12%, 19%, respectivamente.

El valor de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia depende de la tasa de siniestralidad (invalidez y fallecimiento) proyectada entre los afiliados a la AFP y del costo de los siniestros. La tasa de siniestralidad depende, a su vez, de las características de estos afiliados en lo que se refiere al promedio de edad y los sectores de actividad, en tanto que el costo de los siniestros es función de variables como la

edad, el sexo, el tamaño del grupo familiar, la condición laboral de los afiliados (cotizantes, cesantes), así como la tasa de interés.

La evolución de los egresos totales durante el período 1981-1990 muestra que las AFP han aumentado sus niveles de eficiencia por la vía del aprovechamiento de economías de escala y la búsqueda de modalidades más adecuadas de producción. Sin embargo, como veremos más adelante, parecen existir posibilidades de seguir rebajando los costos.

La existencia de economías de escala en la industria de AFP queda también de manifiesto al cotejar la situación de las distintas administradoras (cuadro 32). Las AFP de menor tamaño registran elevados gastos operacionales por afiliado, mientras que las AFP de mayor tamaño están entre las de costos más bajos. No obstante, a partir de cierto número de afiliados (alrededor de 95 mil), esta relación inversa entre gasto unitario y tamaño de la AFP desaparece.

Examinemos ahora los resultados financieros. El aumento ininterrumpido de los ingresos operacionales de las administradoras, aun después de la rebaja en las comisiones cobradas, y la notable estabilidad en los gastos totales -ver cuadro 31- han redundado en un mejoramiento sistemático

Cuadro 32
GASTOS OPERACIONALES POR AFILIADO, 1990 (a)

A.F.P.	Gastos por afiliado (\$)	Número de afiliados
Futuro	32 485	6 772
Protección	27 258	38 061
Magister	17 504	63 919
Cuprum	22 569	67 484
El Libertador	14 513	84 300
Planvital	8 459	96 338
Concordia	7 453	128 177
Invierta	10 801	143 979
Summa	11 670	299 303
Unión	13 654	338 510
Habitat	8 895	638 005
Santa María	9 706	752 318
Provida	8 584	1 084 923

Nota: (a) Período enero-noviembre anualizado.

Fuente: Elaboración propia a base de Memorias de AFP y antecedentes de SAFF.

Cuadro 33
RESULTADOS DE LAS A.F.P.
 (Porcentajes)

Año	Rentabilidad de los activos (a)	Rentabilidad del patrimonio (b)	Variac. Encaje/ Utilidades (c)	Variac. Encaje/ Patrimonio
1981	-11,6	-18,3	n.d.	n.d.
1982	-11,9	-18,1	-214,9	38,9
1983	-1,4	-1,8	698,6	-12,8
1984	2,2	3,2	-319,5	-10,2
1985	10,3	15,4	79,1	12,2
1986	17,3	24,5	48,8	12,0
1987	17,5	25,4	35,3	9,0
1988	17,1	24,5	39,7	9,7
1989	32,2	13,7	22,6	9,9
1990	30,5	39,7	35,6	14,1
Promedio	9,2	11,8	—	—

Notas: (a) A base del activo de fin del período.

(b) A base del patrimonio de fin del período.

(c) Variación del Encaje = Encaje período t - Encaje período t-1. En 1982 el sistema generó pérdidas consolidadas y en 1983 se rebajó de 5% a 1% del Fondo de Pensiones la exigencia de encaje.

Fuente: Elaboración propia a base de Memorias de cada año.

de sus resultados. Así, la rentabilidad sobre el patrimonio ha crecido desde -18,3% en 1981, tasa negativa atribuible a los fuertes costos de la puesta en marcha y a un menor número de afiliados, hasta casi 40% en 1990, con un promedio anual cercano a 12%. En el mismo lapso, la rentabilidad sobre activos sube de -11,6 a 30,5%, con un promedio real anual levemente superior a 9% (cuadro 33).

Llama la atención la elevada rentabilidad del sistema durante los últimos años, en especial en 1989 y 1990. Sin embargo, estos resultados pueden no ser representativos de una tendencia, pues reflejan un aumento extraordinario de ingresos, que alcanzó 44% en términos reales, derivado de incrementos sustanciales en el promedio de la remuneración imponible de los cotizantes; de los altos retornos que obtuvo la inversión del encaje y otros recursos de las AFP, producto de ganancias de capital, tendencias ventajosas en las tasas de interés y en el comportamiento del mercado accionario; y transferencias importantes de recursos desde las compañías de seguros a las administradoras, debido a un menor siniestralidad. Las

AFP reaccionaron con una drástica disminución de sus comisiones (11,4% en términos reales entre 1989 y 1990), lo que, "ceteris paribus", debería afectar sus resultados futuros.

Se debe tener presente además, que las AFP están obligadas a capitalizar un porcentaje considerable de sus utilidades para la constitución del Encaje, que debe crecer proporcionalmente con el respectivo fondo de pensiones. En el quinquenio 1986-1990 la variación del encaje representó el 31% de las utilidades de las administradoras.

4. Fondos de pensiones

a) Evolución

En moneda de igual valor (diciembre, 1990), el total de los fondos de pensiones que administran las AFP, expresado en miles de millones de pesos, aumentó de poco más de 68 a fines de 1981, hasta casi 2 mil 250 a fines de 1990, lo que implica un crecimiento real cercano a 3 200% (cuadro 34).

Cuadro 34
INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES
(Porcentaje del total a diciembre de cada año)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Banco Central	27,4	4,3	14,1	16,6	20,4	26,0	29,8	30,0	38,1	42,5
Tesorería	0,7	21,7	30,4	25,7	22,2	20,7	11,7	5,4	3,5	1,6
Total Títulos										
Estatales	28,1	26,0	44,5	42,2	42,6	46,7	41,5	35,4	41,6	44,1
Depós. y Bonos										
Bancarios	61,9	26,6	2,7	12,9	20,9	23,2	28,3	29,5	21,5	17,4
Letras hipotec.	9,4	46,8	50,7	43,1	35,3	25,5	21,4	20,6	17,7	16,1
Bonos empres.	0,6	0,6	2,2	1,8	1,1	0,8	2,6	6,4	9,1	11,1
Acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	6,2	8,1	10,1	11,3
Total Títulos Privados										
Privados	71,9	74,0	55,6	57,8	57,4	53,3	58,5	64,6	58,4	55,9
Total cartera										
(MM\$ Dic. '90)	68,4	213,1	385,7	508,3	699,8	918,0	1 122,7	1 378,2	1 669,4	2 249,4

Fuente: Boletín Estadístico Mensual SAFF y cálculos internos.

El acelerado crecimiento de los fondos de pensiones se explica por tres factores: el bajo número de pensiones pagadas, toda vez que la población afiliada es relativamente joven; la alta rentabilidad de las inversiones; y el dinamismo económico observado a partir de 1984, fenómeno que contribuyó a la ampliación de los fondos de pensiones a través de su efecto sobre el número de ocupados y sobre el monto medio de las remuneraciones reales.

En diciembre de 1990 un 44% de los Fondos de Pensiones se encontraba invertido en títulos estatales; un 17% en depósitos y bonos bancarios; otro 16% en letras hipotecarias; 11% en acciones y otro porcentaje similar en bonos de empresas. A esa misma fecha los fondos se encontraban invertidos en instrumentos emitidos por 88 instituciones distintas, 45 de ellas empresas privadas, 40 instituciones financieras y 3 emisores estatales.

Después del Banco Central de Chile, que reúne cerca del 43% de las inversiones totales, la mayor concentración por emisor se da en los casos de la Empresa Nacional de Electricidad (Endesa), que absorbe poco más de 5% de la inversión total de los fondos de pensiones (bonos y acciones), y de los bancos de Chile y de Santiago, que concentran, cada uno, casi el 6% de la inversión (depósitos a plazo, letras hipotecarias y bonos bancarios).

La vivienda es el sector económico al que se destina, a través de letras hipotecarias, el mayor porcentaje (casi un quinto) de la inversión "directa"; luego está el sector eléctrico, con un décimo del total; transporte y telecomunicaciones con poco más del 6%; y la industria, con 2,5%. A diciembre de 1990 el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones tenía un plazo medio de 1.325 días (renta fija).

Durante el período 1981-1990 se han operado cambios apreciables en la estructura de inversiones. Inicialmente, cuando los fondos de pensiones comienzan a acumular recursos sin que exista un mercado desarrollado para papeles de largo plazo, se produce una fuerte concentración en instrumentos emitidos por instituciones financieras, los que llegan a representar casi tres cuartos de la inversión total. Luego, y a medida que el Banco Central comienza a emitir títulos de deuda para financiar los programas de ayuda a las instituciones financieras puestos en marcha para encarar el colapso del sector, aumenta el porcentaje de inversión en títulos estatales y cae aquella en instrumentos bancarios.

La participación de los instrumentos de la Tesorería General de la República llega a un 30% de los fondos en 1983, pero disminuye a partir de 1984, pues durante los últimos años el Fisco no ha emitido cantidades importantes de títulos de deuda. En cambio, la significación de las inversiones en documentos del Banco Central fue en un comienzo (1983) apenas superior a 4% del total de los fondos de pensiones, pero en los años posteriores se incrementa de manera sistemática, hasta sobrepasar el 42% a fines de 1990. Aunque los fondos de pensiones son los principales inversionistas en letras hipotecarias, su participación en el total de inversiones ha declinado con el transcurso del tiempo, toda vez que la oferta de este instrumento ha crecido menos que los fondos.

En el pasado reciente se han adoptado medidas tendientes a profundizar la contribución que hacen los fondos de pensiones al financiamiento de vivienda y abrirles la posibilidad de invertir en bienes raíces en general. Así, en 1989 se autorizó la inversión de los fondos de pensiones en acciones de sociedades inmobiliarias y, en 1990, en cuotas de los denominados Fondos de Inversión.

Las sociedades inmobiliarias son entidades de giro exclusivo que pueden invertir directamente en bienes raíces de uso comercial o en mutuos hipotecarios para la vivienda. Los Fondos de Inversión, a su vez, son patrimonios con administración especializada que, según las características del portafolio, se dividen en Fondos de Inversión Inmobiliarios, Mobiliarios y de Capital de Riesgo. Los Fondos Inmobiliarios pueden invertirse en bienes raíces o en distintos instrumentos de financiamiento para la vivienda. Los Fondos Mobiliarios pueden invertirse en los títulos tradicionales (bonos, acciones, instrumentos del Estado, etc), mientras que los Fondos de Capital de Riesgo pueden invertirse en instrumentos menos tradicionales, no inscritos en el Registro de Valores o emitidos por empresas de formación reciente.

Después que, en 1985, se autorizó la inversión en acciones, la participación de éstas en el portafolio ha crecido rápidamente, tendencia que se explica no sólo por la búsqueda de mayor diversificación por parte de las AFP, sino también por el excelente rendimiento de esta inversión durante los últimos años¹⁴.

¹⁴ La rentabilidad real del IPISA, incluyendo dividendos, ascendió a 123% en 1986, 34% en 1987, 40% en 1988, 33% en 1989 y 36% en 1990.

En los años 1989 y 1990 se ha autorizado la inversión en acciones de un mayor número de empresas, en efectos de comercio y en instrumentos emitidos por entidades financieras y gobiernos extranjeros. Sin embargo, en los dos últimos casos falta la aprobación de algunos reglamentos para que la autorización legal surta efectos prácticos.

b) Rentabilidad

Entre 1981 y 1990 la rentabilidad real anual media de los fondos de pensiones fue de 13% (cuadro 35). Esta cifra resulta bastante alta comparada con el rendimiento de 7,8% obtenido en el mismo período por los depósitos a plazo reajustables del sistema financiero y con las tasas de rentabilidad que usualmente se utilizan para las proyecciones de pensiones y que fluctúan entre 5 y 6%.

Cuadro 35
FONDOS DE PENSIONES:
RENTABILIDAD REAL ANUAL DE LAS INVERSIONES (o cuotas) (a)
(Porcentajes)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	81-90(b)
Sistema AFP (c)	27,5	28,5	21,2	3,6	13,4	12,3	5,4	6,5	6,9	15,6	13,0
Tasa interés Prom.											
Sist. Financiero (d)	13,2	12,1	7,8	8,4	8,2	4,1	4,3	4,6	6,8	9,4	7,8

Notas: (a) Deflactado por U.F.

(b) Promedio anual.

(c) Promedio ponderado por los Fondos de Pensiones.

(d) Tasa de captación promedio real entre 90 y 360 días.

Fuente: Elaboración propia a base de información de SAFF y Banco Central.

La rentabilidad de las inversiones ha experimentado fuertes variaciones en estos diez años. Ello es consecuencia directa del sistema de valorización, que obliga a reconocer en el valor de la cuota todos los movimientos que se producen en las cotizaciones de mercado de los instrumentos de inversión. Por ejemplo, en el trienio 1983-1985, cuando se producen intensas oscilaciones en las tasas de interés, la rentabilidad real de las inversiones registra valores de 21% casi 4% y 13%, respectivamente.

Entre los factores que explican los ventajosos resultados de las inver-

siones efectuadas por las AFP en el período bajo examen destacan:

i) La secuencia de tasas de interés muy altas en los primeros años de operación del sistema y, posteriormente, de una fuerte disminución de las mismas, llevó a las administradoras a reconocer importantes ganancias de capital entre los años 1982 y 1986. Esta situación se repitió en 1990, cuando el nivel de tasas de interés apuntó a la baja durante la mayor parte del año. Dada la modalidad de valorización a precios de mercado, el descenso de las tasas de interés aumenta el valor presente de los instrumentos, especialmente los de largo plazo, adquiridos con anterioridad por los fondos de pensiones.

ii) La incorporación, desde fines de 1985, de las acciones al portafolio de los Fondos de Pensiones. Estos instrumentos, que representaban poco más de 11% del portafolio en diciembre de 1990, generaron altos retornos entre 1986 y 1990. Así, la rentabilidad de las acciones, medida a través del IPSA, alcanzó una tasa promedio real anual de 50% al año. En el trienio 1987-1989, cuando la rentabilidad de la cuota oscila entre 5,4% y 7%, las ganancias que obtienen los fondos de pensiones por la inversión en acciones compensan las pérdidas atribuibles a la tendencia al alza de las tasas de interés y que obligan a los fondos a reconocer una desvalorización de los títulos de renta fija que mantenían en cartera.

c) *Rentabilidad de las cuentas de los cotizantes*

La rentabilidad de las cuentas de capitalización individual mide la ganancia efectiva que los afiliados obtienen durante un período determinado. Para el cálculo de esta ganancia, se descuenta de los ingresos por rentabilidad de las inversiones la comisión fija que cobran las AFP por la administración de los recursos previsionales. Hasta diciembre de 1987 debía descontarse, además, la comisión porcentual por mantención de saldo, eliminada a partir de enero de 1988. La comisión fija es sólo parte del total de comisiones cobradas, de modo que la rentabilidad de la cuenta es un indicador parcial del beneficio neto que cada afiliado recibe de su AFP.

Las rentabilidades de cuentas individuales que se generan anualmente inciden en forma directa sobre los niveles de pensiones que obtienen los afiliados al momento de pensionarse. Mientras mayor sea la rentabilidad

acumulada, mayores serán las pensiones; a su vez, menores rentabilidades significarán pensiones más bajas.

El cuadro 36 muestra los resultados obtenidos por el sistema de AFP desde junio de 1981 hasta diciembre de 1990, para afiliados con rentas de 5 UF, 10 UF y 60 UF. Se comprueba que la rentabilidad acumulada en la cuenta de un afiliado con renta de 60 UF fue 13% superior a la de un afiliado con una renta de 10 UF y 39% superior a la de uno con una renta de sólo 5 UF. Sin embargo, como resultado del aumento en los saldos acumulados, de la caída en la comisión fija y de la eliminación de la comisión sobre saldo, en 1990 la diferencia se reduce a 1,9% y 4,0%, respectivamente.

Cuadro 36
**RENTABILIDAD REAL ANUAL CUENTAS DE CAPITALIZACION
 INDIVIDUAL SISTEMA DE A.F.P. (a)**
 (Porcentajes)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Prom. anual 1981-1990
5 UF	-17,7	3,4	8,3	-3,6	7,9	8,6	3,2	4,8	5,8	15,1	7,5
10 UF	-5,2	15,8	14,7	-0,1	10,1	9,9	4,0	5,6	6,3	15,4	9,2
60 UF	5,3	25,5	19,4	2,4	11,6	10,9	4,5	6,1	6,7	15,7	10,4

Notas: (a) Deflactada por U.F. Promedio ponderado por los Fondos de Pensiones.
 Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la cuenta de ahorro voluntario, la rentabilidad que obtienen los afiliados por sus ahorros es igual a la de los fondos de pensiones, ya que las AFP no están cobrando actualmente comisiones por el retiro de recursos desde estas cuentas.

V. PROBLEMAS Y RESTRICCIONES PARA LA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES

1. Problemas de transición

La transición desde un régimen de pensiones de beneficios definidos, administración centralizada y acumulación parcial de reservas, hacia otro de capitalización individual, contribuciones definidas y administración pri-

vada competitiva, presenta una serie de problemas que deben ser resueltos satisfactoriamente para asegurar el éxito del nuevo sistema.

Importa, especialmente, evaluar la incidencia de la reforma sobre el sector público; la necesidad de racionalizar y definir el destino del sistema que es reemplazado; y la creación de condiciones que favorezcan la rápida consolidación del esquema emergente.

a) Presupuesto del sector público

El traspaso de cotizantes de un sistema a otro provoca una reducción significativa en los ingresos por cotizaciones que captan las instituciones del régimen antiguo. Dicha merma no tiene como contrapartida una disminución inmediata de los pagos de beneficios, pues las instituciones deben seguir cancelando las prestaciones a los trabajadores que pasan a la inactividad. Además, a medida que se van pensionando los trabajadores que se cambiaron de sistema, las entidades del régimen antiguo deben pagarles los derechos adquiridos antes del traspaso. Este pago puede efectuarse de una sola vez en el momento que la persona se acoge a pensión, o en forma distribuida en el tiempo como un porcentaje de la pensión que recibirá el trabajador. Esta última alternativa no es diferente a la situación que se enfrenta en ausencia de reforma, en que las instituciones del sistema antiguo deben comenzar a pagar las pensiones de los trabajadores que se acogen a retiro. Sin embargo, respecto a la alternativa de pago inmediato, representa un alivio en la situación de caja del Fisco en los primeros años de la etapa transicional, aunque éste mantiene una responsabilidad financiera por más tiempo.

La reforma podría generar, entonces, un problema de liquidez para el Fisco durante la transición en caso de que no se hubieran acumulado las reservas necesarias para hacer frente a las obligaciones previsionales asumidas con los trabajadores.

Si estas reservas existen, la reforma no provoca problemas de caja al sector público, pues los pagos de beneficios a los trabajadores que permanecen en el sistema antiguo y los pagos de Bonos de Reconocimiento a los trabajadores que se pensionan después de trasladarse al nuevo sistema, se financian con la venta de los activos que respaldan las reservas correspondientes.

La reforma tampoco genera, necesariamente, déficit económico al sector público. En efecto, la disminución de las cotizaciones provocada por el traslado de imponentes hacia el sistema nuevo tendrá como contrapartida una reducción de los compromisos futuros de pagos de pensión. De otro lado, las obligaciones por Bonos de Reconocimiento corresponden a compromisos contraídos por el Fisco como contrapartida de cotizaciones recibidas de los trabajadores en el pasado. A la larga, pues, tales bonos debían ser pagados, independientemente de la reforma.

En realidad, dadas las proyecciones financieras de los distintos sistemas de pensiones en América Latina, el establecimiento de un sistema de capitalización individual y administración descentralizada debería significar en el largo plazo una reducción del déficit del sector público, aun cuando en lo inmediato es probable que la reforma ocasione un déficit de caja, atribuible a la falta de reservas líquidas suficientes.

La forma de corregir este desequilibrio de caja por parte del sector público puede tener importantes consecuencias sobre variables económicas cruciales como la tasa de interés y el volumen de ahorro. Las alternativas que se presentan son: contracción de gastos corrientes y/o de capital del sector público; aumento de los ingresos fiscales vía mayores impuestos y/o ventas de activos; y mayor endeudamiento.

La alternativa de mayor endeudamiento público se facilita por el hecho de que las instituciones del sistema nuevo comienzan a acumular cuantiosos fondos que deben ser invertidos en activos financieros. El endeudamiento fiscal con los fondos de pensiones para sustentar la reforma no es el camino más aconsejable pues, entre otras razones, disminuye el favorable efecto potencial de este proceso sobre el ahorro agregado, aunque se debe reconocer que en ausencia de otras alternativas (por ejemplo, por falta de voluntad política), al endeudarse con los Fondos de Pensiones, el Estado se ve obligado al menos a reconocer explícitamente su deuda previsional, a valorizarla adecuadamente, y a responder por ella ante entidades privadas, competitivas y autónomas, más lejanas del poder político que las antiguas instituciones centralizadas. Esto debería constituir un estímulo para el logro de finanzas públicas más ordenadas.

Por otra parte, en economías que están impulsando un proceso de privatización, la venta de activos públicos a las instituciones que configu-

ran el nuevo sistema puede representar una fuente importante de ingresos para el fisco.

En el caso chileno, la puesta en marcha del nuevo sistema de pensiones en 1981 desencadenó un rápido y masivo traslado de trabajadores hacia las AFP, con la consiguiente merma de los ingresos por cotizaciones de las cajas de previsión del régimen antiguo. En los años inmediatamente posteriores a la reforma (1982-1983), esta caída de los ingresos se vio agudizada por un deterioro de las remuneraciones reales y una disminución de la frecuencia de pago de las cotizaciones. Esto fue consecuencia, a su vez, del aumento en la tasa de desempleo y del marcado debilitamiento de la situación financiera de las empresas, fruto de la grave crisis económica de ese período.

La reforma al sistema de pensiones generó también un aumento en el flujo de gastos fiscales por la modalidad escogida para cancelar la deuda de las Cajas de Previsión con los afiliados que se pensionan una vez que se han trasladado al nuevo sistema. Recordemos que el total de esta deuda se cancela en un sólo pago al momento de pensionarse el trabajador, y no como flujo de pensiones. En consecuencia, la reforma obligó al Fisco a reconocer una deuda de importancia que tenía el antiguo sistema previsional.

La disminución de los ingresos por cotizaciones y el pago en una sola vez de los Bonos de Reconocimiento de los trabajadores que se pensionaban después de su traslado al nuevo sistema, provocaron un aumento significativo del déficit previsional de caja del sector público.

Este déficit corresponde a la suma del déficit operacional de las instituciones de previsión del sistema antiguo, más los pagos por concepto de Bonos de Reconocimiento. El déficit operacional corresponde, a su vez, a la diferencia entre los pagos de pensiones y los ingresos por cotizaciones. Los montos que se consideran por concepto de Bonos de Reconocimiento son los pagos efectivos a los afiliados a las AFP que se han pensionado en el período y que tenían cotizaciones en el sistema antiguo. El déficit previsional de caja no incluye otros egresos, tales como los pagos de pensiones mínimas y los pagos de pensiones asistenciales, ya que éstos no dependen del sistema de pensiones vigente y su financiamiento proviene de los ingresos generales de la nación (cuadro 37).

El déficit previsional de caja aumentó desde casi \$ 88 mil millones

Cuadro 37
DEFICIT PREVISIONAL DEL SISTEMA ANTIGUO
 (Millones de pesos de diciembre de 1990)

Año	Déficit operacional	Bonos de Reconoc. (a)	Déficit previsional	% Déficit previs./PGB	% Variación déficit previs.
1981	87 438	396	87 834	1,2	—
1982	207 403	5 588	212 990	3,2	142,5
1983	231 375	10 878	242 253	3,7	13,7
1984	244 750	13 201	257 951	3,9	6,5
1985	234 626	16 515	251 141	3,6	-2,6
1986	251 915	23 563	275 478	3,7	9,7
1987	267 374	29 894	297 268	3,8	7,9
1988	272 933	32 466	305 400	3,4	2,7
1989 (b)	n.d.	n.d.	312 830	3,3	2,4
1990 (b)	n.d.	n.d.	325 737	3,4	4,1

Notas: (a) Pagados en cada período.

(b) Se utilizó la cifra de déficit previsional proyectado.

Fuente: Cifras calculadas con información de Ortúzar (1988).

en 1981 a una cifra cercana a \$ 326 mil millones en 1990, ambas cifras en pesos de diciembre de 1990. Gran parte de este crecimiento se registró durante 1982, como consecuencia del traslado masivo de cotizantes desde las cajas de previsión a las AFP y del significativo deterioro en la situación económica del país. En 1981 el déficit representó el 1,2% de PGB, nivel que aumentó a 3,2% en 1982 y a 3,9% en 1984. En los años siguientes ha fluctuado entre 3,3 y 3,8% del PGB.

El componente más importante del déficit previsional de caja corresponde a la parte operacional que bordeó los \$ 273 mil millones en 1988 equivalentes a poco más de 89% del déficit total. Los pagos por Bonos de Reconocimiento correspondieron al 11% restante, lo que equivale a poco más de \$ 32 mil millones. Este último ítem creció significativamente entre 1981 y 1988, tanto en millones de pesos como en porcentaje del déficit total.

Tal como se señaló, el principal factor que explica el aumento del déficit operacional después de la reforma fue la baja de los ingresos por cotizaciones que registraron las cajas de previsión por el traslado de los aportantes a las AFP. Esta reducción se puede estimar a través del volumen de recursos que han enterado los cotizantes a los fondos de pen-

Cuadro 38
COTIZACIONES A LOS FONDOS DE PENSIONES (a)

Año	Cotizaciones MM\$ Dic. 1990	Cotiz. / PGB %	Cotiz. / Déf. prev. %
1981	n.d.	n.d.	n.d.
1982	102 484	1,5	48,1
1983	94 919	1,4	39,2
1984	99 655	1,5	38,6
1985	103 331	1,5	41,1
1986	121 537	1,7	44,1
1987	133 201	1,7	44,8
1988	150 960	1,7	49,4
1989	194 882	2,0	62,3 (b)
1990	187 025	2,0	57,4 (b)

Notas: (a) Cotizaciones más ingresos por comisión porcentual sobre la renta imponible menos pagos de pensiones y de otras prestaciones y menos los gastos totales de las A.F.P., incluidos los pagos por concepto del seguro de invalidez y sobrevivencia.

(b) Estimación.

Fuente: Boletines mensuales de la SAFP, Boletín Mensual del Banco Central de Chile y cuadro anterior

siones, y que pasan de \$102 mil millones en 1982 a casi 187 mil millones en 1990 (cuadro 38). En 1982 las cotizaciones a los fondos representaron casi la mitad del déficit previsional de las cajas y un 1,5% del PGB, en tanto que en 1990 estos porcentajes fueron de 57% y de 2%, respectivamente.

Los recursos de los fondos de pensiones constituyeron en Chile una fuente importante de financiamiento del déficit previsional entre los años 1981 y 1988, que se canalizó al Fisco a través de la compra de títulos de deuda de la Tesorería General de la República y de acciones de empresas públicas que habían sido privatizadas.

En el cuadro 39 se muestra la inversión de los fondos de pensiones en títulos de Tesorería. Por esta vía de financiamiento se llegó a cubrir un máximo de 29% del déficit previsional en 1983. Sin embargo, desde ese año las colocaciones netas de papeles de la Tesorería (ventas menos vencimientos) a los fondos bajan significativamente, llegando a ser negativas en el período 1987-1990. El máximo porcentaje de inversión de los fondos de pensiones en papeles de Tesorería se alcanza en 1983, cuando llega a 30%. A fines de 1990 dicho porcentaje había bajado a 1,6%.

Cuadro 39
INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN TITULOS DE TESORERIA (a)

Año	Monto (MM\$ de diciembre de 1990)	Variación	Invers. como % de Fondos de Pensiones	Variac. como % Déficit Previs. (b)
1981	476	476	0,7	0,5
1982	46 308	42 832	21,7	20,1
1983	117 226	70 918	30,4	29,3
1984	130 417	13 191	25,7	5,1
1985	155 631	25 214	22,2	10,0
1986	189 817	34 186	20,7	12,4
1987	131 185	- 58 632	11,7	- 19,7
1988	74 204	- 56 981	5,4	- 18,7
1989	59 037	- 15 167	3,5	- 4,9
1990	35 901	- 23 136	1,6	- 7,1

Notas: (a) Fines de año.

(b) La variación de la inversión de los Fondos de Pensiones en títulos de Tesorería no está corregida por cambios en la valorización de estos instrumentos.

Fuente: Cálculos propios a base de información de la SAFF y del Cuadro 37.

Por otra parte, a partir de 1985 el Fisco comienza a traspasar porcentajes importantes de la propiedad de algunas de sus empresas al sector privado. A fines del mismo año se autorizó la inversión de los fondos de pensiones en acciones de algunas empresas, básicamente las mismas que se estaban privatizando. De esta manera, los fondos de pensiones adquirieron importantes porcentajes de la propiedad de empresas estatales,

Cuadro 40
INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ACCIONES
DE EMPRESAS PRIVATIZADAS (a)

Año	Monto (MM\$ de diciembre de 1990)	Variación	Monto como % de Fondos de Pensiones	Variac. como % Déficit Previs. (b)
1985	69	—	—	—
1986	34 481	34 412	3,76	12,5
1987	70 064	35 583	6,24	12,0
1988	111 382	41 318	8,08	13,5

Notas: (a) Fines de año.

(b) Este cálculo es estimativo, pues las variaciones de inversión en las empresas no están corregidas por cambios en los precios de las acciones.

Fuente: Estimaciones propias en base a antecedentes de la SAFF y del Cuadro 37.

contribuyendo al proceso de privatización de las mismas. El Fisco obtuvo así recursos que le permitieron aminorar sus niveles de endeudamiento interno. Entre 1986 y 1988 el flujo de inversión de los fondos de pensiones en acciones de empresas privatizadas representó cerca de un 13% del déficit previsional (cuadro 40). Otras fuentes importantes de financiamiento del déficit habrían sido las ventas de activos de las cajas de previsión y, principalmente, la reducción de los gastos corrientes.

Sin embargo, en ningún año el Fisco ha cubierto el total de su déficit previsional de caja mediante endeudamiento o venta de activos; incluso la contribución de estos mecanismos de financiamiento nunca ha sido mayoritaria. Así, en Chile, el Fisco ha financiado la reforma con un importante esfuerzo de ahorro interno, que ha permitido orientar la inversión de los fondos de pensiones hacia el financiamiento de proyectos del sector privado y aumentar la tasa global de ahorro.

La evolución estimada para este déficit entre el año 1990 y el año 2015 se presenta en el cuadro 41. Las cifras muestran un incremento real del déficit hasta el año 2000, para caer luego sostenidamente hasta el fin del período de proyección.

Cuadro 41
DEFICIT PREVISIONAL PROYECTADO

Año	Déficit Previsional (a)	Porcentaje (b)	Año	Déficit Previsional (a)	Porcentaje (b)
1990	325 737	3,4	2003	388 413	2,5
1991	338 643	3,4	2004	381 093	2,3
1992	351 650	3,4	2005	373 216	2,2
1993	364 025	3,4	2006	352 798	2,0
1994	375 872	3,4	2007	342 674	1,9
1995	383 854	3,3	2008	331 694	1,7
1996	390 155	3,3	2009	319 993	1,6
1997	395 198	3,2	2010	304 174	1,5
1998	397 859	3,1	2011	286 516	1,3
1999	398 334	3,0	2012	268 580	1,2
2000	399 229	2,9	2013	250 491	1,1
2001	397 515	2,7	2014	232 232	1,0
2002	393 922	2,6	2015	213 770	0,9

Nota: (a) En MM\$ de diciembre de 1990.

(b) Déficit previsional / P.G.B.

Fuente: Estimado con información de Ortúzar (1988). Supone que el PGB crece a una tasa de 4%.

Suponiendo que el PGB crece a una tasa media anual de 4% durante el período analizado, observamos que el déficit alcanza como máximo un 3,4% del PGB en el quinquenio 1990-1994. Después de estos años, la proporción entre déficit y PGB baja persistentemente hasta ubicarse en 0,9% en el año 2015. En ningún año de este período se sobrepasa la relación observada en los primeros años de la reforma.

b) *Sustitución del régimen antiguo por uno de capitalización*

i) *Los problemas de la transición*

El reemplazo de un sistema previsional por otro, que además es completamente distinto, presenta una serie de dificultades que deben ser encaradas adecuadamente si se quiere asegurar el éxito de la reforma. La primera dificultad consiste en la racionalización del régimen antiguo; la segunda, en la consolidación del nuevo sistema de capitalización; y la última, en la liquidación de las distintas instituciones que operan en el régimen antiguo.

En la mayoría de los sistemas de pensiones que operan en América Latina, y el caso chileno no era una excepción, se enfrenta una situación caracterizada por la existencia de un gran número de instituciones, con variados regímenes de pensiones y marcadas diferencias entre ellos, y por la multiplicidad de beneficios ofrecidos.

Cuando se instaura un régimen sustitutivo y existe libertad de elección entre sistemas para el trabajador, es necesario previamente introducir reformas que uniformen y racionalicen la estructura de beneficios que entregan los distintos sistemas. Además, estos deben ajustarse a la estructura de beneficios que entregará el nuevo régimen, transfiriendo a otras instituciones todos aquellos programas que no tengan relación directa con el pago de pensiones. Si no se logra esta uniformidad, es altamente probable que los trabajadores opten por el sistema que ofrezca mayores beneficios nominales presentes (distintos a la pensión) o condiciones más generosas para obtener estos beneficios, obstaculizándose así el desarrollo del nuevo esquema.

Es también necesario enfrentar el tema de las opciones que existen para provocar el traslado de los imponentes hacia el nuevo sistema. Dicho objetivo puede conseguirse obligando, simplemente, a los trabajadores a cambiarse, o estableciendo un esquema de incentivos que favorezca ese traslado. En el primer caso, se maximiza el impacto negativo de corto

plazo sobre las finanzas públicas, pues se priva al régimen vigente de toda la recaudación. Adicionalmente, se presentan problemas para reconocer en forma adecuada los derechos adquiridos por los trabajadores que ya han pagado cotizaciones, en especial en el caso de aquellos que están próximos a pensionarse. Por último, la incorporación inmediata de todos los trabajadores a las instituciones del nuevo sistema puede dar origen a problemas operativos de importancia.

Una estrategia que dé libertad para decidir el traspaso tiene, en cambio, las ventajas de facilitar el desarrollo más armónico y ordenado del nuevo sistema; de atenuar el impacto de la reforma sobre las finanzas públicas; y de otorgar legitimidad al nuevo esquema, pues la decisión de cambio será individual y voluntaria.

Por otra parte la libertad de opción significa, también, aceptar la coexistencia de dos sistemas de pensiones durante un prolongado período, además del riesgo de que sean pocos los trabajadores que se trasladen al nuevo sistema. Por ello, bajo este esquema resulta muy importante considerar incentivos directos en favor del traslado, adicionales a la promesa de mejores beneficios futuros. Desde luego, se requiere la creación de un mecanismo adecuado que reconozca las cotizaciones que hayan efectuado los trabajadores que pertenecieron al régimen antiguo. También es necesaria una amplia difusión de las características fundamentales del nuevo sistema y de las ventajas que éste puede representar para los trabajadores. Además, la existencia de beneficios inmediatos para aquellas personas que se trasladen de sistema puede favorecer significativamente la consolidación del esquema que se pretende aplicar.

Finalmente, cuando ya se ha producido un traslado masivo de imponentes al nuevo sistema, parece razonable fusionar las distintas instituciones del régimen antiguo pues éstas quedarán inevitablemente sobredimensionadas. La fusión permite una operación más eficiente de estas entidades y la venta de parte de sus activos, lo que podría contribuir a la cobertura del desequilibrio generado en el presupuesto público durante la etapa de transición.

ii) *Transición en Chile*

A fines de 1979, treinta y dos instituciones otorgaban prestaciones previsionales a sus imponentes. Existían marcadas diferencias en los beneficios que lograban los afiliados de una y otra entidad previsional, es-

tando en peor situación relativa los del Servicio de Seguro Social, que correspondían a los obreros, aprendices y algunos grupos de trabajadores independientes. Los aportes previsionales exigidos a los empleadores y trabajadores estaban entre los más altos de América Latina y el volumen requerido de subsidios estatales para financiar las prestaciones era cada vez mayor (Castañeda, 1990; Mesa-Lago, 1989; Pontificia Universidad Católica, 1983).

En los siete años previos a la instauración del sistema de AFP (1974-1980), el sistema previsional fue objeto de una serie de reformas encaminadas a simplificar y uniformar el régimen de las cajas de previsión; atenuar las diferencias más discriminatorias e inequitativas existentes al interior de ese sistema; y desligar el financiamiento de ciertos beneficios, que no constituyen pensiones, de las cotizaciones previsionales.

Así, en 1974 se unificaron las pensiones mínimas de las diferentes cajas; en el período 1973-1975 la mayoría de las principales instituciones del régimen antiguo comenzó a rebajar las tasas de cotización que cobraba a sus imponentes, de modo que a comienzos de 1981 ellas habían descendido, para el caso de las pensiones, a niveles de 20%; ese mismo año fue modificada la norma según la cual las cotizaciones eran de cargo compartido del trabajador y su empleador, pasando a recaer por completo este pago en los asalariados. Al mismo tiempo se incrementaron las remuneraciones brutas, con el objeto de no disminuir los salarios líquidos y se determinó que la asignación familiar y el subsidio de cesantía se financiarían con aportes estatales directos y no con cargo a cotizaciones previsionales.

En 1979 el Decreto Ley 2.448 uniformó los requisitos de años de servicio y edad para pensionarse por antigüedad y vejez; además, fijó en 65 años para los hombres y 60 años para las mujeres la edad mínima para obtener este beneficio. No obstante, aquellos imponentes que ya tenían un considerable tiempo cotizado pudieron pensionarse con edades menores. El mismo Decreto Ley estableció un mecanismo de reajustabilidad automática de las pensiones para la recuperación del poder adquisitivo perdido a causa de la inflación. El mecanismo ha sido aplicado, sin embargo, de manera más bien discrecional durante los años ochenta, ya que en algunas oportunidades se concedieron reajustes por montos inferiores a los que hubiere correspondido de acuerdo a la inflación acumulada y

en otras ocasiones se otorgaron reajustes por encima de esa norma, en favor de grupos de pensionados pobres y ancianos.

A pesar de todos estos cambios, no se corrigieron algunas de las características fundamentales del sistema antiguo, tales como la afiliación por tipo de trabajo y la modalidad de financiamiento "sobre la marcha" (reparto).

Posteriormente, una vez culminado el traslado masivo de imponentes a las AFP, las cajas de previsión fueron fusionadas en el Instituto de Normalización Previsional, eliminándose recién en este momento algunas normas discriminatorias, entre ellas la afiliación según tipo de trabajo.

El traslado de trabajadores desde el sistema antiguo al nuevo comenzó en 1981. En el caso chileno se optó por una solución mixta: los asalariados que iniciaron labores después del 1 de enero de 1983 quedaron obligados a afiliarse a las AFP, pero el resto de los trabajadores, dependientes e independientes, pudieron optar libremente entre permanecer en el antiguo o trasladarse al nuevo sistema.

Entre los trabajadores prevalecía una falta absoluta de confianza en el sistema antiguo y la percepción de que el nuevo régimen de AFP les daría mayores y mejores beneficios hecho que facilitó el traspaso. Adicionalmente, se les ofreció un incentivo directo para el traslado, consistente en un aumento de la remuneración líquida que fue posible por la rebaja de la tasa de cotización desde un promedio de 25,6% en el régimen antiguo hasta 17% (incluyendo salud) en las AFP. Simultáneamente, se estableció que las nuevas cotizaciones serían de cargo del trabajador y, para compensar el consiguiente deterioro del salario líquido, la remuneración imponible fue incrementada en un promedio de 17%. Como resultado de estos cambios, aquellos trabajadores que optaron por trasladarse al nuevo sistema vieron aumentar su remuneración líquida en forma proporcional a la diferencia entre la antigua tasa de cotización, que variaba según la institución a la que estuviesen afiliados, y la nueva tasa pareja de 17%. Así, por ejemplo, la remuneración líquida para un trabajador que antes cotizaba 25,6% subía en 11,6% si éste decidía cambiarse a una AFP¹⁵.

¹⁵ Salario líquido inicial: $W(1 - 0.256) = 0.744 W$. Nuevo Salario líquido $W(1 - 0.17) = 0.83 W$. Relación salarios: $0.83/0.744 = 1.116$.

Uno de los principales factores que permitieron reducir las tasas de cotización en el sistema de AFP fue la unificación de las edades de pensión (en 65 años los hombres y 60 años las mujeres), lograda al eliminarse la jubilación por años de servicio. En la misma línea, se esperaba que el régimen de las AFP se tradujera en un sustancial mejoramiento de la eficiencia operativa y de la rentabilidad sobre las cotizaciones, así como un sustancial descenso de la evasión.

Otro factor de importancia que facilitó la decisión del traslado, fue el reconocimiento por parte de las instituciones del sistema antiguo de las cotizaciones que los trabajadores habían efectuado en éstas, según se ha visto en el capítulo anterior.

2. Mercado de capitales

Una de las características más destacadas del sistema de pensiones basado en la capitalización individual es la acumulación de volúmenes crecientes de recursos financieros. Para maximizar la rentabilidad de estos fondos en el largo plazo es indispensable que el marco legal y normativo de las inversiones de los Fondos de Pensiones reconozca la gran demanda por instrumentos de inversión e incentive al máximo la eficiencia en el proceso de intermediación de los fondos. Además, la acumulación de esta importante cantidad de recursos financieros en manos de administradores privados obliga a reflexionar sobre un eventual problema de concentración de poder económico.

a) Regulación de las inversiones de las AFP

Ya hemos reseñado las principales normas a que están sujetas las inversiones de los fondos de pensiones. Estas se refieren a tres aspectos: la transparencia del proceso de inversión; la solvencia de los instrumentos de inversión, y la diversificación de los fondos de pensiones. Es comprensible que la legislación intente promover todas estas características en forma simultánea, pero la experiencia chilena ha demostrado que puede ser necesario cierto grado de compromiso entre ellas para asegurar que no se vea amenazado el objetivo principal del sistema de pensiones.

Específicamente, para garantizar la máxima rentabilidad de largo pla-

zo se hace necesario estimular la innovación financiera y la diversificación, aun cuando esto signifique sacrificar un nivel absoluto máximo de riesgo por instrumento e incorporar activos menos líquidos y más heterogéneos al portafolio, dificultándose así el proceso de fiscalización y valorización de las inversiones.

El origen del problema se encuentra en la rápida acumulación de los fondos de pensiones y en el consecuente crecimiento de la demanda por instrumentos financieros de estos inversionistas institucionales. Las proyecciones de expansión de los fondos de pensiones indican que las AFP deberán invertir en el futuro cercano unos US\$ 1 000 millones adicionales al año (Iglesias et al, 1988). Esto significa una demanda equivalente por activos financieros, situación que obligará a las autoridades a dejar los espacios necesarios para evitar que ella se concentre en pocos papeles y se generen problemas de menor liquidez, con las dificultades consiguientes de valorización económica, y caídas en las tasas de retorno.

De hecho, la rápida acumulación de recursos durante los primeros años de funcionamiento del sistema de AFP ha redundado en un aumento sustancial de la participación de estos inversionistas institucionales en el mercado de instrumentos financieros en los cuales están autorizados a operar. Así, la tasa de acumulación de recursos de los fondos de pensiones ha sido superior al ritmo de incremento de la oferta de activos financieros autorizados y la participación de los fondos en el mercado de algunos instrumentos específicos ya es absolutamente mayoritaria. Este es el caso de las letras hipotecarias, bonos de empresas y títulos de la Tesorería General de la República (cuadro 42).

Si la situación no se corrige en forma oportuna, inevitablemente el precio de estos activos subirá, erosionando la rentabilidad de los fondos de pensiones, lo que se traducirá a la postre en deterioro de los montos de las pensiones. Es preciso, en consecuencia, procurar que las normas de inversión de los fondos de pensiones no segmenten exageradamente el mercado y los obliguen a concentrar la demanda en un rango limitado de instrumentos. Simultáneamente, el marco regulatorio debe facilitar el desarrollo del mercado de capitales, de tal manera que se produzca el grado de "securization" de los activos de la economía, necesario para satisfacer la demanda creciente de los fondos de pensiones por instrumentos de inversión.

Cuadro 42
**COMPARACION DE FONDOS DE PENSIONES CON STOCK DE PASIVOS
 FINANCIEROS A FINES DE CADA AÑO (a)**
 (% de la inversión sobre el stock total de cada instrumento)

Instrumentos	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	90 (a)
Depósitos bancarios	3,0	4,5	1,0	6,0	11,9	17,6	20,5	23,7	20,1	21,3
Letras hipotecarias	2,2	24,9	44,8	44,0	48,2	44,2	46,9	53,0	52,1	57,7
Banco Central	10,9	9,5	16,2	38,0	22,9	29,6	31,3	28,8	38,9	37,6
T. Gral. República	0,7	30,8	31,5	24,7	46,5	71,0	87,8	93,2	90,5	96,4
Bonos de empresas	1,9	1,3	9,3	10,2	7,7	11,1	27,1	48,1	47,8	59,3
Acciones (b)	—	—	—	—	1,2	18,8	11,8	20,7	11,1	10,7
Total	3,5	10,7	17,1	21,0	24,8	29,5	26,8	29,6	27,0	27,3

Notas: (a) A diciembre. No se ha corregido por diferencias en el sistema de valorización de los instrumentos entre las distintas fuentes.

(b) Sólo se consideran las acciones que pueden ser adquiridas por los Fondos de Pensiones. Durante 1989 se autorizó la inversión de los Fondos de Pensiones en empresas con mayor concentración de la propiedad, rebajándose, empero, los límites máximos de inversión. Esto explica en gran medida la disminución de la participación de los fondos en el total de las acciones.

Fuente: Elaboración propia a base de antecedentes de la SAFF, Banco Central de Chile y SBIF.

Esta tendencia hacia la mayor diversificación no está exenta de problemas, pues supone la incorporación a los portfolios de los fondos de pensiones de activos cada vez más heterogéneos y de difícil valorización. Sin embargo, tales dificultades pueden ser evitadas o atenuadas mediante la instauración de adecuados procedimientos de clasificación de riesgo, la imposición de límites de inversión y una eficiente fiscalización de las transacciones (Pérez, 1988).

b) Intermediación de los fondos de pensiones

Diversos autores han señalado que uno de los problemas fundamentales que puede enfrentar un sistema de pensiones con acumulación de reservas y administración privada en una economía en desarrollo, sería la ausencia de un mercado de capitales lo suficientemente profundo en el que se pueda intermediar de manera eficiente los recursos acumulados (Arellano, 1988; Lacey, 1987, Mesa-Lago, 1989).

La advertencia es válida y sirve para destacar la necesidad de crear

Cuadro 43
REFORMAS DEL MERCADO DE VALORES ASOCIADAS CON LA
ACUMULACION DE FONDOS DE PENSIONES

Fecha	Reforma	Relación con Fondos de Pensiones
Oct. 1987	Circular 574 SVS	Define personas relacionadas
	Circular 585 SVS	Obliga a informar las transacciones accionarias efectuadas por accionistas mayoritarios, directores y ejecutivos.
	Circular 601 SVS	Obliga a informar cualquier operación o evento que pueda afectar significativamente sus negocios.
Oct. 1987	Ley Nº 18.660	Obligatoriedad de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública (esto apoya las normas de diversificación de inversiones que afectan a los Fondos de Pensiones).
Jun. 1987		Acepta a los agentes de valores como mercado secundario formal (esto permite a los Fondos de Pensiones operar con ellos).
	Ley Nº 18.815	Ley de Fondos de Inversión. Autoriza la transacción de sus cuotas en mercado financiero (permitiendo a Fondos de Pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios y en capital de riesgo). Posteriormente reglamentada por D.S. Nº 864, de octubre de 1989.
Dic. 1989	Ley Nº 18.876	Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores.

Fuente: Reproducido de Valdés (1990).

un marco regulatorio que permita un crecimiento acelerado, pero orgánico, del mercado de capitales, en forma simultánea con la instauración del sistema de capitalización. Sin embargo, la experiencia chilena comprueba que para llevar adelante la reforma previsional no es requisito ineludible la existencia de un mercado de capitales maduro, pues la propia acumulación de fondos y la demanda por activos financieros que es alimentada por este proceso sirve de estímulo para promover la innovación, la competencia y el crecimiento del mercado de capitales, siempre que la regulación no se transforme en obstáculo para su desarrollo (Valdés, 1990).

Queda de manifiesto entonces la enorme trascendencia del tema de la regulación de los mercados financieros. Un esquema ideal debería promover, de manera simultánea, la transparencia en las operaciones, la competencia en el mercado y la solvencia de los intermediarios, sin limitar la flexibilidad del mercado para adaptarse a las cambiantes condiciones del entorno.

En el caso chileno se comprueba que la reforma previsional fué acompañada de una serie de cambios en la legislación financiera que tienden a crear las condiciones para que el proceso de intermediación sirva para promover una adecuada asignación del ahorro con la mayor eficiencia operativa¹⁶. Así, casi simultáneamente con la reforma previsional, en octubre de 1981 se promulga la Ley 18.045, que promueve la transparencia de las transacciones del mercado de valores y favorece la competencia en el mercado de intermediación. El mismo año se dicta una nueva ley sobre sociedades anónimas (18.046), con el objeto principal de garantizar un acceso equilibrado a la información sobre las operaciones de estas sociedades y proteger los derechos de los accionistas minoritarios. En 1986 se introducen sustanciales modificaciones a la Ley 18.576 sobre la banca.

Estos cambios ocurren después de la liberalización de las tasas de interés, proceso que comienza en 1974 y culmina el año siguiente, y del otorgamiento de autorización a las instituciones financieras para que efectúen operaciones de captación y colocación de índole reajutable, proceso que se completó en 1977 con la autorización para pactar estas operaciones según la variación de la "unidad de fomento" (UF), cuyo valor se ajusta diariamente de acuerdo a la inflación del mes inmediatamente anterior. Este último hecho debe destacarse en forma especial, pues la posibilidad de encontrar activos financieros cuyo valor no disminuya por efectos del alza del nivel general de precios resulta muy importante para promover el ahorro de largo plazo en economías con largo historial en materia de inflaciones altas y de gran variabilidad. Bajo tales condiciones, la ausencia de indización de los activos financieros sesga la inversión en favor tanto de títulos de corto plazo o con tasas variables, como de activos no financieros o "reales"¹⁷.

Por último, el crecimiento de estos recursos institucionales ha provocado otras modificaciones de la normativa legal, útiles también para promover la innovación y la competencia en el mercado de capitales. Especial importancia revisten la instauración en 1987 (Ley 18.660) de un

¹⁶ Urenda (1989) y De Tezanos y Molina (1989) entregan una completa descripción de los cambios operados en la legislación financiera durante el período.

¹⁷ Los fondos de pensiones no han sido autorizados todavía para invertir directamente en activos "reales", aparentemente por problemas de valorización que dificultan una fiscalización rigurosa.

sistema obligatorio de clasificación de riesgo de todos los valores de oferta pública, lo que permite al mercado obtener a muy bajo costo información homogénea sobre los emisores; la dictación de normas sobre constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores; y la creación de nuevos instrumentos de inversión, tal como los fondos de inversión, las sociedades inmobiliarias y los mutuos hipotecarios endosables.

La experiencia chilena sirve entonces para identificar algunas de las condiciones claves necesarias para optimizar la eficiencia en el proceso de inversión de los fondos de pensiones. Primero, el marco regulatorio de la inversión ha de poseer la flexibilidad suficiente para evitar que la demanda de activos financieros se concentre en poco instrumentos, ya que ello distorsionaría los precios relativos, erosionando la rentabilidad de largo plazo de los fondos acumulados. Se requiere también que el marco regulatorio del mercado de capitales permita el libre ajuste de precios; garantice la mayor transparencia y equidad en el uso de información; promueva la competencia en el ámbito de la intermediación financiera; y, estimule la innovación tecnológica del sector, sin dejar de reconocer que la acumulación de capital institucional es un fenómeno que, bajo las condiciones adecuadas, puede retroalimentar decisivamente este último proceso.

c) Concentración del poder económico

Las AFP administran parte importante del ahorro privado total del país. En efecto, la participación del ahorro previsional sobre el ahorro total es, en Chile, del orden del 11%, situación que ha dado lugar a un debate sobre los eventuales peligros de la concentración de poder económico en los administradores privados del sistema de pensiones¹⁸.

Cabe señalar que los riesgos asociados a la administración privada de una parte importante de los activos financieros de un país no son conceptualmente distintos de los que conlleva la administración estatal de los mismos. Tales riesgos dependen del grado de competencia en los mercados de intermediación financiera y de "administración delegada" (AFP en este caso específico), así como de las características del marco regulatorio del proceso de inversión de los mismos.

¹⁸ Ver Arellano (1985) y declaraciones a la prensa formulados en octubre de 1990 por los superintendentes de A.F.P. y de Valores y Seguros.

Las normas de inversión de las AFP han tomado muy en cuenta estos factores. Por eso ellas obligan a la diversificación de inversiones entre las alternativas autorizadas; imponen gran transparencia a cada operación financiera con recursos de los fondos de pensiones; y limitan drásticamente la inversión en activos financieros emitidos por entidades que tengan cualquier grado de relación de propiedad con los accionistas de la AFP.

Adicionalmente, la ley asegura condiciones de libre entrada a la industria y facilita la libre elección por parte de los trabajadores. La existencia de condiciones propicias a una competencia activa entre las AFP dificulta la administración de los fondos con objetivos distintos a los que buscan los afiliados. Por último, el auge del mercado de capitales durante los últimos años y la aparición de nuevos intermediarios, constituyen elementos que caracterizan a un mercado de captación de ahorro institucional mucho más competitivo, que favorece una mayor diversificación en el destino de los fondos de pensiones.

En definitiva, pues, se han disipado los temores que algunos analistas expresaron al ponerse en marcha el nuevo sistema, en el sentido que se producirían disminuciones en la tasa de retorno de la inversión derivadas de eventuales acuerdos oligopólicos entre los administradores, y de que algunos intermediarios o emisores, aparte del Estado, captaran una proporción excesiva de los recursos previsionales. Así, por ejemplo, a diciembre de 1990 ningún emisor de acciones o bonos concentraba más del 5,3% de la inversión de los fondos de pensiones; y ninguna institución financiera, más del 5%.

Otra dimensión de este problema que también merece un detenido análisis tiene que ver con la responsabilidad de las administradoras en cuanto inversionistas con fondos de terceros, especialmente en el caso de las acciones. Se ha sugerido que las AFP no ejerzan el derecho a voto que les corresponde como accionistas de las empresas donde se han invertido los fondos de pensiones, o que el poder de voto sea transferido a los afiliados para que éstos lo ejerzan directamente, argumentándose que así disminuiría el eventual riesgo que las AFP utilizaran en función de los intereses de otros accionistas distintos a sus afiliados, el poder derivado de la inversión de los fondos de pensiones para administrar las empresas en las que tengan participación accionaria.

La ley obliga a una participación activa de las AFP en aquellas sociedades de las cuales son accionistas. Así, el DL 3.500 establece que estas administradoras "deberán realizar todas las gestiones que sean necesarias, y con la diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la administración de las empresas en que se hayan invertido recursos de los fondos de pensiones, con el objeto de velar por la adecuada rentabilidad de sus inversiones". Además, obliga a éstas a concurrir a las juntas de accionistas de todas las sociedades en las que el respectivo fondo de pensiones tenga participación accionaria. Se pretende de esta manera que las AFP cautelen que la administración de estas empresas proteja adecuadamente los objetivos de largo plazo de los fondos de pensiones, los cuales deberían ser consistentes, por supuesto, con los de la misma empresa; maximizar el valor de las acciones, de modo de maximizar la rentabilidad de los fondos de pensiones.

Simultáneamente, y para atenuar el riesgo que las AFP favorezcan decisiones de las empresas que privilegien a otras accionistas, se aplican normas que limitan la inversión del fondo de pensiones en acciones de empresas de propiedad relacionada con la administradora de que se trate. Dichas normas son complementarias de otras que obligan a las AFP a informar al organismo fiscalizador (SAFP) acerca de cada una de las decisiones que adoptan sus representantes en las juntas de accionistas. Además, la Ley de Valores exige informar a la respectiva superintendencia acerca los acuerdos de actuación conjunta entre accionistas de una misma sociedad. Por último, la competencia entre AFP constituye, sin duda, un elemento que aminora los riesgos de una eventual concertación para fijar objetivos distintos a la maximización del valor de las empresas en las que esas administradoras participan.

A pesar de todas estas precauciones legales, y aunque el análisis de la experiencia acumulada no permite detectar problemas de importancia, hay quienes han insistido en la posibilidad de transferir a los afiliados el derecho a voto en los directorios de las empresas en las que las AFP tienen participación accionaria. El debate al respecto es todavía incipiente, pero es posible desde ya formular varias objeciones de importancia a tal propuesta.

En primer lugar, los trabajadores eligen libremente la AFP que les prestará un servicio especializado, que incluye la selección y el control

de un portafolio de inversiones. Por este servicio la AFP cobra un precio, debiendo cumplir su tarea "con la diligencia que emplean en sus propios negocios", para lo cual compromete patrimonio propio, asumiendo las responsabilidades pertinentes. Además, no existen restricciones para cambiar de AFP, si el afiliado está en desacuerdo con la gestión de ésta.

Segundo, la concentración de poder ("votos") permite al agente administrador influir en la empresa como accionista mayoritario, disminuyendo así el riesgo de que la atomización de la propiedad entre miles de eventuales afiliados (accionistas) favorezca la toma de control de las empresas por parte de otros grupos minoritarios que tengan, eventualmente, intereses distintos. Por el contrario, si aumenta la participación de inversionistas institucionales, incluidos los Fondos de Pensiones, en la propiedad de las empresas y, al mismo tiempo, se les impide ejercer activamente la plenitud de sus derechos, aumenta el riesgo de que grupos minoritarios de accionistas tomen el control de las decisiones.

Las AFP son inversionistas de largo plazo, a los cuales, por lo demás, les resulta difícil precaverse del efecto de decisiones que estimen equivocadas por parte de la administración de una empresa. La alternativa de liquidar su participación de mercado carece a menudo de viabilidad, ya que conlleva el riesgo de pérdidas patrimoniales por caídas en el precio de las acciones de las que quieran desprenderse. Por consiguiente, las AFP están obligadas a procurar una coincidencia permanente entre sus objetivos, que son la maximización del valor de la respectiva empresa en el largo plazo de modo de maximizar su rentabilidad, y los que la administración de dicha empresa esté promoviendo. Ello obliga a una participación activa de la AFP en la dirección de las empresas en las que posea paquetes accionarios.

Es muy probable, por otro lado, que se susciten conflictos de intereses entre grupos de afiliados y, además, entre los intereses de corto y largo plazo de cada uno de ellos. Las mismas razones que justifican el carácter obligatorio de los sistemas de seguridad social sirven para poner de relieve los peligros que envuelve la propuesta de dejar en manos de los aportantes la administración de las reservas que financian los respectivos programas. Así, la fuerte preferencia de los afiliados por consumo presente y las probables conductas oportunistas de algunos grupos constituyen dos factores que hacen desaconsejable la entrega de derechos

de voto a los aportantes a un plan obligatorio de pensiones.

Por último, está el problema práctico de generar una representación adecuada para los afiliados, evitando que, en definitiva, el poder quede en manos de grupos de interés económico o político ajenos al objetivo de maximizar la rentabilidad de los fondos de pensiones en el largo plazo.

Sin perjuicio de estas conclusiones, no cabe considerar agotado el tema, pues aún parece posible desarrollar modalidades que hagan más efectiva la participación de las AFP en las empresas donde han invertido recursos del Fondo de Pensiones que administran.

3. Industria de los seguros

a) *Compañías de seguros de vida y sistema de AFP*

Las compañías de seguros de vida desempeñan un papel trascendente dentro del sistema de AFP: cubren los riesgos financieros de invalidez y fallecimiento de los afiliados y venden rentas vitalicias a los trabajadores y sus beneficiarios que optan por esta modalidad cuando se pensionan por invalidez, sobrevivencia o vejez. Así, la creación del sistema de AFP en 1981 provocó un acelerado crecimiento del mercado de los seguros de vida. Las primas recibidas por las compañías aumentaron casi 300% en términos reales entre 1980 y 1982, y en más de 1.000% entre 1980 y 1990, lo que significó que el ritmo medio de expansión anual bordeó el 28% (cuadro 44). Por otra parte, el monto de las inversiones de las compañías de seguros subió de poco más de \$ 45 mil millones en diciembre de 1981 a casi \$ 530 mil millones en igual mes de 1990 (\$ de diciembre de 1990).

La necesidad de garantizar el adecuado funcionamiento del mercado de seguros y la solvencia de las entidades partícipes obligó a introducir sustanciales modificaciones a la legislación de seguros. De hecho ya un año antes de la instauración del sistema de AFP se llevaron a cabo trascendentales reformas a la normativa de seguros (de vida y generales), que incentivaron el desarrollo de las compañías aseguradoras y favorecieron la competitividad del sector.

Hasta el año 1980 el mercado de seguros de Chile estuvo excesivamente regulado por la autoridad, que tenía facultades para fijar precios,

Cuadro 44
PRIMA DIRECTA COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA
 (Millones de pesos de diciembre de 1990)

Año	Prima	% de variación al año	% de variación acumulada
1980	13 079,6	—	—
1981	33 368,7	155,1	155,1
1982	51 221,0	53,5	291,6
1983	55 633,1	8,6	325,3
1984	55 313,1	-0,6	322,9
1985	66 561,5	20,3	408,9
1986	69 213,4	4,0	429,2
1987	81 476,7	17,7	522,9
1988	94 513,8	16,0	622,6
1989	114 124,8	20,7	772,5
1990	150 063,6	31,5	1 047,3

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

aprobar los productos que eran vendidos y normar estrictamente el reaseguro. El énfasis apuntaba a evitar la competencia entre las compañías de seguros para impedir, por esta vía, un eventual deterioro en sus resultados y, en último término, la insolvencia de las mismas. El mercado de seguros también estaban cerrado a la competencia externa, al punto que únicamente la Caja Reaseguradora de Chile estaba autorizada para contratar reaseguros en el extranjero. Por su lado, el Instituto de Seguros del Estado, ISE, tenía el monopolio de los seguros de las instituciones estatales. La ley establecía normas muy vagas en materia de inversión de las reservas, dejando excesivo margen al arbitrio del Superintendente de Valores y Seguros. Todo ello se tradujo en un escaso desarrollo del mercado, en el que prevalecían altos precios y un bajo volumen de ventas (Echeñique, 1990).

Los significativos cambios introducidos a la Ley de Seguros en 1980 tuvieron como objetivo generar un ambiente de mayor libertad y competitividad. Se eliminaron los controles de precios y las restricciones al reaseguro; se fijó un capital mínimo, en UF, para operar en la industria; se establecieron regulaciones financieras más transparentes; se abrió al mercado a la competencia externa e interna, aboliéndose la exclusividad de la Caja de Reaseguros y del ISE en la contratación de los reaseguros

Cuadro 45
REFORMAS DEL MERCADO DE SEGUROS RELACIONADAS A LA
ACUMULACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Fecha	Reforma	Relación con Fondos de Pensiones
Sep. 1984	Circular 425	Norma la constitución de reservas para seguros de la legislación previsional.
Nov. 1985	Circulares 427 y 485	Norma las operaciones en moneda extranjera de las compañías de seguros (para medir su riesgo cambiario).
Ago. 1987 a partir de Enero '88	Ley Nº 18.846	Separa seguro de renta vitalicia del seguro de invalidez y sobrevivencia. Crea la renta vitalicia contratada a futuro, a fin de aumentar la competencia entre compañías de seguro y fomentar desintegración entre Cías. de seguros y A.F.P.
Oct. 1987	Ley Nº 18.660	<ol style="list-style-type: none"> a) Modifica exigencias de diversificación de inversiones de compañías de seguros para asimilarlas a las normas que afectan a los Fondos de Pensiones. b) Impide a las Cías. de seguros invertir en instrumentos del mismo grupo empresarial. c) Sujeta diversificación a clasificación de riesgo continua de cada instrumento. d) Establece mecanismo de regularización de las Cías. de seguros que enfrenta problemas. e) Reduce de 60 000 45 000 U.F. el patrimonio mínimo exigido para el funcionamiento de las aseguradoras, manteniendo para reaseguradoras la exigencia de 60 000 UF de capital.
May. 1988	Ley Nº 18.707	Autoriza a compañías de seguros a invertir en mutuos hipotecarios endosables regidos por esta ley. Las circulares 811 y 833 norman estos instrumentos y el funcionamiento de agentes administradores de mutuos hipotecarios (privados).
Jun. 1988	Circular 803	Define exigencias de reservas en función del grado asumido de riesgo de tasa de interés. Ello suscita fuertes repercusiones en el nivel de las rentas vitalicias y en el grado de competencia, favoreciendo a los pensionados del nuevo sistema.
Jul. 1989	Ley Nº 18.814	Introduce clasificación de riesgo obligada para las compañías de seguros. Flexibiliza moderadamente las normas sobre inversión.
Mar. 1990	Ley Nº 18.964	Crea invalidez parcial y temporal.

Fuente: Valdés (1990) y C.R.CH. (1990).

en el extranjero y de los seguros del Estado, respectivamente; y se exigió fijar en UF las primas y los pagos convenidos en los contratos.

Después de 1980 se han introducido otras modificaciones a la Ley de Seguros y al DL 3.500, orientadas a consolidar el ambiente competitivo en la industria y a asegurar que las compañías que operan en el mercado constituyan las reservas necesarias para responder a sus obligaciones e inviertan sus recursos en forma diversificada y segura (cuadro 45).

Así, la ley 18.646, que entró en vigencia en enero de 1988, modificó el DL 3.500 con importantes repercusiones sobre el mercado de seguros de vida. Se flexibilizaron los requisitos para jubilar anticipadamente, se modificó el sistema de seguro de invalidez y sobrevivencia, se introdujo la cobertura automática de este seguro para cesantes y se amplió la libertad de elección de los afiliados a las AFP, creándose una nueva modalidad de pensiones.

Por otra parte, la Ley 18.660 que entró en vigencia a partir de diciembre de 1987, reguló la diversificación de las inversiones que respaldan las reservas técnicas y el patrimonio de las compañías de seguros, con el objeto de evitar gran parte de las dificultades que éstas habían sufrido a causa de la concentración de sus inversiones en pocos activos que, además, correspondían normalmente a empresas relacionadas. La ley estableció adicionalmente un mecanismo de regularización para las compañías de seguros que enfrentan problemas. En caso de que ellos no sean solucionables, se abre paso a la disolución o la quiebra de la compañía, según sea el caso. De cualquier manera, el sistema contempla que tan pronto como se presente una dificultad que comprometa la solvencia de alguna aseguradora, deberá informarse a la Superintendencia de Valores y Seguros como un hecho relevante de público conocimiento (Caja Reaseguradora de Chile, 1990).

Otro cambio importante en la normativa del mercado de seguros tuvo lugar durante el año 1988, al modificarse la tasa de constitución de reservas de las compañías del ramo. Hasta entonces las reservas debían constituirse a una tasa fija anual de 3%, vale decir la mitad de lo que rentaban los instrumentos estatales de largo plazo, en términos reales. Una tasa tan conservadora obligaba a las compañías a sobredimensionar las reservas necesarias para atender sus obligaciones, lo que

llevaba en muchos casos a pérdidas contables, imponiéndoles, por lo tanto, elevadas exigencias de capital. La nueva modalidad contempla una tasa variable que depende tanto del interés de mercado de los instrumentos estatales de plazo superior a dos años, como del calce entre activos (inversiones) y pasivos (pensiones por pagar) de las compañías de seguros. Mientras mayor es el calce, más próxima al interés de mercado estará la tasa de constitución de reservas. Por el contrario, mientras menor el calce, más se acercará dicha tasa al 3%. Este cambio provocó, en la práctica, una importante reducción del capital necesario para operar en el mercado de los seguros de vida, dado que la tasa real de interés de los instrumentos estatales es muy superior al 3% al año, y favoreció sin duda la competencia en la industria.

En julio de 1989 fue nuevamente modificada la legislación de seguros, estableciéndose que las compañías que operan en el mercado deben someterse a un sistema de clasificación de riesgos a cargo de empresas independientes autorizadas. Estas evalúan, entre otras cosas, la cantidad y calidad de las inversiones, la suficiencia de las reservas, el endeudamiento de la compañía y la capacidad técnica y experiencia de la administración.

b) Seguro de invalidez y sobrevivencia

Tal como señalamos, el riesgo financiero de invalidez y fallecimiento que enfrentan los afiliados a las AFP se cubre con un seguro ofrecido por alguna compañía de seguros de vida.

La experiencia recogida entre 1981 y 1990 ha llevado a efectuar una serie de cambios al funcionamiento de este seguro, consecuentes con los propósitos de aumentar la competencia en el mercado y la libertad de elección de los trabajadores.

Una de estas modificaciones separó el seguro de renta vitalicia del seguro de invalidez y sobrevivencia (cuadro 45) cambiando sustancialmente el funcionamiento del mercado.

Hasta 1987, al producirse una invalidez o fallecimiento, la AFP traspasaba los recursos acumulados en la cuenta de capitalización individual a la compañía de seguros con la cual tenía el contrato respectivo, para

que ésta pagara las pensiones al afiliado, o sus beneficiarios. A partir de 1988 se obliga, en cambio, a la compañía de seguros a depositar en la cuenta individual del trabajador siniestrado la diferencia, denominada Aporte Adicional, entre el capital acumulado y el capital necesario para financiar las pensiones, dejando que el afiliado, o sus beneficiarios, decida libremente entre las distintas modalidades de pensión establecidas en el DL 3.500.

Si el afiliado, -o sus beneficiarios- opta por acogerse a una renta vitalicia, puede contratarla con cualquiera de las compañías de seguros que operan en el mercado. En todo caso, aquellas compañía con la cual la AFP tenía el contrato de invalidez y sobrevivencia cuando el afiliado se invalidó (o falleció), debe ofrecer como mínimo una renta vitalicia igual a la pensión de referencia utilizada para el cálculo del aporte adicional.

El seguro de invalidez y sobrevivencia, ahora de Aporte Adicional, pasó de este modo a ser un negocio de más corto plazo, creándose un mercado diferente para el seguro de renta vitalicia. Además, las modificaciones operadas en los contratos del seguro de invalidez y sobrevivencia han terminado por transformarlos en la práctica en contratos de administración, pues en muchos casos las AFP absorben buena parte de las variaciones en la siniestralidad de los afiliados y en las tasas de interés relevantes.

A partir de enero de 1988 la cobertura del seguro fue ampliada a los trabajadores dependientes con una cesantía de hasta doce meses. Por otro lado, se aumentó de doce a ciento veinte meses el período considerado para el cálculo del ingreso base que se utiliza para determinar la pensión de referencia, lo que permitió vincular mucho más estrechamente el costo del seguro al ingreso efectivo del afiliado, evitando así la posibilidad de fraude mediante el expediente de cotizar por una remuneración imponible más alta algunos meses antes de la presentación de la solicitud de invalidez.

Luego de estas modificaciones, las AFP comenzaron a diferenciar el cobro de la comisión porcentual, con la cual se financia el seguro, entre afiliados dependientes, beneficiados con la ampliación de la cobertura; independientes y aquellos que no tienen derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia. Se trata de una discriminación atendible, pues cada uno

de estos grupos de afiliados representa para las AFP distintos niveles de costos en términos del seguro de invalidez y sobrevivencia.

Sin embargo, al interior del grupo de afiliados dependientes e independientes las AFP continuaron cobrando la misma comisión porcentual sobre la renta imponible, a pesar de que el costo esperado de la invalidez o el fallecimiento varía de acuerdo a la edad, el sexo, las características del grupo familiar y el estado de salud del trabajador. Esta situación, que genera efectos redistributivos del ingreso entre los afiliados, parece en la práctica difícil de corregir, dado que implicaría la instauración de un engorroso sistema de comisiones.

En 1988 se modificó, además, el sistema al que deben ceñirse las AFP para la contratación del seguro. De un régimen de contratos privados se pasó a un mecanismo de licitación pública, con la exigencia de publicar en la prensa los resultados de la licitación efectuada. No obstante, cada AFP mantiene absoluta libertad para elegir la compañía que estime de mayor conveniencia. Esta modificación se introdujo con la finalidad de favorecer una mayor transparencia y competencia al mercado del seguro de invalidez y sobrevivencia, y de evitar que la estrecha relación entre el negocio de las AFP y el de las compañías de seguros de vida, que determina fuertes incentivos para integrar la propiedad de ambas actividades, se traduzca en mayores costos para los trabajadores.

Como las AFP tienden a contratar el seguro de Aporte Adicional con alguna compañía de propiedad relacionada, se podría argumentar que existe el potencial para una transferencia encubierta de utilidades por parte de las administradoras, por la vía del pago de primas por sobre el valor de mercado. Si los afiliados no son muy sensibles al precio o costo total de comisiones pagadas, es posible que una AFP pueda mantener un contrato no competitivo con alguna compañía de seguros. Sin embargo, a medida que la competencia de precios se haga más intensa, los acuerdos de ese tipo no podrán menos que perjudicar seriamente la posibilidad de la respectiva administradora de mantener su participación de mercado. Por otra parte, ante el afiliado la responsable de constituir el capital necesario para financiar la pensión es la AFP, de modo que existe una poderosa razón para que la administradora procure suscribir con la compañía de seguros un contrato que le de máxima confianza y garantías de cumplimiento.

En 1988 se producen también cambios importantes en las modalidades de contratos de seguro de invalidez y sobrevivencia que celebran las AFP con las compañías del ramo. Hasta el año 1987 las primas corresponden a porcentajes fijos de la planilla de remuneraciones. A partir de 1988, y producto de la mayor competencia del mercado, los contratos empiezan a incluir cláusulas que ajustan las primas, dentro de ciertos rangos, en función del comportamiento que registre la siniestralidad de la cartera de afiliados a la AFP respectiva y de la tasa de interés de actualización dada a conocer por el Banco Central¹⁹. Más recientemente, algunos contratos incluyen también una participación de la AFP en los ingresos financieros que obtienen las compañías de seguros por la inversión de la diferencia entre primas pagadas y los gastos realizados. Estos cambios, que traspasan parte del riesgo del seguro a las propias AFP, han ido acompañados de una mayor competencia en el mercado del seguro y de una menor siniestralidad de los afiliados, consecuencia, entre otras razones, de un mejor ordenamiento y de la estandarización de los procedimientos utilizados por las comisiones médicas para evaluar la invalidez y de la recuperación de la actividad económica. Ello ha redundado en una considerable disminución en las primas cobradas por las compañías durante los últimos años (cuadro 46), pese al simultáneo aumento de la cobertura del seguro, derivado de la incorporación de los trabajadores dependientes sin cotizaciones hasta por doce meses y de los casos de invalidez parcial.

Un último cambio significativo para el mercado del seguro de invalidez y sobrevivencia se produce a partir de agosto de 1990, fecha en la que se incorpora el beneficio de invalidez parcial y el pago de pensiones transitorias de invalidez. La invalidez parcial podría significar, "ceteris paribus", un mayor costo para las compañías de seguros por eventuales aumentos en la siniestralidad, especialmente en un comienzo, por la existencia de un "stock" de afiliados que registra entre 50 y 66% de invalidez y quienes hasta antes de estas modificaciones no tenían derecho a pensionarse. De hecho, la introducción simultánea de pensiones

¹⁹ Esta es la tasa que se utiliza en el cálculo del capital necesario para el pago de las pensiones. Se la determina a base de la tasa media de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas de acuerdo al DL 3.500.

Cuadro 46
PRIMAS DEL SEGURO DE INVALIDEZ Y SOBREVIVENCIA
(% de la remuneración imponible)

Cías. de Seguros	A.F.P.	Dic. '87	A.F.P.	Dic. '90
Aetna Chile	Santa María	1,930	Santa María	1,660 (a, b)
	Unión	2,150		
Consorcio Nacional	Provida	2,195	Provida	1,000 (b)
			Cuprum	1,470 (b)
			Habitat	1,420 (b)
			Futuro	1,550 (b)
Construcción	Habitat	1,850		
Chilena Consolidada	Libertador	2,000		
Austral			Libertador	1,450 (a, b)
Sudamérica	Invierta	2,180		
	Cuprum	1,690		
	Concordia	1,500		
Continental			Invierta	1,750 (b)
Convida			Concordia	1,243 (b)
Interamericana	Magister	2,100	Unión	1,200 (b)
Previsión	Protección	1,800	Protección	1,950 (a, b)
Renta Nacional	Planvital	2,780	Planvital	1,180 (a, b)
			Magister	0,880 (a, b)
			Summa	1,560 (a, b)
Roble	Summa	2,270	Summa	1,560 (a, b)
Preban			Bannuestra	2,200

Notas: (a) Tasa variable en función de la tasa de interés de actualización dada a conocer por el Banco Central de Chile.

(b) Tasa variable en función de la siniestralidad.

Fuente: Boletín Mensual de la Superintendencia de Valores y Seguros.

transitorias de invalidez permitió rebajar el impacto de este cambio sobre la compañías, pues bajo esta modalidad el pago del Aporte Adicional se posterga, en espera de que la Comisión Médica, durante una evaluación que efectúa tres años después del primer dictamen, confirme o rechace la invalidez definitiva del trabajador, hecho que disminuye los costos financieros del seguro.

c) Rentas vitalicias

Al momento de pensionarse, los afiliados del sistema de AFP pueden optar, entre otras alternativas, por contratar una renta vitalicia con una

compañía de seguros de vida. Hasta diciembre de 1987 esta posibilidad se encontraba abierta sólo para las personas que se pensionaban por vejez. Sin embargo, los cambios introducidos al seguro de invalidez y sobrevivencia que comenzaron a regir en 1988 permitieron que los trabajadores que se jubilan por invalidez y los beneficiarios de pensiones de sobrevivencia también puedan optar por la contratación de rentas vitalicias.

Esta mayor libertad de elección del trabajador para escoger su modalidad de pensión incentivó la competencia y el desarrollo del mercado de rentas vitalicias, donde se vislumbran las mayores posibilidades de crecimiento futuro para las compañías de seguros de vida.

La fuente de esta expansión se encuentra en el incremento de los cotizantes a las AFP y en el envejecimiento de la población afiliada, que en la actualidad tiene un bajo promedio de edad (33 años a fines de 1990). El mercado de rentas vitalicias previsionales es aún pequeño en términos absolutos, pero ha registrado una fuerte expansión en los últimos años, creciendo las pólizas vigentes desde 2 452 a 18 610 entre fines de 1987 y diciembre de 1990.

Otro cambio importante para el mercado de rentas vitalicias se produjo en 1988, al modificarse la tasa que se utiliza para la constitución de reservas de las compañías de seguros de vida. Ello implicó un apreciable descenso en el monto de reservas que deben constituir las compañías y redujo, por lo tanto, las exigencias de capital para operar en el mercado de los seguros de vida.

La intensificación de la competencia quedó de manifiesto entre 1988 y 1990, período en que ingresaron ocho nuevas compañías al mercado (16 en diciembre de 1990 vs. ocho en igual mes de 1987). Durante 1990 aumentaron también significativamente las tasas de interés implícitas en las rentas vitalicias otorgadas por las compañías de seguros de vida, reduciéndose la diferencia con las tasas de interés de mercado (cuadro 47). Ello se tradujo en mejoramientos en los montos de pensiones para los afiliados que contrataron rentas vitalicias (o rebajas en las primas).

El Estado garantiza las rentas vitalicias previsionales que pagan las compañías de seguros de vida. El aval cubre la totalidad de la pensión mínima y el 75% de la diferencia entre este valor y 45 UF. La garantía estatal fluctúa entonces entre 77% y 100% de la pensión total del trabajador.

Cuadro 47
**INTERES IMPLICITO EN LAS RENTAS VITALICIAS PAGADAS POR LAS COMPAÑÍAS
 DE SEGURO Y TIR DE MERCADO PARA INSTRUMENTOS A LARGO PLAZO**

Trimestre	Tasa de interés Rentas vitalic. (1)	Tasa de interés Mercado (a) (2)	(2) / (1) (3)
1988 I	4,47	5,36	1,20
II	4,25	5,58	1,31
III	4,23	5,81	1,37
IV	3,90	6,28	1,61
1989 I	3,75	6,59	1,76
II	3,69	6,89	1,87
III	3,76	7,49	1,99
IV	4,09	7,93	1,94
1990 I	4,85	9,37	1,93
II	5,68	8,94	1,57
III	5,76	7,91	1,37
IV	5,40	7,00	1,30

Nota: (a) Letra hipotecaria del Banco del Estado a doce años plazo.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros y AFP Habitat.

Cuadro 48
**COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA:
 LIMITES DE INVERSION POR INSTRUMENTO**

Limites por instrumento	(% RT + PR) (a)
1. Instrumentos estatales	50
2. Letras hipotecarias	40
3. Depósitos a plazo, títulos representativos de captaciones o garantizados por instituciones financieras	40
4. Bonos de empresas públicas y privadas	40
5. Acciones de sociedades anónimas abiertas (clasificadas en 1ra. clase)	40
6. Acciones de sociedades inmobiliarias	40
7. Cuotas de fondos de inversión inmobiliarios	10
8. Cuotas de fondos de inversión mobiliarios	10
9. Cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo	5
10. Bienes raíces	20
11. Mutuos hipotecarios	30

Notas: (a) R.T. = Reserva Técnica; P.R. = Patrimonio de Riesgo. Ver definición en el Cuadro 49.

Fuente: Ley de Seguros, D.F.L. N° 251.

La exigencia de una clasificación de riesgos a que están sometidas las compañías de seguros debería hacerse en el futuro compatible con una reducción de la garantía estatal a las pensiones que ellas ofrecen, pues los trabajadores deberían orientarse preferentemente hacia aquellas compañías que les ofrezcan mayor seguridad, con la consiguiente disminución en la probabilidad que resulten afectados por eventuales insolvencias de las entidades aseguradoras.

d) *Inversiones de las compañías de seguros*

Las compañías de seguros de vida deben acumular reservas en respaldo de las obligaciones que contraen con las AFP por el seguro de invalidez y sobrevivencia y con los trabajadores, por concepto de los contratos de rentas vitalicias (Circular N° 425 de la SVS; cuadro 45).

Estas reservas se invierten de acuerdo a normas dispuestas por la Superintendencia de Valores y Seguros. Ya se ha señalado que la regulación fue objeto de importantes modificaciones en el transcurso de los años ochenta (cuadro 45). Así, se incorporaron exigencias de diversificación de inversiones por instrumento y emisor (cuadros 48 y 49), asimilándolas a las normas que afectan a los fondos de pensiones; se implementó la clasificación de riesgo para efectos del límite de inversión en los distintos emisores; y se ampliaron las posibilidades de inversión a nuevos instrumentos, como los mutuos hipotecarios endosables.

El cuadro 50 da cuenta del importante incremento que acusaron las inversiones de las compañías de seguros de vida entre 1981 y 1990, así como de la estrecha relación que han mantenido con los fondos de pensiones. En 1983 las inversiones superaban por leve margen los \$ 100 mil millones y representaban poco más de 26% de los fondos de pensiones, mientras que en diciembre de 1990 estos valores eran de \$ 565 mil millones y 25%, respectivamente.

En el cuadro 51 se muestra la estructura de inversión de las compañías de seguros de vida. Cabe destacar el alto porcentaje invertido en instrumentos de renta fija, especialmente estatales y títulos relacionados con el sector inmobiliario (letras hipotecarias, mutuos hipotecarios, bienes raíces).

Se estima que a diciembre de 1990 el plazo medio de las inversiones de las compañías de seguros era de aproximadamente 1.800 días, superior al plazo medio de las inversiones de los fondos de pensiones

Cuadro 49
COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA: LÍMITES DE INVERSIÓN POR EMISOR

Límite por emisor	
1) Instituciones del estado	- 50%
2) Depósitos instituciones financieras	Menor valor entre: - 10% (R.T. + P.R.) - 10% total depósitos - Producto de 4 factores
3) Letras crédito instituciones financieras	Menor valor entre: - 10% (R.T. + P.R.) - 20% letras crédito emitidas - Producto de 4 factores
4) Bonos de empresas	Menor valor entre: - 10% (R.T. + P.R.) - 20% de la serie o emisión - Producto de 4 factores
5) Acciones de sociedades anónimas abiertas	Menor valor entre: - 7% (R.T. + P.R.) - 8% acciones suscritas
6) Acciones de sociedades inmobiliarias	Menor valor entre: - 5% (R.T. + P.R.) - 20% acciones suscritas
7) Cuotas fondos de inversión inmobiliaria	Menor valor entre: - 7% (R.T. + P.R.) - 20% cuotas suscritas
8) Cuotas fondos de inversiones mobiliarias	Menor valor entre: - 7% (R.T. + P.R.) - 10% cuotas suscritas
9) Cuotas fondos de inversión de capital de riesgo	Menor valor entre: - 2,5% (R.T. + P.R.) - 10% cuotas suscritas
10) Bienes raíces urbanos	- Sin límite
11) Mutuos hipotecarios	- Sin límite
1. Límites por conjunto de instrumentos	
a) 3+6+7+10+11	< 40% (R.T. + P.R.) (Restricción Inversiones Inmobiliarias).
b) 5+6	< 40% (R.T. + P.R.) (Restricción Acciones).
c) 7+8+9	< 10% (R.T. + P.R.) (Restricción Cuotas Fondos de Inversión).

Cuadro 49 (Continuación)

2. Límites por emisor									
a)	Si el emisor pertenece al mismo grupo empresarial que la compañía de seguros, los límites por emisor se rebajan a la mitad.								
b)	El total de las inversiones en (2+3+4+5+6) emitidos por empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial no podrá exceder de: <ul style="list-style-type: none"> i) 25,0% (R.T. + P.R.), si la compañía de seguros no forma parte del grupo. ii) 12,5% (R.T. + P.R.), si la compañía de seguros forma parte del grupo. 								
c)	El total de las inversiones en (2+3+4+5+6) emitidos por un emisor y sus respectivas filiales no podrá exceder del 10% (R.T. + P.R.) (Restricción Emisor + Filiales).								
3. Definiciones									
a)	Los números del 1 al 11 incluidos en las fórmulas anteriores corresponden a los instrumentos señalados en el Cuadro 48.								
b)	R.T. + P.R. = Reservas Técnicas + Patrimonio de Riesgo.								
c)	Patrimonio de Riesgo = El mayor valor entre: <ul style="list-style-type: none"> i) U.F. 45 000 ii) Pasivo exigible / 15. 								
d)	Patrimonio Libre = Patrimonio Contable - Patrimonio de Riesgo. (El 80% del Patrimonio Libre puede ser invertido igual que las reservas y el Patrimonio de Riesgo. Además, puede invertirse en caja y bancos, muebles y fondos mutuos. El 20% restante queda exento de toda restricción).								
e)	Producto de 4 factores = Múltiplo x [(R.T. + P.R. Cía.) / (R.T. + P.R. Merc.)] x Patrimonio consolidado (1) x Factor de Riesgo Unico.								
Notas: (1) Para Empresas de Leasing se usa el doble del patrimonio consolidado.									
a)	Múltiplo Unico: <table style="margin-left: 20px;"> <tr> <td>Depósitos</td> <td>= 5,0</td> </tr> <tr> <td>Letras Hipotecarias</td> <td>= 2,5</td> </tr> <tr> <td>Debentures</td> <td>= 1,0</td> </tr> </table>	Depósitos	= 5,0	Letras Hipotecarias	= 2,5	Debentures	= 1,0		
Depósitos	= 5,0								
Letras Hipotecarias	= 2,5								
Debentures	= 1,0								
b)	Factores de Riesgo: <table style="margin-left: 20px;"> <tr> <td>Categoría A</td> <td>= 1,0</td> </tr> <tr> <td>Categoría B</td> <td>= 0,8</td> </tr> <tr> <td>Categoría C</td> <td>= 0,4</td> </tr> <tr> <td>Categoría D y E</td> <td>= 0,0</td> </tr> </table>	Categoría A	= 1,0	Categoría B	= 0,8	Categoría C	= 0,4	Categoría D y E	= 0,0
Categoría A	= 1,0								
Categoría B	= 0,8								
Categoría C	= 0,4								
Categoría D y E	= 0,0								
Fuente: Ley de Seguros, Decreto con Fuerza de Ley N° 251.									

(1.325 días). Estas compañías tienden a invertir a plazos más largos para calzar los vencimientos de sus instrumentos con el pago de sus obligaciones. Esto les permite aminorar el riesgo financiero de variaciones en las tasas de interés y disminuir el monto de las reservas que están obligadas a constituir.

Cuadro 50
**COMPARACION INVERSION DE FONDOS DE PENSIONES Y
 COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA**
 (MM\$ de diciembre de 1990)

Año	Fondos de Pensiones (1)	Cías. de Seguros de Vida (2)	(2) / (1) (%)
1981	68 351,6	45 497,0	66,6
1982	213 091,4	76 757,4	36,0
1983	385 733,1	101 068,6	26,2
1984	508 317,7	139 702,2	27,5
1985	699 813,2	173 571,1	24,8
1986	917 977,3	232 905,4	25,4
1987	1 122 389,2	289 796,5	25,8
1988	1 378 172,7	358 408,3	26,0
1989	1 699 387,2	442 679,6	26,0
1990	2 249 439,8	565 261,0	25,1

Fuente: Elaborado a base de información de la SAFF y de la SVS.

Cuadro 51
ESTRUCTURA INVERSION COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA
 (Diciembre de 1990)

Instrumento	Porcentaje
Títulos estatales	40,0
Letras hipotecarias	15,0
Mutuos hipotecarios	2,5
Bonos de empresas	20,8
Depósitos	6,1
Acciones	5,1
Bienes raíces	8,1
Otros	2,4

Fuente: Elaboración propia a base de antecedentes de la Superintendencia de Valores y Seguros.

e) *Lecciones del caso chileno*

Dada la estrecha relación que existe entre el sistema de pensiones y las compañías de seguros de vida, para garantizar el buen funcionamiento del sistema resulta indispensable disponer de un marco regulatorio que favorezca el crecimiento ordenado y eficiente de la industria de los seguros.

Ello exige garantizar la libertad de entrada y de precios en el mercado, incentivar la competencia entre las compañías partícipes y establecer sistemas de fiscalización que permitan identificar oportunamente las dificultades que pudieran enfrentar las aseguradoras. La creación de un sistema de clasificación de riesgo contribuye, sin duda, al logro de este propósito.

También es importante establecer normas de constitución e inversión de las reservas de las compañías de seguros que garanticen el pago de las obligaciones contraídas con los trabajadores, pero que no se traduzcan en exigencias demasiado elevadas de capital, ya que ello entrañaría mayores costos para los asegurados.

Por último, el caso chileno ha mostrado la conveniencia de separar la cobertura del riesgo financiero de invalidez y fallecimiento, por un lado, y el seguro de renta vitalicia por el otro. Se entrega así mayor libertad de elección al trabajador y se imprime mayor transparencia al mercado.

4. Competencia en el mercado de AFP

a) *Beneficios de la competencia y condiciones para asegurarla*

Para aprovechar en plenitud las ventajas de la administración privada de los fondos de pensiones, con el beneficio consiguiente para los afiliados en términos de montos de las prestaciones, seguridad y bajo costo, resulta indispensable generar condiciones que garanticen un ambiente competitivo en la industria.

Algunas de las condiciones básicas que se requieren para garantizar la competencia en el mercado de las AFP son: afiliación individual y libertad de traspaso; información adecuada; y facilidad para la entrada de nuevas administradoras.

La afiliación individual y la libertad de traspaso permiten que los trabajadores escojan las instituciones que operan en forma más eficiente, ya sea porque obtienen las mayores rentabilidades en la administración de los fondos de pensiones, dan más seguridad, cobran menores comisiones o entregan mejor servicio. En ausencia de un mercado cautivo para la AFP, éstas deben preocuparse permanentemente de mejorar su desempeño si quieren mantener o acrecentar su participación de mercado.

La libertad de afiliación se fortalece cuando los trabajadores están

adecuadamente informados y pueden escoger las administradoras que operan en forma más eficiente y les ofrecen mejor servicio.

Por último, se requiere que la legislación no entrase el ingreso de nuevas administradoras, más allá de lo imprescindible para dar seguridad a los fondos de los trabajadores y estabilidad al sistema de pensiones.

b) *La experiencia chilena*

Libertad de afiliación y traspaso. Desde los inicios del sistema los trabajadores chilenos han tenido libertad para elegir cualquier AFP del mercado. No existe afiliación por tipo de trabajo, área de actividad o empresa. Para incorporarse a una AFP el interesado sólo tiene que llenar una solicitud simple; para cambiarse a otra, basta con que complete una orden de traspaso. En este último caso, sin embargo, las formalidades que deben cumplir las administradoras hacen que en la práctica el trabajador no se pueda cambiar más de tres veces durante el año. El único costo para el afiliado consiste en una pérdida de rentabilidad de cuatro días, como consecuencia del proceso operativo de traslado de los ahorros previsionales entre AFP.

En 1988 se eliminaron una serie de formalidades que dificultaban el cambio de una administradora a otra. Antes de esa fecha el trabajador debía concurrir, premunido de su libreta de cotizaciones, a un local de la AFP a la que estuviere afiliado y firmar allí una solicitud de traspaso y un libro especialmente habilitado para dejar constancia del trámite, obligaciones que no regían para los asalariados que recién ingresaban a la fuerza laboral. A partir del año 1988 el traspaso se puede efectuar fuera de las oficinas de la administradora, requiriéndose tan sólo que el trabajador le firme al agente de ventas la solicitud correspondiente, sin tener que demostrar la afiliación a la AFP a la que supuestamente pertenece. Se consolidó así una amplia libertad y facilidad de afiliación y traspaso de trabajadores entre AFP. De hecho, los traspasos aumentaron 63% durante el primer año siguiente a esta modificación (cuadro 52). No obstante lo anterior, en localidades pequeñas o lugares de baja densidad poblacional las posibilidades de elección del trabajador son más limitadas, por el menor número de AFP existentes. Se ha argumentado que también en algunas empresas, fundamentalmente pequeñas y en sectores menos formales de la economía, la libertad de afiliación es restrin-

gida, pues los empleadores influyen sobre la decisión de los trabajadores, toda vez que, para simplificar los trámites de pago de las cotizaciones, los inducen a afiliarse y permanecer en una misma AFP.

Cuadro 52
TRASPASOS AL SISTEMA DE A.F.P.
 (Miles de personas)

Año	Trasposos (1)	Cotizantes (a) (2)	(1) / (2) (%)
1985	211,3	1 392	15,2
1986	177,5	1 666	10,7
1987	183,4	1 883	9,7
1988	299,6	2 049	14,6
1989	309,9	2 199	14,1
1990	383,8	2 282	16,8

Nota: (a) Promedio anual.

Fuente: A.F.P. Habitat en base de información de la SAFF.

Información adecuada. Para que la competencia entre las AFP se traduzca en menores costos y mayores beneficios previsionales para los afiliados, se requiere que éstos dispongan de información adecuada respecto a las ventajas y desventajas relativas de estar afiliados a las distintas administradoras. De esta manera pueden elegir la que les resulte más conveniente, dependiendo de sus preferencias y condiciones particulares (renta imponible, saldo acumulado en la cuenta de capitalización).

Algunos antecedentes sugieren que, en general, los afiliados no tienen un conocimiento completo sobre las características del sistema. Esta percepción está avalada por un estudio preparado en 1987 para la Asociación Gremial de AFP, que detecta un alto grado de desconocimiento, en especial entre los afiliados de mayor edad y las mujeres (Time, 1987). Otro estudio más reciente efectuado por una AFP llega a una conclusión similar, añadiendo que los afiliados no perciben las diferencias que existen entre las distintas administradoras, sobre todo en materia de comisiones y rentabilidad (Habitat, 1990).

La insuficiencia o fallas de que adolece la información que manejan los afiliados se traduce en decisiones de traspaso que desconocen sus consecuencias, ventajas o desventajas. Al respecto, otro estudio de mercado

concluye que un 48% de los traspasos son resultado de la capacidad de persuasión del vendedor y no de iniciativa del afiliado, y que un 7% se materializa por política de la empresa en la que éste trabaja (Habitat, 1989). Los resultados sugieren entonces que, además de resguardar los intereses de los afiliados, una mejor información podría traducirse en menores costos de administración, en la medida que esta desaliente traspasos injustificados.

Es probable, sin embargo, que entre los afiliados que imponen por mayores rentas —estratos donde las AFP compiten más activamente pues sus ingresos dependen de la remuneración imponible de sus afiliados— exista mejor conocimiento del sistema de pensiones. En este caso el problema de la información sería menos importante, pues los beneficios de la competencia, aunque esta se concentre en ciertos segmentos de afiliados, se extienden a todos los trabajadores. Recordemos que las AFP no pueden diferenciar el cobro de comisiones entre sus afiliados, más allá de lo autorizado en la ley para las categorías de trabajadores dependientes, independientes y aquellos sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia.

La normativa imperante obliga a las AFP a enviar cada cuatro meses a sus afiliados un informe estandarizado donde figuren las cotizaciones efectuadas, las comisiones cobradas en pesos, la ganancia del período y el saldo acumulado en la cuenta individual, tanto en cuotas como en pesos. Además las AFP deben tener a disposición de los afiliados, en todos los locales de atención de público, un panel informativo que contenga antecedentes sobre las comisiones cobradas y el valor, la rentabilidad y la composición del Fondo de Pensiones, así como otros antecedentes sobre la administradora que la normativa especifica en detalle. Por otra parte, la publicidad que efectúan las AFP debe cumplir con ciertas normas que intentan evitar el uso inapropiado de información o de argumentación que induzca a equívocos. Las mismas normas obligan a informar con 90 días de anticipación respecto de cualquier cambio de comisiones y exigen que la publicidad que las administradoras efectúen a propósito de tasas de rentabilidad considere lapso no inferiores a tres meses.

A pesar de todas estas exigencias, no se puede desconocer que los afiliados reciben información difícil de interpretar y que, en algunos casos, ésta induce a confusión. Destaca la mala calidad de la información sobre rentabilidad, problema que analizaremos más adelante.

Barreras a la entrada. Existe absoluta libertad para formar AFP, a lo que se suma la acción de las propias autoridades que han fomentado el ingreso de nuevas administradoras al mercado.

La exigencia de un capital mínimo que depende del número de afiliados, pero que en ningún caso excede las UF 20 000, y la obligación de mantener un encaje igual al 1% del valor del respectivo fondo de pensiones son las únicas barreras de tipo patrimonial en este mercado. Sin embargo, estas no parecen ser decisivas para determinar la conveniencia o factibilidad de entrar al mismo. De hecho, ha sido bastante común que en la etapa de formación de las AFP se cobre una comisión a los afiliados que se incorporan cuyo objetivo consiste, precisamente, en financiar la constitución del encaje. Con ello se alivia la necesidad de aportar capital propio o de contraer deudas para este efecto.

Un factor que sí parece limitar el número de AFP en el mercado es la existencia de economías de escala, lo que permite a las administradoras de mayor tamaño competir a través de los precios. Esto no ha sido, sin embargo, obstáculo para que a esta industria hayan ingresado, y permanecido en ella, administradoras de menor tamaño que aprovechan sus ventajas relativas para constituir y reestructurar el portafolio de inversiones fortaleciendo así su capacidad competitiva, en especial entre los estratos de mayor remuneración imponible.

Durante los primeros diez años de funcionamiento del nuevo sistema de pensiones no se han registrado variaciones de importancia en el número de administradoras en funcionamiento (12 en 1981; 14 en 1990). El grado de concentración de mercado, medido de acuerdo a la participación de afiliados, también ha mostrado estabilidad, como resultado de la existencia de un grupo de AFP grandes, que se han beneficiado de economías de escala y compiten vía precios y servicios, y de un grupo de AFP de menor tamaño, que han logrado ser competitivas a través de la rentabilidad del fondo de pensiones y de una orientación preferente hacia el segmento de afiliados con altas rentas imponibles.

Competencia entre las AFP. Ya se ha señalado que en los inicios del sistema hubo un traslado masivo de cotizantes desde las Cajas de Previsión hacia las AFP, estimulado en parte por el aumento de remuneración líquida que implicaba el cambio. Las administradoras desplegaron grandes esfuerzos para capturar la mayor cantidad posible de afiliados de estas

instituciones, habilitando numerosos lugares de atención de público y financiando agresivas campañas de publicidad para darse a conocer entre los trabajadores. Es así como los gastos de comercialización alcanzan en 1982 el nivel más alto de todo el período.

Una segunda etapa se inicia el año 1984 y culmina en 1987, cuando ya se ha producido el grueso del traspaso de afiliados desde las Cajas a las AFP. En este período las administradoras comienzan a competir más activamente vía precios. Así, el costo previsional, que corresponde a la suma de todas las comisiones cobradas, baja 14,5% en términos reales durante estos años. Esta estrategia se apoya con un aumento cercano al 80% en el número de vendedores entre 1983 y 1987 (cuadro 53).

Cuadro 53
FUERZA DE VENTAS DE LAS A.F.P.

Año	Número de vendedores promedio año	Remun. total vendedores (MM\$ Dic. '90)	Remun. prom. mensual (M\$ Dic. '90)
1982	n.d.	3 972,5	n.d.
1983	1 239	3 543,3	244,4
1984	1 735	3 259,4	161,6
1985	2 420	3 849,1	132,5
1986	2 253	4 093,0	151,4
1987	2 205	4 201,0	158,8
1988	2 643	8 804,4	183,0
1989	2 505	5 918,1	196,9
1990	3 049	7 683,3	210,0

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SAFF.

En 1988 se inicia la tercera etapa en la breve historia del sistema. Ese año entran en vigencia importantes modificaciones al DL 3500, como la separación entre el seguro de invalidez y sobrevivencia, y el seguro de renta vitalicia; la que crea las cuentas de ahorro voluntario; la que elimina la comisión porcentual por mantención de saldo; y la que facilita el trámite que los afiliados dependientes antiguos deben efectuar para cambiarse de AFP. Para aprovechar estas nuevas alternativas y aumentar su participación de mercado, las administradoras incrementan sustancialmente sus egresos por concepto de publicidad, lo que se manifiesta en el aumento real de 73% que acusan los gastos de comercialización en

el trienio 1988-1990 respecto al nivel de los dos años precedentes. A estas alturas la publicidad de las AFP empieza a conceder énfasis a la rentabilidad de las inversiones, tema que cobra mayor importancia comercial por la creación de la cuenta de ahorro voluntario.

Entre 1988 y 1990, las AFP también aumentan el número de vendedores (casi 40%) y la remuneración media que éstos perciben (32% en términos reales). Ambos factores llevan a un incremento superior a 80% en el total de remuneraciones pagadas a la fuerza de ventas.

Por otra parte, la comisión fija y la comisión porcentual sobre la renta imponible registran en 1988 un incremento, producto de los cambios a la normativa incorporados a partir de ese año y de la eliminación de la comisión porcentual sobre mantención de saldo. Esto último compensó el aumento de las otras comisiones, de tal forma que a pesar de dicho incremento, el costo previsional se reduce 4,4% en 1988. En los dos años siguientes el costo previsional vuelve a caer, en cifras del orden de 8% y 4% respectivamente. A pesar de estas rebajas de las comisiones, las utilidades de las AFP aumentan en forma sustancial como consecuencia del incremento del número de cotizantes y de las remuneraciones imponibles; de las devoluciones de primas que reciben de las compañías de seguros, debido a la caída en la siniestralidad; y de la obtención de ganancias extraordinarias en la inversión del encaje y la reserva de prima.

Tanto la normativa legal como operativa que regula el funcionamiento del mercado de AFP ha inducido una activa competencia entre las administradoras, especialmente a partir de 1984. Cruciales para este logro han sido la libertad de elección y la facilidad de traspaso de que gozan los afiliados y la ausencia de barreras significativas de entrada a la industria. Sin embargo, la información que reciben los afiliados sobre los resultados y características de cada AFP acusa fallas que han limitado, sin duda, la fuerza de la competencia de precios. Este problema se traduce en una baja sensibilidad de los afiliados a los cambios de comisiones que deciden las administradoras. La baja elasticidad precio de la demanda ha llevado a las AFP a competir más activamente a través de otros parámetros como, por ejemplo, la calidad de la atención que brindan a sus afiliados y los gastos de promoción.

VI. DESAFIOS PENDIENTES

Ya han transcurrido diez años desde la puesta en marcha del sistema de AFP en Chile. Este ha sido un período de crecimiento y, en cierto sentido, de experimentación, durante el cual se han perfeccionado la institucionalidad y la estructura administrativa de un esquema que, aunque bien preparado y coherente en lo conceptual, era por completo novedoso y no había pasado la prueba de la experiencia práctica. Así, ya se han realizado numerosos cambios para corregir problemas operativos y adaptar el sistema a circunstancias imprevistas, preservándose, sin embargo, los principios fundamentales sobre los cuales se construyó el sistema.

Esta tarea de perfeccionamiento aún no ha terminado. Sin que esto signifique cuestionar los méritos de una solución que representa un avance de importancia en el ámbito de la seguridad social, es preciso identificar los problemas no resueltos y reconocer que es probable que se susciten otros en el futuro. En nuestra opinión, los desafíos más importantes que hoy se enfrentan son: extender la cobertura efectiva del sistema; aumentar la eficiencia en la recaudación de cotizaciones morosas; disminuir costos, y, mejorar la información a los afiliados.

1. Cobertura del sistema

En discusiones suscitadas en el último tiempo se ha cuestionado la cobertura supuestamente baja del sistema de AFP respecto de la situación observada en los años anteriores a la reforma.

Para analizar este problema distinguiremos dos conceptos de cobertura; la total y legal. La primera se define como el porcentaje que representan los afiliados a las AFP y a las Cajas de Previsión de aquella parte de la fuerza de trabajo que *puede* adherirse a algún sistema de pensiones. Cobertura legal, por otra parte, es el porcentaje que representan los afiliados sobre aquella parte de la fuerza de trabajo que *debe* legalmente estar cubierta por algún sistema de pensiones.

En ambos casos, se considerará como afiliados cubiertos a quienes tengan derecho a pensión, esto es a quienes muestren cierta densidad mínima de cotizaciones. Así, al definir ambos conceptos de cobertura en

base a cifras de afiliados y no de cotizantes estamos reconociendo que en un régimen de capitalización la falta de cotizaciones en uno o más períodos no afecta el derecho del afiliado a recibir una pensión, aunque sí erosiona el monto de la misma.

Cobertura total. Para obtener una buena aproximación de la cobertura total de los sistemas de pensiones se requiere ajustar las cifras sobre fuerza de trabajo y número de afiliados a algún sistema de pensiones.

En primer lugar, las personas que buscan empleo por primera vez no pueden estar afiliadas a un sistema de pensiones, por lo tanto deben ser descontadas de la fuerza de trabajo para obtener el número potencial de personas que si podrían estar afiliadas. Segundo, la cifra total de afiliados incluye a los pasivos no cotizantes, quienes están incorporados a la AFP, pero que en su mayoría ya se han retirado de la fuerza de trabajo, por lo que se requiere descontar esta magnitud. Sin embargo, es posible que haya pensionados no cotizantes que sigan trabajando (en este caso la ley no los obliga a cotizar), en cuyo caso estaríamos subestimando la cobertura. Lo mismo sucedería con los pensionados del sistema antiguo que continúan trabajando, ya que a éstos no los hemos considerado como afiliados.

También hay que restar de los afiliados al nuevo sistema a las personas cuyas cuentas de capitalización individual no han registrado movimientos durante más de 12 meses, pues es muy probable que esas personas se hayan retirado de la fuerza de trabajo y porque es difícil que alguien que no haya registrado cotizaciones durante ese lapso alcance en el transcurso de su vida activa la densidad de cotizaciones necesaria para lograr siquiera la pensión mínima garantizada por el Estado. Se advierte, sin embargo, que con este ajuste se puede estar subestimando la cobertura, pues existen casos de cotizaciones rezagadas y en proceso de cobranza.

De esta forma llegamos a las cifras corregidas de afiliados y fuerza de trabajo que deben usarse para el cálculo de la denominada cobertura total. En el sexenio 1985-1990 ella fluctúa entre 58% y 69%, registrando una sistemática tendencia al alza (cuadro 54). Esto significa que, a diciembre de 1990, el total de trabajadores "no cubiertos" conformaría en realidad un tercio del total de la fuerza de trabajo, relación sustancialmente inferior al 45% que se ha calculado a base de las cifras no depuradas de cotizantes.

Cuadro 54
COBERTURA GLOBAL DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Variable	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Fuerza de trabajo (a)	4 018 700	4 270 000	4 354 400	4 551 600	4 675 000	4 728 000
- Buscan trab. 1. ^o vez	107 100	69 100	58 700	55 100	45 500	39 600
Fuerza de trabajo corregida* (b)	3 911 600	4 200 900	4 295 700	4 496 500	4 629 500	4 689 000
Afiliados al sistema de Pensiones (c)	2 738 239	3 033 864	3 325 338	3 603 123	3 884 234	4 143 423
- Pasivos no cotizant.	8 872	12 813	20 965	29 651	40 248	54 181
- Ctas. inactivas (d)	450 032	517 401	590 077	663 972	740 822	859 780
Afiliados activos*	2 279 335	2 503 650	2 714 296	2 912 500	3 103 164	3 229 762
Afiliados activos*/ Fuerza trab. correg.*	58,30%	59,30%	63,20%	64,80%	67,00%	68,90%
Afiliados activos*/ Ocupados	66,44%	64,27%	67,67%	68,32%	70,13%	72,42%

- Notas: (a) Corresponde al promedio móvil del trimestre octubre-diciembre de cada año.
 (b) Corresponde a la fuerza de trabajo que podría estar afiliada a algún sistema de pensiones.
 (c) Afiliados totales a las AFP más afiliados al sistema antiguo, descontando los miembros de las FF.AA. Para 1989 y 1990, el número de afiliados activos al antiguo sistema de pensiones fue estimado de acuerdo a la tasa de variación media del período 1986-1988, pues no se dispone de estadísticas oficiales.
 (d) El número de cuentas inactivas del año 1985 corresponde al número de cuentas sin movimientos por más de doce meses al 31 de marzo de 1986.

Fuente: Elaboración propia a base de información del INE y Boletines Mensuales de la SAFF. Diciembre de cada año.

La fuerza laboral marginada de todo sistema de pensiones está constituida en forma mayoritaria por trabajadores independientes que no afiliaron al antiguo sistema y que tampoco lo han hecho a las AFP, así como por los denominados "familiares no remunerados" (4,1% de la fuerza de trabajo a diciembre de 1990), que no están afiliados porque no reciben ingresos monetarios.

Otra explicación para la insuficiente cobertura del sistema durante parte de la década de los ochenta radica en el carácter masivo que alcanzaron los programas de empleo de emergencia para paliar el explosivo aumento de la desocupación abierta entre los años 1982 y 1986. En el período bajo análisis, el número de adscritos a dichos programas estuvo en un momento al borde de 285 mil, cifra equivalente a 7% de la fuerza de trabajo. Se trataba principalmente de trabajadores sin experiencia

previa en el mercado laboral y que, por lo tanto, no estaban obligados a afiliarse a ningún sistema de pensiones.

Existen también casos de asalariados que, de común acuerdo con su empleador, deciden no afiliarse para así obtener una mayor renta líquida, y de empleadores que eluden unilateralmente esta responsabilidad. Está, por último, el caso de los trabajadores temporeros, que usualmente carecen de contrato formal y, por lo tanto, no se encuentran afiliados.

Los datos del cuadro 54 llevan a concluir que el número de personas activas que no están ahorrando, al menos no a través de sistemas obligatorios, para solventar sus futuras pensiones, alcanza el millón y medio. Esta cifra representa un tercio de la fuerza de trabajo del país, aunque puede tener algunos errores²⁰.

Cobertura legal. Para estimar el porcentaje de trabajadores que no están afiliados a un sistema de pensiones, pese a que deberían estar también, se requiere ajustar las cifras sobre fuerza de trabajo y número de afiliados.

Los trabajadores independientes y los familiares no remunerados están exentos de la obligación de afiliarse, por lo que es preciso descontar a los integrantes de este grupo al momento de la estimación de la cobertura legal del sistema. Otro tanto cabe hacer con quienes buscan empleo por primera vez, ya que ellos no pueden estar afiliados a ningún sistema de pensiones.

Por otro lado, a la cifra de afiliados de las AFP y a las Cajas de Previsión hay que descontarle los cotizantes independientes, ya que éstos fueron excluidos de la fuerza de trabajo. Es necesario, de igual modo, restar los pasivos no cotizantes, ya que ellos han salido de la población activa, y hacer otro tanto con los afiliados cuyas cuentas de capitalización individual no han registrado movimientos durante los últimos 12 meses, tal como se hizo para la estimación de la cobertura total.

Con estos ajustes a la fuerza de trabajo y a la cifra de afiliados se llega a una relación de afiliados/fuerza de trabajo que oscila entre 79% y 94% entre diciembre de 1985 e igual mes de 1990 (cuadro 55).

En el transcurso de este período la cobertura legal experimenta una

²⁰ Las cifras de afiliados son "ciertas", es decir censales, en tanto que los correspondientes a la fuerza de trabajo corresponden a estimaciones estadísticas, que pueden incluso diferir según la fuente.

Cuadro 55
COBERTURA LEGAL DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Variable	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Fuerza de trabajo (a)	4 018 700	4 270 000	4 354 400	4 551 600	4 675 000	4 728 600
- Buscan trab. 1º vez	107 100	69 100	58 700	55 100	45 500	39 600
- Familiar no remun.	156 822	666 400	177 800	183 500	167 600	175 000
- Trab. independiente	973 200	1 040 600	1 061 400	1 557 200	1 257 200	1 221 000
Fuerza de trabajo**	2 781 578	2 993 900	3 056 500	3 155 800	3 204 700	3 293 000
Afil. sistema nuevo	2 283 830	2 591 484	2 890 268	3 183 002	3 470 845	3 739 542
+ Afiliados activos						
sistema antiguo (b)	454 409	442 380	434 658	423 121	413 389	403 881
- Afil. independientes	93 782	106 198	112 880	117 064	121 511	123 795
- Pasivos no cotizantes	8 872	12 813	20 965	29 651	40 248	54 181
- Cuentas inactivas (c)	450 032	517 401	590 077	663 972	740 822	859 780
Afiliados**	2 185 553	2 397 452	2 601 416	2 795 436	2 981 653	3 105 667
Afiliados/Fuerza de trab.	56,83%	60,69%	66,39%	69,93%	74,24%	79,08%
Afil.**/Fuerza de trab.**	78,57%	80,08%	85,11%	88,58%	93,04%	94,31%

Notas: (a) Corresponde al promedio móvil del trimestre octubre-diciembre de cada año.

(b) Excluye a las FF.AA. En 1989 y 1990 fué estimado sobre la base de la variación media del período 1986-1988, pues no se dispone de estadísticas oficiales.

(c) El número de cuentas inactivas para el año 1985 corresponde al número de cuentas sin movimiento por más de 12 meses al 31 de marzo de 1986.

Fuente: Elaboración propia a base de información del INE, Boletines Mensuales de la SAFP y antecedentes de la Superintendencia de Seguridad Social.

tendencia en ascenso. Entre 1985 y 1990 el porcentaje no cubierto por los sistemas de pensiones disminuye de 21% a poco menos de 6% de la fuerza de trabajo que no se ha afiliado, pese a que está obligada a hacerlo. Dentro de este grupo de personas están los trabajadores que han eludido esta responsabilidad legal y algunos asalariados temporeros que en las encuestas ocupacionales se clasifican en la categoría de trabajadores dependientes.

Cualquier solución eficiente al problema de la cobertura debe asegurar que los regímenes de pensiones obligatorios tengan la estructura de incentivos necesaria para lograr el máximo compromiso por parte de los propios beneficiarios. Desde este punto de vista, es claro que el sistema de capitalización individual incorpora elementos que promueven el logro de una mayor cobertura, tales como la disminución de la tasa de cotizaciones, la propiedad individual de los ahorros previsionales y la re-

lación directa imperante entre los aportes que efectúan los afiliados durante toda su vida activa y el monto de la pensión a que tendrán derecho.

Parece difícil, entonces, que la causa del problema radique en esta modalidad específica de organización de los regímenes de pensiones. Al contrario, frente a los cambios en la composición de la fuerza de trabajo ocurridos durante los últimos años, es probable que un esquema sin los incentivos que contempla el vigente hubiese significado una menor cobertura efectiva.

El problema principal lo constituyen los trabajadores independientes, toda vez que sólo un pequeño porcentaje de ellos han hecho uso de la posibilidad de incorporarse de manera voluntaria al sistema de AFP. Las soluciones para este grupo no son fáciles, pues no existen formas efectivas de obligarles a pagar las cotizaciones necesarias. Se requiere en consecuencia, diseñar un esquema de incentivos que promueva los pagos voluntarios, pero con los controles suficientes para evitar que trabajadores asalariados dejen de cumplir con sus propias obligaciones, simulando una condición de independiente.

El estudio de este tema debería tener prioridad en el futuro.

2. Morosidad

El procedimiento de pago de las cotizaciones a las AFP ha sido objeto de intensas controversias. La ley establece que el empleador debe retener las cotizaciones de los trabajadores dependientes, y abonarlas a las cuentas de éstos en las AFP. Sin embargo, en algunas oportunidades el empleador hace las retenciones, pero no efectúa el pago correspondiente. En estos casos la ley establece que la deuda deberá ser pagada por el empleador con reajustes e intereses penales, confiando la fiscalización del cumplimiento de estas obligaciones a la Dirección del Trabajo, organismo dependiente del Ministerio respectivo. Por su lado, las AFP están obligadas a seguir todas las acciones tendientes al cobro de las cotizaciones adeudadas una vez que este hecho se comprueba.

Aunque no existen cifras que permitan conocer directamente la magnitud del problema de morosidad, se pueden hacer algunas estimaciones en base a las cifras de afiliados y cotizantes.

Cuadro 56
RELACION COTIZANTES - AFILIADOS Y MOROSIDAD

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Total de afiliados	2 283 830	2 591 484	2 890 680	3 183 002	3 470 845	3 739 542
- Independientes	93 782	106 198	112 880	117 064	121 511	123 795
- Pasivos no cotizantes	8 872	12 813	20 985	29 651	40 248	54 181
- Cuentas inactivas	450 032	517 401	590 077	663 972	740 822	859 780
- Afiliados cesantes	161 195	139 740	141 765	120 242	112 244	131 073
Total afil. corregidos	1 569 949	1 815 332	2 024 973	2 252 073	2 456 020	2 570 713
Cotizantes activos	1 321 938	1 493 568	1 675 615	1 772 371	1 917 629	1 961 547
+ Rezagos (a)	110 872	117 619	168 568	265 874	221 154	214 169
+ Pasivos cotizantes	1 096	1 950	2 947	3 211	3 873	5 172
Total cotiz. corregidos	1 443 879	1 613 137	1 847 130	2 041 456	2 142 656	2 180 888
Cotizantes/Afiliados	57,88%	57,63%	57,97%	55,68%	55,25%	52,45%
Cotizantes corregidos/ Afiliados corregidos	91,97%	88,86%	91,22%	90,65%	87,24%	84,84%
Morosidad (b)	8,03%	11,14%	8,78%	9,35%	12,76%	15,16%

Notas: (a) "Rezagos" corresponde a cotizaciones que no han podido ser abonadas a las cuentas individuales.

(b) Morosidad: $(1 - \text{Total cotizantes corregidos} / \text{Total afiliados corregidos})$.

Fuente: Elaboración propia a base de antecedentes de la SAFP.

En el cuadro 56 se entregan los resultados de un ejercicio para el sexenio 1985-1990, según el cual la tasa de "morosidad estadística", definida como el porcentaje de afiliados que se supone deben cotizar y no lo hacen, bordea en promedio el 11%, cifra que muestra una tendencia al alza durante los últimos años. Sin embargo, es probable que esta situación se explique no por incumplimiento de la obligación legal, sino por problemas estadísticos. Por ejemplo, si aumenta el número de personas que se retiran de la fuerza de trabajo durante el año calendario, aumentará la tasa de "morosidad estadística", aunque no la efectiva²¹. Por otra parte, un elevado porcentaje de la morosidad se soluciona cuando

²¹ Este puede ser el caso de los últimos años, durante los cuales la fuerza de trabajo ha crecido en forma más pausada. El aumento de los niveles de ocupación y de los salarios reales contribuye a alejar de la fuerza de trabajo a familiares del jefe de hogar que habían entrado a trabajar para suplementar el ingreso familiar en épocas de mayor cesantía y menores salarios.

los empleadores pagan con atraso las cotizaciones, o cuando éstas se recuperan a través de procesos judiciales de cobranza²².

Un sistema de capitalización individual y de contribuciones definidas dispone de los incentivos correctos par que se paguen las cotizaciones establecidas por ley, pues establece una relación directa entre el monto de contribuciones pagadas y el nivel de la pensión a que se tendrá derecho. Este efecto se refuerza cuando la cotización es de cargo del trabajador, como en el caso chileno, fórmula que no tiene consecuencias sobre su remuneración líquida -la que depende de condiciones de oferta y demanda imperantes en el mercado del trabajo- pero que ayuda a la eficiente administración del sistema, pues transforma al afiliado en "agente recaudador" y define una acción jurídica más fuerte en contra del empleado que no paga.

No parece correcto, por lo tanto, asociar un presunto incremento del problema de morosidad a la instauración del régimen de AFP o a una característica propia de un sistema con administración privada.

En nuestra opinión, la solución a este problema, cuya magnitud está muy asociada al ciclo económico, exige una mejora en los procedimientos de control por parte de la Dirección del Trabajo y una mayor eficiencia en la tramitación de las cobranzas judiciales.

3. Costos y eficiencia

Una de las razones que justifican la sustitución de un régimen de pensiones centralizado por otro privado y competitivo es la mayor eficiencia en la administración que se alcanzaría como fruto de la competencia entre diversas entidades y la consecuente disminución de los costos. En otras palabras, es posible argumentar que, "ceteris paribus", una reforma de este tipo permitiría producir cada unidad de pensión con menor empleo de recursos.

Sin embargo, algunos autores han expresado dudas al respecto, mencionando dos razones principales. En primer lugar que, luego de la reforma, la seguridad social en Chile mostrará por muchos años

²² Opiniones vertidas por ejecutivos de distintas A.F.P. coinciden en que, una vez agotadas todas las instancias de cobranza, la morosidad "irrecuperable" no excede del 4% del total.

una estructura "dual", debido a la coexistencia de la institucionalidad del régimen antiguo y del nuevo. Segundo, se sostiene que es probable que el nuevo sistema incurra en mayores costos operacionales, originados en sus elevados gastos comerciales, que no serían socialmente necesarios pues la afiliación es obligatoria, de tal forma que la competencia por afiliados entre las AFP constituye un juego de suma cerco a nivel agregado²³.

La información acumulada hasta la fecha no permite obtener conclusiones definitivas. Los costos de administración caen de 19% de la recaudación por concepto de cotizaciones el año 1982 a un 14% en 1990 (cuadro 57). Disminuyen también (-57%) los costos de administración por afiliado, aunque esta variable acusa un leve repunte durante los últimos dos años.

Cuadro 57
EVOLUCION GASTOS TOTALES
(En MM\$ de diciembre de 1990)

Año	Gastos totales (a) (1)	Cotiz. + Comi- siones porcen- tuales (b) (2)	(1) / (2) Porcentaje (3)	Afiliados (miles) (c) (4)	Costos/ Afiliados (\$) (1) / (4)
1982	31 124	160 928	19,3	1 055	29 501
1983	25 884	155 810	16,6	1 388	18 648
1984	26 685	163 577	16,3	1 774	15 301
1985	26 642	167 966	15,9	2 136	12 473
1986	26 040	187 965	13,9	2 453	10 616
1987	27 907	202 077	13,8	2 752	10 140
1988	32 886	267 613	12,3	3 055	10 765
1989	37 574	310 707	12,1	3 346	11 229
1990 (d)	46 403	326 690	14,2	3 624	12 804

Notas: (a) Los costos totales se presentan netos de los pagos por prima de seguros, pérdidas por inversión en empresas relacionadas y amortización menor valor inversiones.

(b) Comisión porcentual sobre la renta imponible. Para el período 1982-87 los ingresos por esta comisión se estimaron aplicando al valor de las cotizaciones recaudadas la proporción entre la comisión porcentual y la tasa de cotización obligatoria (10%) a diciembre de cada año.

(c) Promedio año.

(d) Se utilizó la información de costos no operacionales hasta el mes de Nov., pero anualizada.

Fuente: Elaboración propia a base de antecedentes de la SAFP.

²³ Véase Arellano (1985) y Mesa-Lago (1989), quien recoge argumentos similares.

Estos resultados podrían interpretarse como expresión de un sistema competitivo que alcanza niveles de eficiencia cada vez mayores. Sin embargo, comparados con los niveles de costos de administración del régimen antiguo parecen menos auspiciosos ya que, por ejemplo, en el año 1980 los gastos de administración representaban un 8% de las cotizaciones. Tampoco los gastos de administración del nuevo sistema chileno parecen significativamente inferiores a los que exhiben países latinoamericanos con regímenes previsionales centralizados: en Argentina, Panamá y Costa Rica, la significación de aquellos se ubica por debajo de 7%; en Uruguay y República Dominicana es inferior a 11%; en cambio, en México, Perú, Bolivia y Ecuador excede de 15% (Mesa-Lago, 1989).

Sin embargo, la comparación directa de las cifras induce a error, pues existen sustanciales diferencias en las tasas de cotización entre países y, además, porque bajo un régimen de capitalización los ingresos por rentabilidad representan una parte importante de los ingresos totales. Así, en el caso chileno, al incluir este último concepto, la proporción de gastos a ingresos cae a 9,5%. Por lo tanto, y en espera de un estudio empírico más definitivo, para obtener una adecuada perspectiva del problema y derivar las lecciones correctas, se hace necesario revisar la argumentación conceptual.

En primer lugar, está el problema de la dualidad de regímenes de pensiones luego de la reforma. En nuestra opinión, las ventajas de largo plazo de un sistema de capitalización individual con administración privada son muy superiores a los eventuales costos de la transición de un sistema a otro cuando, naturalmente, ésta se hace en forma eficiente. Así, el argumento respecto a la operación simultánea de dos sistemas no puede servir para desconocer la necesidad de una reforma. Este argumento sí tiene validez, en cambio, para destacar la necesidad de una transición rápida y eficiente. Al respecto, y dada la evidente ineficiencia de mantener por tiempo indefinido dos sistemas paralelos, la experiencia chilena sugiere que es aconsejable constituir el régimen de capitalización como sustituto, y no complemento, del esquema de reparto; provocar el cambio con la mayor rapidez posible; y consolidar la operación de la institucionalidad del régimen de reparto mientras dure la transición, a fin de evitar graves ineficiencias a medida que su tamaño se reduce.

La discusión sobre el segundo problema, los "costos de competen-

cia" en un régimen obligatorio, presenta aristas aun más complejas. La afirmación de que la competencia es un sistema de afiliación obligatoria como el chileno es un juego de suma cero resulta cuestionable pues, en primer lugar, la obligatoriedad no es absoluta y, además, no todos los que deben cumplir con esta condición efectivamente lo hacen. Así, los trabajadores independientes, que representan del orden de un 30% de la fuerza de trabajo, deciden en forma voluntaria su ingreso al nuevo sistema, por lo que la acción comercial de las AFP sobre este segmento puede ayudar a la creación de demanda²⁴. Un segundo efecto, más importante, se genera a través de los incentivos derivados de la competencia entre las AFP para que los asalariados, es decir los trabajadores obligados a cotizar, reconozcan los beneficios del ahorro previsional y no evadan, vía de la subdeclaración de ingresos, el pago de las contribuciones. A esto se debe sumar los incentivos para que los trabajadores reconozcan las posibilidades y ventajas del ahorro previsional y lo incrementen voluntariamente. Tales efectos se producen porque la competencia exige a las AFP entregar a los afiliados el máximo de información acerca de las características de los distintos servicios ofrecidos y sensibilizarlos en cuanto a los beneficios de su esfuerzo individual de ahorro. En consecuencia, aun en el evento de que se concluyera que el número total de aportantes al sistema no depende del esfuerzo competitivo, éste si influye sobre el volumen total de contribuciones obligatorias y voluntarias.

Cabe también argumentar que los gastos comerciales son inevitables para una gestión competitiva y que, en ausencia de ésta, no habría incentivos para que las AFP disminuyeran costos y aumentaran su eficiencia. En ausencia del estímulo competitivo, una eventual disminución de los costos comerciales que se alcanzare, por ejemplo, por la vía de la regulación del sistema, no necesariamente se traspasaría a los afiliados, y las AFP tampoco se sentirían estimuladas a disminuir otros costos de operación y administración. En definitiva, lo que interesa son los costos globales de producción, más que su composición y, tal como antes señalamos, la tendencia de éstos ha sido a todas luces declinante. La rever-

²⁴ Cabe reconocer, sin embargo, que este efecto no ha sido muy significativo en la práctica. Actualmente, sólo el 3,5% de los afiliados a las A.F.P. son trabajadores independientes.

sión observada en los últimos años obedece a un fuerte aumento en los gastos de remuneración al personal, correlacionada al incremento de salarios reales en la economía, de modo que no es atribuible a un supuesto deterioro de la eficiencia en la gestión de las administradoras.

Finalmente, nos enfrentamos al problema de comparar costos de productos que exhiben características diferentes, lo que dificulta en alto grado las comparaciones con el sistema antiguo. Incluso si los costos de administración como porcentaje de las contribuciones totales fueran superiores en un sistema de pensiones obligatorio y competitivo que en otro obligatorio y centralizado, no se puede concluir que esto fuese síntoma de ineficiencia, siempre que la diferencia en beneficios ofrecidos sea más favorable para el primero y/o que el costo financiero de cada unidad de beneficio que se obtenga no compense la diferencia. Cheyre (1988) ha argumentado que, además de ofrecer una mayor variedad y calidad de beneficios, el nuevo sistema de pensiones tiene para el afiliado un costo global, medido por la tasa de cotización, menor que el del antiguo sistema de reparto. El propio Cheyre (1988) y Margozzini (1988) han estimado que el sistema de AFP pagará pensiones de vejez significativamente superiores, situación que ya se observa en el caso de la pensiones de invalidez y sobrevivencia.

En resumen, la experiencia chilena sugiere que los costos comerciales son un elemento importante para asegurar la competencia entre instituciones Administradoras de Fondos de Pensiones. Dichos desembolsos sirven no sólo para promover mayor eficiencia y mejor servicio, sino que también para "crear demanda" por el ahorro individual de largo plazo.

Se advierte, sin embargo, que aparentemente el público aún no recibe o no es capaz de procesar en forma adecuada toda la información relevante sobre las características y resultados de las distintas AFP. Es probable, en consecuencia, que las administradoras estén destinando recursos a esfuerzos comerciales que son efectivos desde su punto de vista, pero no necesariamente desde una perspectiva social, en el sentido que no generan beneficios directos para los afiliados ni les suministran información útil. Ejemplos al respecto se pueden encontrar principalmente en algunos casos de publicidad masiva.

Esta situación, sobre la que nos extenderemos en el punto siguiente, significa que el sistema chileno estaría en condiciones de reducir gastos

comerciales, en la medida que los afiliados adquieran la capacidad de seleccionar AFP sobre la base de información más adecuada. Un cambio que podría ayudar al logro de este objetivo tiene que ver con las normas que regulan los traspasos de afiliados entre administradoras. La reglamentación ha privilegiado la máxima libertad para cambiarse desde una AFP a otra, bajo la premisa, sin duda correcta, de que ello estimula la competencia. Sin embargo, al no tener este acto ningún costo directo e inmediato para el afiliado y en ausencia de información completa sobre sus consecuencias de mediano y largo plazo, se facilitan decisiones que no necesariamente favorecen a quien las adopta. Luego, parece conveniente buscar mecanismos alternativos que den mayor formalidad al acto de traspaso y que lleven a aumentar la probabilidad de decisiones informadas. Entre las alternativas dignas de ser consideradas al respecto se encuentra la autorización para que las AFP cobren distintas comisiones según el tiempo de permanencia del afiliado; la obligación del afiliado de "cerrar su cuenta" en la AFP desde la que se retira (hoy sólo debe incorporarse a la nueva y automáticamente queda "desafiliado" de la antigua); la exigencia de una permanencia mínima en la AFP o, simplemente, la imposición de un límite al número de traspasos en un período determinado.

También se perciben posibilidades de rebajar este tipo de gastos mediante la introducción de modificaciones reglamentarias que otorguen mayor flexibilidad a las AFP para organizar sus procesos de administración de acuerdo a lo que resulte más eficiente para cada una de ellas. La regulación vigente en la actualidad sigue un criterio distinto y define no sólo un marco general, sino también las características precisas de los productos y servicios que se ofrecen al público y los procedimientos a que debe ceñirse su producción y la administración del proceso. Así, la ley fija tanto el producto como la función de producción respectiva. Aunque no cabe dudas que de esta manera se facilita la fiscalización por parte de las entidades supervisoras, se debe también reconocer el efecto desfavorable que ello suscita sobre los costos.

Habiéndose ya superado la etapa de puesta en marcha del sistema, que ha permitido que las AFP y la autoridad fiscalizadora acumulen un grado satisfactorio de conocimiento y experiencia acerca del funcionamiento del nuevo régimen de pensiones, los peligros derivados de un cambio

de enfoque en materia de regulación parecen muy inferiores a sus potenciales beneficios.

4. Información al afiliado

El sistema de pensiones es de carácter obligatorio para la gran mayoría de los trabajadores. Esto significa que el Estado asume que los individuos no ahorrarán por su cuenta para financiar un nivel de consumo suficiente para ellos y sus familiares dependientes, en caso de perder capacidad para generar ingreso sea por vejez, invalidez o muerte, y que el resto de la sociedad tampoco les transferirá voluntariamente los recursos necesarios para este fin.

El objetivo de los administradores privados de este ahorro obligatorio debería ser, en consecuencia, maximizar el valor de los recursos que se les confían, en forma que llegado el momento de pensionarse, el trabajador disponga del mayor capital posible para enfrentar adecuadamente esos estados de necesidad. En otras palabras, la gestión debe maximizar la rentabilidad de largo plazo. Sin embargo, si los trabajadores tienen alta preferencia por el consumo presente, no se puede garantizar que escogerán precisamente a una AFP que cumpla con ese objetivo. Por la misma razón, tampoco tendrán incentivos para procurarse la información relevante que les permita adoptar decisiones correctas desde una perspectiva de largo plazo. Por último, aun si lo hicieren, no tiene sentido esperar hasta el momento de pensionarse para evaluar el resultado de la gestión del administrador de sus fondos.

Existe, en consecuencia, un problema de incentivos distorsionados que puede llevar a los partícipes en el sistema de pensiones, vale decir aportantes y administradores, a la adopción de decisiones que no sean consistentes con el objetivo de maximización de la rentabilidad de largo plazo.

La clave del problema está en la información. Sólo en la medida que el afiliado seleccione su AFP según la información relevante -servicio, costos y rentabilidad de largo plazo- se genera el incentivo para que las administradoras orienten su gestión hacia la optimización de tales atributos. Se debe tratar, por lo tanto, que la información que reciba el afiliado permita una fácil comparación de costos, considere la rentabilidad de largo plazo, integre resultados de rentabilidad y costos, e identifique correctamente los servicios ofrecidos.

La experiencia chilena comprueba que se ha avanzado con alguna lentitud en el proceso de mejorar la calidad de la información que recibe el afiliado. Así, la falta de difusión de una medida única de costos, la arbitrariedad en la entrega de datos acerca de los resultados históricos de rentabilidad, y la ausencia de una medida que integre ambos elementos y que muestre resultados netos para el afiliado, han contribuido a crear cierta confusión respecto de la competitividad de las diferentes AFP.

Los efectos potencialmente negativos de esta situación se hacen evidentes al analizar los datos disponibles en materia de rentabilidad. En la actualidad los afiliados reciben mucha información a través de los medios masivos de prensa acerca de la rentabilidad histórica de la cuota de las distintas administradoras, calculada como la variación porcentual del valor de ésta entre las fechas de referencia escogidas y depurada de la inflación. Cada AFP selecciona el período histórico en el cual pueda mostrar la mejor rentabilidad relativa y sugiere que esta "evidencia histórica" de buenos resultados garantiza éxitos similares en el futuro. Además, desde que las administradoras comenzaron a ofrecer el servicio de administración de cuentas de ahorro voluntario, algunos periódicos han comenzado a publicar diariamente *rankings* con rentabilidades de los últimos treinta días y acumuladas en 12 meses. Todo esto ha exacerbado el interés de los afiliados por los resultados de corto plazo y, además, tiende a confundir, toda vez que distintas AFP puedan estar informando simultáneamente que son las de "mayor rentabilidad".

Los indicadores de rentabilidad de inversiones basados en las variaciones históricas del valor de la cuota no cumplen, entonces, en nuestra opinión, con el objetivo de informar correctamente sobre el resultado de la gestión de las AFP. Los principales problemas son los siguientes:

- Como el valor de la cuota depende del precio de mercado de los distintos instrumentos que forman parte del portafolio de los Fondos de Pensiones, la rentabilidad que se calcule sobre su base estará sujeta a fuerte variabilidad, lo que introduce un importante elemento de confusión en el afiliado.

- El uso de este tipo de indicador lleva a una inevitable confusión entre rentabilidades de corto y largo plazo, dificultando las decisiones de los afiliados y, eventualmente induciendo a la adopción de decisiones equivocadas. Además, el hecho de que la gestión de las AFP sea evaluada

de acuerdo a este parámetro puede sesgar sus decisiones de inversión en favor de alternativas de corto plazo.

- Este indicador sólo proporciona información sobre el desempeño "pasado" de cada fondo de pensiones, que no necesariamente es un buen predictor de su desempeño futuro. De hecho, Walker (1990) concluye, luego de examinar información para los años 1986 a 1989, que no es posible encontrar una relación estadística entre rentabilidades históricas y futuras y que tampoco existen diferencias estadísticamente significativas entre la rentabilidad de distintas AFP.

- El indicador de rentabilidad histórica no considera los costos que los cotizantes pagan a las AFP por el servicio de administración de sus cuentas.

Con el objeto de eliminar, o simplemente disminuir, algunos de estos problemas, se ha propuesto estudiar la creación de nuevos indicadores de rentabilidad, basados en el cálculo de la TIR (tasa de interés real) de la cartera de cada fondo de pensiones²⁵. En primer lugar, se ha sugerido calcular una "TIR efectiva" para los afiliados, equivalente a la tasa de descuento (anualizada) que hace cero el valor presente de una ecuación que incorpora tanto el flujo de beneficios por concepto de rentabilidad de inversiones como el costo de las comisiones pagadas. En segundo lugar, y para cumplir con el objetivo de tener un mejor estimador de las rentabilidades futuras y de largo plazo, se ha propuesto divulgar la TIR de la cartera de cada fondo de pensiones. Esta medida sería complementada con antecedentes acerca del plazo medio de las inversiones. Tal indicador tendría la ventaja de ser más representativo de las probables rentabilidades futuras; incentivaría la inversión de largo plazo cuando existen premios por liquidez; y debería ser más estable en el tiempo.

La experiencia chilena enseña, por consiguiente, que es factible incrementar la eficiencia que muestra la administración del nuevo sistema de pensiones mediante una adecuada y sostenida campaña de información al público, que incluya la definición de "estándares" o "indicadores de referencia" destinados a minimizar los riesgos de manipulación de información. Especial importancia reviste en tal sentido la selección de pa-

²⁵ Ver Walker (1990). En el mismo trabajo se encuentra una exposición detallada respecto de los méritos e inconvenientes de un indicador de este tipo

rámetros consistentes con los objetivos que se han fijado a la previsión obligatoria, para no introducir sesgos que lleven a distorsionar la gestión de las AFP. En particular, se podría modificar la forma en que las administradoras dan cuenta de su rentabilidad y costos, para que esta información sea más transparente y completa. Los nuevos indicadores deberían calcularse sobre la base de períodos más prolongados, incluir todos los costos que paga el afiliado y entregar una mejor información sobre rentabilidades esperadas.

REFERENCIAS

- Allende G., Salvador (1971): "Mensaje Presidencial 1971", Santiago, mayo.
- Arellano, José Pablo (1980): "Sistemas alternativos de Seguridad social. Un análisis de la experiencia chilena". *Estudios Cieplan* N° 4.
- (1981): "Elementos para el análisis de la reforma previsional chilena". *Estudios Cieplan* N° 6.
- (1985): "The impact of social security on savings and development", en Mesa-Lago (1985).
- Baeza, Sergio y Manubens, Rodrigo (1988): *Sistema privado de pensiones en Chile*, Centro de Estudios Públicos.
- Bustamante, Julio (1988): *Funcionamiento del nuevo sistema de pensiones*, Icare.
- Caja Reaseguradora de Chile (1990): *El mercado de seguros chileno*, julio.
- Castañeda, Tarsicio (1990): *Para combatir la pobreza. Política social y descentralización en Chile durante los '80*, Centro de Estudios Públicos.
- Cohen D., León, ed. (1989): *La revolución financiera. Manifestaciones y perspectivas en Chile*, Ediciones Algarrobo.
- Cheyre, Hernán (1988): *La previsión en Chile ayer y hoy. Impacto de una reforma*. Centro de Estudios Públicos.
- De Tezanos, Ricardo y Molina, Arsenio (1989): "Evolución reciente de la legislación financiera", en Cohen.
- Echeñique, Joaquín (1990): "The Insurance Market in Chile: Liberalization and Regulation". *mimeo*, Banco Mundial, mayo.
- Frei, Eduardo y Zaldivar, Andrés (1968): "Mensaje del Proyecto sobre reforma del regimen de pensiones y de asignaciones familiares", Santiago.
- Iglesias, Augusto, Acuña, Rodrigo y Villagrán, Jorge (1988): "Proyección de los fondos de pensiones", en Baeza y Manubens, eds.
- Lacey, Robert (1987): "The Privatization of the Social Security System in Chile", *mimeo*, Banco Mundial, febrero.
- Margozzini, Francisco (1988): "Estimaciones de las pensiones de vejez que otorgará el actual sistema de pensiones", en Baeza y Manubens, eds.
- Mesa-Lago, Carmelo (1985): *Ascent to Bankruptcy. Financing Social Security in Latin America*. University of Pittsburgh.

- (1985): *The Crisis of Social Security and Health Care. Latin American Experiences and Lessons*, University of Pittsburgh.
- Ortúzar, Pablo (1986): "El nuevo sistema previsional y la situación de los trabajadores más pobres, *mimeo*, Odeplan.
- Ortúzar, Pablo y Pozo, Jaime (1986): "Proyecciones del déficit previsional", *mimeo*, Departamento de Estudios. Odeplan, enero.
- Pérez, Francisco (1988): "Fondos de pensiones y mercado de capitales", en Baeza y Manubens, eds.
- TIME (1987): "Imagen y conocimiento de las Administradoras de Fondos de Pensiones", Santiago de Chile, septiembre.
- Universidad Católica (1983): *Estudios de la reforma previsional: Previsión y reforma, efectos en la industria y en el país*, Instituto de Economía, mayo.
- Urenda, Carlos (1989): "Evolución reciente de la revolución financiera", en Cohen, ed.
- Valdés, Salvador (1990): "Previsión y crecimiento económico", *mimeo*, Universidad Católica, Instituto de Economía, octubre.
- Valdés, Salvador y Navarro, Eduardo (1990): "Subsidios cruzados en el seguro de invalidez y sobrevivencia", *mimeo*, octubre.
- Walker, Eduardo (1990): "Fondos de pensiones, políticas de inversión, performance e información a los afiliados", *mimeo*, Universidad Católica, Escuela de Administración.

NOTA DE AUTORES

Augusto Iglesias P. Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile, Master en Economía, Universidad de California, Los Angeles, EE.UU. Gerente de Estudios AFP Habitat.

Rodrigo Acuña R. Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Estudios de Postgrado en Macroeconomía, Pima, Pontificia Universidad Católica de Chile. Jefe de Estudios AFP Habitat.

