

INT-1592

CEPAL (1592)

Borrador para discusión  
Sólo para participantes

22 de Enero de 1996

---

CEPAL  
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

VIII Seminario Regional de Política Fiscal  
Organizado por CEPAL/PNUD con el copatrocinio de FMI, BID y Banco Mundial

Santiago, Chile, 22-25 de Enero de 1996

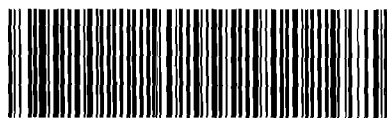


***"PROMOCIÓN DEL AHORRO Y LOS SISTEMAS DE PENSIONES"\*/***

Andras Uthoff

---

***\*/ Las opiniones expresadas en este trabajo, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.***



y029 9600612 5

Distr.  
RESTRINGIDA

LC/R.1608  
26 de noviembre de 1995

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

PROMOCIÓN DEL AHORRO Y LOS SISTEMAS DE PENSIONES \*

- \* Versión preliminar preparada por el señor Andras Uthoff, Asesor Regional de la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL, para el seminario "El proceso de ahorro-inversión en el ajuste estructural", organizado por el Banco Central de Brasil, Porto Alegre, el 6 y 7 de noviembre de 1995. Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

95-12-1568

## INDICE

	Páginas
Resumen .....	4
INTRODUCCION .....	6
La lógica del diseño de la reforma .....	7
El argumento de ahorro en el diseño de la reforma .....	10
Una cuantificación para el caso chileno .....	13
a.- El ahorro privado previsional es igual al ahorro atribuible a los trabajadores afiliados al nuevo sistema y el déficit previsional debe financiarse con el presupuesto corriente del gobierno .....	14
b.- El déficit previsional debe sumarse al superávit corriente para estimar el esfuerzo de ahorro público, y debe descontarse del ahorro privado obligatorio .....	15
c.- Contribución a la creación de un contexto favorable al ahorro y la inversión a través del desarrollo del mercado de capitales. ....	17
CONCLUSIONES .....	20
CUADROS Y GRAFICOS .....	22
Gráfico 1 Ahorro nacional bruto y formación de capital .....	23
Gráfico 2 Trabajadores potenciales por retirado .....	24
Cuadro 1 América Latina 1980-1992. Estructura del empleo y evolución salarios reales .....	25
Cuadro 2 Problemas y reformas posibles a sistemas basados en el reparto ..	26
Cuadro 3 Esquema de posibles subsistemas .....	28
Cuadro 4 Retornos en dos sistemas diferentes de financiamiento .....	29
Cuadro 5 Descomposición del ahorro nacional sin incluir déficit previsional	30
Cuadro 6 Descomposición del ahorro nacional incluyendo déficit previsional	31
Cuadro 7 CHILE: Desarrollo del marco institucional y de regulación de los fondos de pensiones y del mercado de valores .....	32
Cuadro 8 Regulación prudencial de las inversiones de los fondos de pensiones (CHILE) .....	33
Cuadro 9 CHILE: Indicadores del contexto macro-financiero: precios relativos y crecimiento .....	34
Cuadro 10 Tasas de impuestos de los sistemas pre y post reforma .....	35

ANEXOS .....	36
Anexo 1 Ahorro nacional bruto y ahorro externo .....	37
Anexo 2 Déficit y ahorro previsional en la transición .....	38
Anexo 3 Funciones sociales y económicas de los sistemas de pensiones ...	39
Anexo 4 Sistema de pensiones basado en la capitalización de fondos: entorno macroeconómico .....	40
Anexo 5 Sistemas de pensiones basado en la capitalización de fondos entorno financiero .....	41
Anexo 6 Normas de regulación prudencial de los fondos de pensiones en Chile .....	42
REFERENCIAS .....	43

## RESUMEN

Este trabajo discute en forma conceptual y presenta evidencia preliminar para el caso chileno, sobre el posible efecto de las reformas a los sistemas de pensiones en el ahorro nacional. El análisis se basa en las discusiones realizadas en el marco del proyecto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo", donde se ha examinado el diagnóstico y alternativas de reforma de 12 países (Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Colombia, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Paraguay y Trinidad y Tobago).

Entre las reformas que se sugieren a los sistemas de pensiones está la de transitar desde sistemas con beneficios definidos y organizados bajo la forma de reparto, hacia aquellos de contribuciones definidas y organizados bajo la forma de capitalización individual. Entre los múltiples argumentos en favor de este tipo de reforma se sugiere aquel de su efecto sobre el ahorro nacional. Quienes así argumentan fundamentan su recomendaciones en el hecho de que, en forma coincidente con la implantación de una reforma de estas características en Chile, el ahorro nacional se ha aumentado en forma importante para los estándares latinoamericanos.

Este trabajo recomienda examinar esta argumentación con cautela. En primer lugar, no es posible examinar el efecto sobre el ahorro nacional (privado y público) de aquel componente de la reforma que cambia la naturaleza de las contribuciones desde impuestos a la previsión a aportes a cuentas de ahorro, sin examinar en forma conjunta el efecto sobre el ahorro de aquel otro componente de la reforma que deja al Estado con un pasivo importante y sin un flujo de recursos con que financiarlo. En segundo lugar, no es posible examinar el efecto sobre el ahorro familiar de un cambio en la naturaleza de las contribuciones desde impuestos hacia ahorros obligatorios, sin examinar la sustitución que esta forma de ahorro haga del ahorro voluntario de las familias. En tercer lugar, no es posible atribuir a la reforma previsional en forma exclusiva posible impactos que sobre el ahorro tienen otras reformas que afectan el contexto macroeconómico e institucional que incide en forma indirecta sobre el proceso de ahorro e inversión.

La relevancia de estas precauciones queda en evidencia al intentar cuantificar en forma preliminar el efecto que la reforma al sistema de pensiones ha tenido sobre el ahorro nacional en Chile. Mientras el efecto directo se estima pequeño, entre los efectos indirectos atribuibles a las reformas que inciden sobre el contexto que afecta el proceso de ahorro inversión aparecen con igual o mayor importancia otras

reformas, como por ejemplo la tributaria que incentiva la retención y reinversión de utilidades.

## Introducción

La propuesta de CEPAL sobre transformación productiva con equidad busca complementar el crecimiento económico con la equidad (CEPAL, 1992). Sus postulados reconocen a lo menos cuatro consensos: evitar desequilibrios macroeconómicos básicos; invertir en recursos humanos; generar empleos productivos; y modernización tecnológica (Ramos, 1994). Generar empleos productivos para la población, invertir en su capital humano y hacerles asequible la tecnología moderna implica disponer de capital para financiar inversión en capacitación y salud de las personas, en empresas productivas y en infraestructura pública. Este capital puede provenir del ahorro público y privado de la región, o de la capacidad de sus economías por atraer ahorro del resto del mundo.

Recientes investigaciones de CEPAL detectan bajos niveles de ahorro nacional (público y privado) e importantes sustituciones de ahorro externo por ahorro nacional. Durante las dos últimas décadas el ahorro nacional bruto como proporción del PIB de los países de América Latina y el Caribe se ha situado en torno al 20%, con algunas variaciones cíclicas alrededor de este promedio (Gráfico 1). Estimaciones de las relaciones entre el ahorro nacional y el ahorro externo muestran que el aumento de un punto porcentual del ahorro externo respecto de su nivel de tendencia reduce el ahorro nacional en alrededor de medio punto porcentual del PIB (CEPAL, 1995).<sup>1</sup> Similares estimaciones muestran que el aumento de un punto porcentual del ahorro público reduce en aproximadamente medio punto porcentual el ahorro privado.

Tres implicaciones de políticas para aumentar el ahorro nacional surgen de las constataciones anteriores. Primero, incrementar el ahorro nacional privado a través de ahorro obligatorio que no sustituya otras formas voluntarias de ahorro (eg, algunas formas de ahorro previo para la vivienda y de ahorro previsional); segundo, incrementar el ahorro público; y tercero, reducir las formas de ahorro externo con un alto efecto sustitución sobre el ahorro nacional. En adición, se considera importante generar un desarrollo del sector financiero que promueva un contexto favorable para el ahorro y la inversión.

---

<sup>1</sup> Una mayor entrada neta de capital externo medida por el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, o ahorro externo, tiene dos efectos que impactan el ahorro nacional. Un efecto ingreso positivo, que responde al incremento en la actividad económica que posibilita una mayor holgura externa. Un efecto sustitución negativo, que se origina principalmente en el efecto riqueza que viene asociado con la apreciación de activos (físicos y financieros), la caída en el precio de los transables ligada a la revalorización de la moneda nacional, y una mayor liquidez y crédito interno. Una sustitución neta de ahorro nacional por ahorro externo tiene lugar si el efecto sustitución es mayor que el efecto ingreso (Held y Uthoff, 1995).

Sobre la base de esas recomendaciones, las reformas a los sistemas de pensiones podrían contribuir a incrementar el ahorro nacional bajo tres condiciones muy estrictas. Primero, que la transformación de las cotizaciones en ahorro de los afiliados al sistema no sustituyan en una relación uno a uno otras formas de ahorro voluntario de esas personas. Segundo, que al asumir el déficit previsional el gobierno realice los ajustes presupuestarios y/o incrementos de ingresos tributarios que le permitan financiarlo sin necesidad de deteriorar su situación financiera ni afectar negativamente el ahorro de los contribuyentes. Tercero, que la operación del nuevo sistema fortalezca el desarrollo financiero necesario para promover el ahorro y la inversión.

El argumento de la contribución al ahorro ha servido de base para reformar los sistemas de pensiones pasando desde aquellos en gran medida administrados por el Estado, y organizados bajo la forma de reparto a partir de beneficios definidos,<sup>2</sup> hacia un sistema de administración privada, regulado por el Estado, donde cada individuo financia principalmente su propio beneficio previsional de acuerdo a contribuciones definidas. El componente de capitalización privada, rescatado en la reforma chilena de 1981, se ha incorporado parcialmente en las reformas previsionales de Argentina, Bolivia, Colombia y Perú. También se ha considerado en las propuestas que se están elaborando en Brasil, Costa Rica, Honduras y El Salvador. El propósito de este trabajo es ilustrar lo difícil que resulta confirmar la relevancia de este argumento. Esto por cuanto es imposible aislar los efectos sobre el ahorro que pueden asociarse exclusivamente a las reformas a los sistemas de pensiones. Por tener más de una década de aplicación, la reforma chilena es la única que ofrece evidencia empírica para apreciar los posibles efectos sobre el ahorro arriba discutidos.

### **La lógica del diseño de la reforma**

Es común atribuir dos funciones a los sistemas de pensiones. Una de naturaleza social, destinada a proporcionar una buena pensión durante la vejez, invalidez y muerte<sup>3</sup> a quienes contribuyen al financiamiento del sistema, así como también a buscar mecanismos de financiamiento para solidarizar con quienes no pueden ahorrar para la vejez (pensiones asistenciales mínimas). Esta función debe hacer distingos entre las tareas previsionales propiamente tales (que se puede financiar

---

<sup>2</sup> En un sistema de reparto las cotizaciones financian los beneficios de los actualmente pensionados y dan derecho por antigüedad a beneficios definidos conforme a requerimientos de accesibilidad.

<sup>3</sup> Una buena pensión es un concepto relativo. Se considera una buena pensión aquella que repone, en términos reales y en casos de invalidez, vejez y muerte, una proporción significativa del ingreso promedio a partir del cual el afiliado hizo imposiciones durante su vida activa.



con el propio esfuerzo de los beneficiarios) y aquellas de redistribución de ingreso (cuyo financiamiento puede hacerse con cargo a otros impuestos generales del presupuesto fiscal). La segunda, de naturaleza económica y financiera, de contribuir al ahorro nacional sin sustituir otras formas de ahorro voluntario, y complementar el desarrollo del sector financiero a través del diseño de instrumentos que faciliten la intermediación financiera de los fondos acumulados, así como el desarrollo de instituciones de regulación prudencial del sector (Véase Anexo 3).

Desde sus orígenes los sistemas de pensiones han estado organizados primordialmente bajo esquemas de reparto. Estos constituyen contratos sociales de transferencias intratemporales e intergeneracionales obligatorias desde los trabajadores activos hacia los pensionados, respaldados por un compromiso implícito del gobierno a las cohortes de trabajadores contribuyentes de que, llegados a su edad de retiro, se beneficiarán de las contribuciones de las generaciones de trabajadores futuras. Estarán financieramente equilibrados cuando los pagos de pensiones se corresponden exactamente con las contribuciones. Los sistemas de reparto deben ajustarse actuarialmente ya que, cuando recién se inician (sistemas jóvenes) estos muestran excedentes que debieran invertirse en la forma de fondos de reserva para utilizarse en el pago de pensiones una vez que el sistema enfrente pérdidas (en el tránsito hacia su madurez). Estos cálculos actuariales requieren del monitoreo de las relaciones de dependencia demográfica entre aquellas personas en edad de retiro y los contribuyentes. Aumentos de esta relación conducen a pérdidas en el sistema toda vez que las contribuciones y/o los beneficios pensionales no cambien para corregir por los aumentos en la dependencia demográfica. Toda vez que los excedentes o déficits de los sistemas de reparto sean absorbidos por los presupuestos de gobierno, no será posible realizar una administración financiera intergeneracional adecuada del fondo de reserva (Corsetti y Schmidt-Hebbel, 1994).

En el Gráfico 2 se aprecia la relación entre el potencial de trabajadores (aquellas personas entre 15 y 64 años de edad) por persona en edad de retiro (personas mayores de 65 años). En el cuadro 1 se observa la estructura del mercado de trabajo y los niveles de salarios reales para tres países seleccionados (Argentina, Chile, y Colombia).<sup>4</sup> Tales estimaciones son indicadores resúmenes importantes de factores demográficos y laborales que influyen sobre la necesidad de corregir contribuciones para cumplir con las exigencias de los beneficios definidos de un sistema de reparto.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Estos países fueron seleccionados por cuanto han implementado componentes de capitalización en sus reformas.

<sup>5</sup> Tal como se aprecia en el Gráfico 2, tanto el nivel al cual comienzan estos cocientes como la velocidad a la cual se reducen a lo largo del tiempo varían entre países. Las divergencias guardan relación con las particularidades de la transición demográfica en cada país.

Un sistema de reparto alcanza su estado de equilibrio bajo condiciones ideales: un crecimiento de la población constante y el esquema financieramente en equilibrio. En esa situación cada pensionado (a nivel individual) recibirá en promedio como retorno a sus contribuciones una tasa igual a la tasa de crecimiento de la masa real de salarios de los contribuyentes (Véase cuadros 3 y 4). Existen dos razones por las cuales este retorno puede resultar injusto para un trabajador individual desde una perspectiva estrictamente actuarial. Primero, la tasa de crecimiento de la masa real de salarios de los contribuyentes es habitualmente menor que la tasa de retorno del capital - una característica de las economías dinámicamente eficientes<sup>6</sup>. Segundo, el retorno que obtiene cada trabajador individual difiere del retorno promedio de cada trabajador en el sistema, como resultado de un componente que, sin estar relacionado con las contribuciones, distribuye ingreso entre las cohortes. En teoría este componente distributivo debería favorecer a los trabajadores de bajos ingresos, sin embargo, en la práctica, ha favorecido a grupos de trabajadores que están en condiciones de garantizar para sí pensiones muy generosas como resultado de su influencia sobre la dirigencia política.

La descripción anterior resalta los problemas inherentes a los sistemas de reparto, los cuales han sido sintetizados por la CEPAL.<sup>7</sup> Estos problemas pueden agruparse en siete grupos: (i) coexistencia de múltiples esquemas, discriminando entre los trabajadores el acceso a beneficios según a cual de ellos pertenecen; (ii) escasa generación de empleo productivo y descensos en la relación de contribuyentes a beneficiarios (véase Cuadro 1); (iii) evasión y/o retrasos en el pago de las contribuciones; (iv) absorción de los saldos previsionales en los presupuestos del gobierno conduciendo a bajos retornos de sus inversiones debido a la dificultad histórica de asegurar los excedentes contra la inflación; (v) baja cobertura poblacional; (vi) débil relación entre las contribuciones a lo largo de la vida del trabajador y su beneficio pensional; y (vii) excesivos e ineficientes costos administrativos (Cuadro 2).

---

<sup>6</sup> En los balances preliminares que publica anualmente CEPAL se informa para 15 países de la región acerca de las tasas de interés pasivas y activas (como indicadores de rentabilidades de los ahorros en el sistema bancario), y de las tasa de crecimiento del producto que, a falta de cambios en la distribución del ingreso, debieran corresponder a la tasa de crecimiento de la masa salarial. Entre 1990 y 1992 se observa que en 11 casos la tasa de interés pasiva es menor que la tasa de crecimiento del PIB, lo que tendería a reforzar la implantación de regímenes de reparto. Sin embargo, en nueve casos la tasa activa de interés es mayor que la de crecimiento del PIB, lo que tendería a reforzar la implantación de regímenes de capitalización. Por cierto la tasa de interés bancaria es un indicador imperfecto y parcial de la rentabilidad de los mercados de capitales.

<sup>7</sup> Nos referimos a CEPAL, (1995) sobre la base de las publicaciones del proyecto "Políticas Financieras para el Desarrollo". Más específicamente: Uthoff y Szalachmann (eds), 1991, 1993 y 1994; Iglesias y Acuña 1991 para Chile; Schulthess y Demarco 1993 para Argentina; Ayala 1992 para Colombia.

Un esquema de financiamiento obligatorio alternativo es aquel que se ha divulgado "erróneamente" como la privatización de los esquemas de pensiones.<sup>8</sup> Se basa en el financiamiento completo de los beneficios a partir de fondos relacionados con los ingresos de los contribuyentes. El esquema transforma las contribuciones previsionales para la vejez, en un flujo de ahorro, a nivel de cada individuo, estimado como una fracción de su salario en cada período de su vida activa (también se conoce como esquema de capitalización individual). El retorno promedio del fondo acumulado por cada trabajador individual depende de las tasas de interés (domésticas e internacionales) y de los retornos a las inversiones en los mercados de capitales (Véase cuadros 3 y 4). En principio este sistema podría incluir esquemas de solidaridad (distributivos) entre los grupos de trabajadores de una misma generación, debilitando la relación que debe darse entre las remuneraciones sobre las cuales contribuyen los trabajadores, los retornos obtenidos por el fondo de los trabajadores en los mercados financieros y los beneficios que reciben en la forma de pensiones. Si se hace abstracción de los esquemas de solidaridad, las pensiones en este sistema resultan actuarialmente justas para cada individuo ya que relacionan sus ahorros y los correspondientes retornos con su propio beneficio pensional.

Los argumentos en favor de la privatización de los actuales esquemas de pensiones postulan que al realizarse la transición se superan a lo menos tres debilidades de los esquemas de reparto: (i) se fortalecen los vínculos entre las contribuciones que realiza cada trabajador y los beneficios que este puede recibir; (ii) se explicita la deuda del sistema de reparto con los contribuyentes; y (iii) se separa la función distributiva del sistema antiguo asignándola al presupuesto fiscal directamente y no al nuevo sistema de pensiones. Sin embargo, la motivación más importante para realizar la transición es la de que el nuevo esquema aislaría al sistema previsional de las posibles pérdidas e impactos sobre el presupuesto fiscal como consecuencia de aumentos en la relación de dependencia demográfica y la madurez propia del sistema. El aumento del ahorro nacional, si bien es una aspiración de la reforma, no es un resultado cierto.

### **El argumento de ahorro en el diseño de la reforma.**

La forma como se financie el fondo para retiro en los diferentes sistemas de pensiones de la región determina en gran medida la contribución de estos al ahorro nacional. A menudo se utiliza el argumento del efecto negativo del déficit fiscal

---

<sup>8</sup> A partir de la reforma chilena la implantación de este esquema se ha dado en llamarlo la "privatización del sistema de pensiones". Sin embargo, en la práctica si bien el esquema es financiado por los trabajadores y los fondos son administrados por empresas privadas, el Estado interviene en cuatro niveles: (i) regula la demanda (al obligar a cotizar), (ii) regula la oferta (al supervisar el rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones); (iii) financia pensiones (en el caso de pensiones asistenciales y complementarias) y (iv) administra y financia el sistema antiguo hasta que se acabe.

sobre el ahorro privado para argumentar de que este último sería mas alto en países donde las pensiones se financian con un esquema de seguro privado y no de seguro social, especialmente si este último esta organizado en la forma de reparto. Esta apreciación merece a lo menos tres comentarios (Barr, 1993). Primero, sólo durante el período de acumulación del fondo el ahorro podría ser mayor, posteriormente los trabajadores ahorrarán el equivalente a lo que los pensionistas desahorrarán.<sup>9</sup> Segundo, aún en el caso que se esté acumulando el fondo, el ahorro obligatorio puede estar sustituyendo al ahorro voluntario que de todas maneras se hubiera generado, punto sobre el cual existe una amplia controversia (Feldstein, 1974 y 1979, Aarón, 1982, Barro, 1974 y 1978, Auerbach, et. al. 1989, Leimer y Lesnoy, 1982, Auerbach y Kotlifoff, 1990,). Finalmente, no existe la certeza de que este ahorro financiero se traduzca efectivamente en inversión productiva y por ende represente un aumento en el ahorro tal como se mide en las Cuentas Nacionales (Held, 1994).

En definitiva, el vínculo entre la provisión de ingresos para la vejez y la acumulación de capital tiene a lo menos dos facetas cuando se estudia la transición entre dos esquemas de financiamiento de las pensiones (Diamond, 1995). Una la constituye el grado de fondeo o de riqueza que debe transferirse a las generaciones ya retiradas cuando se inicia el sistema. Las otras son las respuestas del ahorro privado y del presupuesto del gobierno al particular diseño del sistema.

Un sistema que provee de altos beneficios a los retirados resulta en menos capital que otro que no lo hace.<sup>10</sup> Un sistema de capitalización resulta por tanto en mayor capital que el mismo sistema sin un fondo. Esto no quiere decir que un sistema de reparto no tenga ningún impacto sobre la acumulación de capital sobre todo cuando se le compara con una situación en que no hay un sistema obligatorio. Si los trabajadores no ahorrarán en forma voluntaria, entonces ni los impuestos pagados ni las promesas de futuros beneficios podrían alterar el ahorro; el consumo se transferiría desde las generaciones jóvenes a las viejas. En contraste, en la medida que los trabajadores son racionales y realizan ahorros voluntarios para la vejez, habrá una reducción en los ahorros corrientes en respuesta a mayores beneficios esperados y a cualquier ganancia o pérdida de riqueza a lo largo de la vida. Como en la realidad coexisten ambos tipos de trabajadores, la respuesta del ahorro al diseño del sistema es difícil de precisar.

---

<sup>9</sup> De hecho en el caso chileno se muestra que al transitar desde un sistema de reparto (ya maduro) hacia uno de capitalización (creándose), el déficit fiscal asociado al pago de las pensiones de los retirados y los bonos de reconocimiento por las contribuciones pasadas de quienes se mudan al sistema nuevo, es mayor que el ahorro de los trabajadores en el nuevo sistema (CEPAL, 1995) y Anexo 2.

<sup>10</sup> Esto no debiera invalidar el propósito de proveer de buenas pensiones a través de estas transferencias, ya que ellas elevan el consumo de los receptores de las mismas.

En forma análoga, el impacto sobre el ahorro del gobierno depende del ajuste en otros impuestos y gastos del gobierno ante la presencia de un determinado sistema de ingresos para el retiro. En particular, en la medida en que la capitalización financie y por ende incremente el consumo del gobierno, no contribuirá a la acumulación de capital. Pero si la transición requiere explicitar y financiar la deuda previsional, puede llegar a modificar en forma importante el ahorro del gobierno y, según la modalidad de financiamiento, también puede afectar el ahorro privado.

La capitalización necesitará de un método de administración (pública o privada) de portafolio. Esta puede estar restringida sólo a deuda del gobierno o invertida en activos privados, todo lo cual afectará los gastos del gobierno. La importancia de la composición del fondo entre deuda del gobierno e instrumentos privados depende del grado de desarrollo del mercado de capitales. Será de mayor importancia en mercados de capitales pequeños y segmentados, antes que en mercados de capitales grandes y fluidos ya que en estos últimos hay poca diferencia en los agregados producto de la elección, y la diferencia se explica por pequeños cambios en las correspondientes tasas de retorno. Una caída en la tasa de retorno privada y un alza en la tasa de retorno de la deuda pública afectará la inversión y el gasto del gobierno. El efecto agregado de largo plazo de una "operación de mercado abierto", que cambie la composición del portafolio entre deuda pública e instrumentos privados, será pequeña. En cambio en mercados de capitales pequeños y segmentados las inversiones tienen poca movilidad lo que hace más complejo estimar los retornos a los fondos de los trabajadores implícitos en el sistema de ingresos para retiro.

Tres implicaciones acerca de la forma de medir el impacto sobre el ahorro surgen de las consideraciones anteriores. Primero, no se debe comparar el efecto sobre el ahorro (y los retornos al capital) de un pilar de capitalización obligatorio, ignorando el efecto que sobre el ahorro (y los retornos al capital) tenga el componente redistributivo del otro pilar. Ambos deben considerarse al compararlos con el efecto sobre el ahorro (y los retornos al capital) de un sistema redistributivo único. Este fenómeno es particularmente importante cuando los ancianos son financiados desde el comienzo; tal financiamiento recae en los contribuyentes futuros de alguna forma y debe ser considerado en los cálculos de ahorro (y de retornos al capital).<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Al pasar de beneficios definidos a contribuciones definidas existen dos alternativas para financiar los beneficios que se heredan del sistema vigente antes de la reforma. Ambas tienen importantes consecuencias sobre la economía política de la transición al identificar quienes deben pagar el costo de la transición. Una es a través de impuestos corrientes, que implica que las transferencias a las generaciones anteriores son pagadas por las generaciones activas durante la transición. Estas pueden resultar no ser las generaciones más idóneas para soportar esa carga tributaria. En forma alternativa, la transición

Segundo, debe evaluarse el efecto neto que el cambio de sistema tenga sobre el ahorro de los trabajadores. La sustitución de ahorro voluntario por ahorro obligatorio al pasar de un sistema de financiamiento de ingresos de retiro a otro, es algo difícil de responder. No es posible atribuir el traspaso de contribuciones a cuentas de ahorro como un aporte neto al ahorro de los trabajadores, sin antes analizar la forma como cambia el comportamiento de ahorro de las familias, de las empresas y del gobierno como consecuencia de tales medidas.

Tercero, debe llevarse en consideración que, en la medida que la reforma promueva la inversión en instrumentos privados, existe una contribución potencial importante al fomento del ahorro a través del desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, tales desarrollos y sus resultados sobre el ahorro responden a múltiples factores y no en forma exclusiva a la reforma al sistema de financiamiento de las pensiones. Los desarrollos del sector financiero que incluyen diferentes tipos de regulación forman parte de reformas de liberalización de varios mercados así como de la privatización de muchas actividades originalmente en manos del sector público. Los beneficios que reporte la reforma del sistema en cada país dependerán del grado de desarrollo anterior a la reforma que tuviera el mercado de capitales así como de las dificultades propias de sus mercados que no sólo responden a mejoras en los marcos regulatorios.

### **Una cuantificación para el caso chileno**

Desde la puesta en marcha de la reforma previsional chilena el ahorro nacional se ha incrementado en 17 puntos del PIB (Cuadros 5, 6 y Anexo 1). No es lógico atribuir este resultado exclusivamente a la reforma al sistema de pensiones. Existen importantes interrelaciones entre las formas obligatorias y voluntarias de ahorro, así como entre las variables a través de las cuales diferentes reformas económicas y el contexto macroeconómico pudieran afectar el comportamiento de ahorro de los agentes económicos. La acción simultánea de todas estas variables y las complejas interrelaciones entre ellas requerirían de modelos muy sofisticados para aislar el efecto del cambio en la modalidad de financiar las pensiones sobre el ahorro.

La información necesaria para especificar las determinantes del ahorro que realizan los diferentes agentes económicos y sus interrelaciones, tampoco está disponible. Dos interpretaciones de las mismas fuentes de información resultan de conceptualizaciones alternativas del sistema de reparto que se reemplaza (Arrau,

---

puede financiarse con deuda, convirtiendo la deuda implícita en deuda explícita. Tal conversión afecta el crecimiento de la deuda y puede tener consecuencias indirectas - podrían influir sobre quien paga por las transferencias que han ocurrido, sobre otros impuestos y gastos del gobierno, o simplemente sobre las percepciones en el mercado de bonos. (Diamond, 1995)

1995). Las dos fuentes son: por un lado, las cuentas nacionales que proveen series de ahorro nacional público y privado;<sup>12</sup> y por otro lado, las series del déficit previsional (la explicitación de la deuda anterior) y del ahorro previsional atribuible a los trabajadores afiliados al nuevo sistema (el aporte a las cuentas individuales).<sup>13</sup>

La descomposición del ahorro nacional en ahorro público y privado se realiza en el Cuadro 4 a partir de las cuentas de ejecución de ingresos y gastos del gobierno general, las cuales no incluyen el resultado de las empresas públicas ni aquel de caja del Banco Central de Chile. Ambos de ellos se consolidan en el saldo, junto al ahorro privado no previsional.<sup>14</sup> Se agregan a las estimaciones del ahorro público los depósitos en el fondo de estabilización del Cobre (FEC) que no forman parte de la definición de superávit corriente o ahorro del Gobierno General.

Dos manejos contables alternativos que surgen de interpretaciones diferentes del sistema de reparto permiten cuantificar el efecto sobre el ahorro nacional en Chile. Adicionalmente se elabora en torno a la importancia que el desarrollo del mercado de capital toma sobre el ahorro nacional.

**a.- El ahorro privado previsional es igual al ahorro atribuible a los trabajadores afiliados al nuevo sistema y el déficit previsional debe financiarse con el presupuesto corriente del gobierno.**

El ahorro público estimado como la suma entre superávit en cuenta corriente y FEC, incluye al déficit previsional como un gasto del gobierno para cuyo financiamiento

---

<sup>12</sup> El anexo 1 ilustra los cambios en la serie de ahorro nacional y ahorro externo como resultado de la nueva metodología de estimación de las cuentas nacionales a partir de 1986. La brecha de las series de ahorro nacional es importante aun cuando se reduce desde 45% a 27%. Los principales cambios que se incorporaron y que afectan las mediciones de producto, ingreso y ahorro a precios corrientes son: (i) la forma de contabilizar el IVA en la valoración de las compras intermedias, las compras finales, las importaciones y las ventas; (ii) la forma de incluir las imputaciones bancarias para evitar spreads negativos; (iii) la forma de imputar la inversión para incluir con mayor cobertura a los bienes industriales de origen nacional y del sector construcción, y la reclasificación de ciertos bienes importados desde la categoría de insumos a la de bienes de capital (Banco Central, 1993). Medida a precios constantes el cambio de base también afecta los resultados al afectarse los precios relativos con que se hacen los cálculos.

<sup>13</sup> El anexo 2 muestra dos series pertinentes a la transición desde el sistema de reparto al sistema de capitalización individual. Por un lado el déficit previsional que se origina por cuanto el gobierno siguió asumiendo los compromisos adquiridos en el sistema antiguo de dos formas distintas: (i) pagando las pensiones de aquellos beneficiarios del antiguo sistema que ya tenían beneficios de invalidez, sobrevivencia y jubilación en 1981 (déficit operacional); y (ii) reconociendo las cotizaciones realizadas en el pasado al antiguo sistema a aquellos trabajadores activos que en 1981 decidieron cambiarse al nuevo sistema (bono de reconocimiento). Por otro lado el ahorro forzoso que consiste en las contribuciones obligatorias que los trabajadores en el nuevo sistema realizan en la forma de aporte a sus cuentas individuales de ahorro para la vejez.

<sup>14</sup> Se asume para este cálculo que el monto de ahorro de las empresas públicas tiende a anularse con el déficit de caja del Banco Central (Arrau, 1995).

debió ajustar su presupuesto. El déficit aparece implícito en el resultado de la cuenta corriente. Bajo esta modalidad el ahorro previsional obligatorio de los trabajadores en el nuevo sistema es considerado como ahorro de las personas.<sup>15</sup> El financiamiento del déficit previsional por parte del gobierno implica un ajuste de sus cuentas corrientes.

El cuadro 5 ilustra que bajo esta opción (y supuestos) la reforma tiene efectos directos sobre el ahorro nacional que son pequeños. Un aumento del ahorro de las personas en el equivalente a su contribución neta a sus cuentas individuales (pasó de 0.5% en 1980-81 a 3.6% en 1992-94), y un importante ajuste de las cuentas del gobierno para financiar el costo de la transición pero que no alcanza para mantener el superávit corriente (como porcentaje del PIB) de antes de la crisis (el superávit se reduce desde un 7,2 por ciento del PIB en 1980-81 a un 4.9 por ciento del PIB en 1992-94)<sup>16</sup> En términos netos podría decirse que la reforma apenas ha aumentado el ahorro nacional en forma directa en el equivalente a 0.8 puntos porcentuales del PIB. Ello como consecuencia de que el ahorro de las personas se aumentó en 3.1 puntos del PIB entre ambos períodos y el componente de superávit corriente del ahorro público se disminuyó (como consecuencia de la imposibilidad de ajustar sus cuentas en el total del déficit previsional) en 2.3 puntos del PIB. Bajo esta modalidad el grueso del aumento del ahorro nacional ocurre como consecuencia de un incremento del ahorro privado no previsional. Sobre este, el efecto de la reforma es sólo indirecto (Véase punto c más adelante).

Es importante destacar que esta opción, tal como se presenta en los cálculos recién descritos, oculta la relevancia del ajuste fiscal. Durante todo este período el sector público ha ajustado sus cuentas para financiar el déficit previsional en montos que superan el 4 % del PIB y han representado cifras superiores al 7 % del PIB en varios años (Ver Anexo 2).

**b.-El déficit previsional debe sumarse al superávit corriente para estimar el esfuerzo de ahorro público, y debe descontarse del ahorro privado obligatorio.**

Para realzar el esfuerzo de ahorro del sector público necesario para implementar la

---

<sup>15</sup> Esta modalidad asume que las familias compensan toda otra forma de ahorro. En particular se asume que el ahorro en forma de contribuciones a la seguridad y de amortizaciones de deuda hipotecaria de ciertas personas es compensado por el desahorro de otra personas que son beneficiarias de los programas de seguridad social y de vivienda. Más que un resultado de constataciones empíricas este es un supuesto simplificador que facilita los cálculos ante la escasez de información confiable sobre estas variables y sus interacciones.

<sup>16</sup> En esta comparación se debe considerar que el superávit corriente del gobierno no sólo se ha visto afectado por la necesidad de financiar el déficit previsional, también fue afectado por la recesión y los costos fiscales del período de ajuste a la crisis de la deuda externa.



transición de un sistema de reparto a uno de capitalización, existe un cálculo alternativo que surge de otra interpretación del sistema de reparto original. En esta versión, las prestaciones previsionales se consideran deuda antigua la cual el gobierno no puede refinanciar con deuda nueva por cuanto el nuevo sistema le impide percibir contribuciones (de parte de las cohortes de trabajadores activos que ahora ahorran en el nuevo sistema). Como ambos componentes aparecen en las cuentas corrientes del Fisco, se argumenta que el déficit previsional debiera excluirse del superávit corriente del gobierno, para reflejar el verdadero esfuerzo de ahorro de este a fin de pagar la deuda antigua sin poder disponer de deuda nueva a través del mismo sistema previsional. En este caso, corresponde compensar el ahorro privado por el monto del déficit previsional. Esto se realiza deduciéndolo del ahorro privado previsional del Cuadro 5 e incorporándolo como ahorro público. Se justifica este ajuste por cuanto las personas perciben transferencias de capital (pago de la deuda antigua en la forma de beneficios) en un monto superior a las deducciones obligatorias al nuevo sistema (ahorro previsional).

El cuadro 6 ilustra que, bajo esta opción (y supuestos), la reforma continúa con efectos directos sobre el ahorro nacional que son pequeños, pero con un esfuerzo de ahorro del gobierno significativo. En este caso se observa una reducción del desahorro de las personas (paso de -2.5% en 1980-81 a -0.6 en 1992-94) correspondiente a los cambios en sus transferencias netas de capital con el Fisco (beneficios derivados de la deuda antigua y aportes al sistema de capitalización). También se observa el importante esfuerzo de ahorro del sector público a pesar de la recesión producto de la crisis de los años ochenta. De hecho el ahorro apenas se reduce desde un 10.1% del PIB en 1980-81 hasta un 9.3% en 1992-94 (sin incluir el FEC). El efecto neto directo sobre el ahorro es igual al ejercicio anterior pero resulta de una disminución del desahorro de las personas y una leve caída del ahorro público en sus componentes de financiamiento del déficit previsional y el superávit en cuenta corriente. El grueso del aumento del ahorro nacional ocurre como consecuencia de un incremento del ahorro privado no previsional, pero cuyo efecto neto sobre el ahorro nacional ocurre como consecuencia de un importante esfuerzo de ahorro público para financiar el déficit previsional compuesto por aquel que se había acumulado hasta la fecha de la reforma más el costo asociado a la transición.

En esta interpretación de la transición queda de manifiesto la importancia de reconocer y comenzar a financiar el déficit previsional. En los primeros años casi la totalidad del ahorro público debía destinarse a los fines de financiarlo. Posteriormente, y en la medida que la magnitud del déficit a financiar se va disminuyendo, la proporción del ahorro público que debe destinarse a ese propósito también se reduce.

**c) Contribución a la creación de un contexto favorable al ahorro y la inversión a través del desarrollo del mercado de capitales.<sup>17</sup>**

El importante aumento del ahorro privado no previsional puede interpretarse como resultado de efectos indirectos de la reforma al sistema de pensiones sobre el ahorro nacional. Desde la entrada en vigencia de la reforma el ahorro privado no previsional ha aumentado desde un 8.0% en 1986 a un 16.4 % del PIB en 1994. En el logro de este resultado también han jugado un papel importante un crecimiento anual promedio del PIB de más del 6% y un rápido desarrollo financiero. El efecto indirecto sería consecuencia de que la reforma ha contribuido a una política deliberada y sistemática de desarrollo a los mercados de valores y seguros, y a una firme regulación y supervisión prudencial de los fondos de pensiones (Held, 1995).

El rápido crecimiento de los fondos que ha tenido lugar y el que se proyecta para el futuro,<sup>18</sup> ha planteado el desafío de dotar al mercado de capitales de una sólida institucionalidad que permita canalizar esos fondos hacia usos rentables y con riesgos delimitados. El desarrollo de esta institucionalidad se ha considerado decisivo en la acumulación de fondos (a una tasa de retorno real media de alrededor del 13% al año entre 1981 y 1994) y para su consolidación en el tiempo (Arrau, 1994).

El desarrollo institucional del mercado de valores y seguros ha sido paulatino desde fines de 1980. A partir de esa fecha se normaron los fondos de pensiones, sus respectivas sociedades administradoras y la superintendencia encargada de su regulación y supervisión. El cuadro 7 muestra el continuo esfuerzo que hacen las autoridades del sistema financiero por actualizar y perfeccionar las normas relativas a sociedades anónimas abiertas, la emisión y transacción de valores de oferta pública, la transparencia del mercado, la clasificación de los valores por categorías de riesgo, la progresiva ampliación de las alternativas de inversión de los fondos de pensiones, el ajuste en los límites de inversión por instrumento y por emisor, el perfeccionamiento de la industria de seguros de vida, la redefinición del papel de los entes reguladores y otros aspectos que demanda un mercado de capitales en rápida expansión.

---

<sup>17</sup> Esta hipótesis también ha sido testeada con métodos econométricos por Corsetti y Schmidt-Hebbel (1994), argumentándose que la reforma contribuye al ahorro nacional a través de la profundización financiera y la reducción de la miopía de los consumidores.

<sup>18</sup> A fines de 1994, el nuevo sistema de pensiones había acumulado fondos por un valor a precios de mercado equivalente a US\$ 22300 millones de dólares, correspondientes a 44% del PIB. Los fondos de pensiones podrían ser equivalentes al PIB hacia el año 2015.

Por tratarse de ahorros obligatorios de los trabajadores que a su vez serán su principal fuente de ingreso en sus edades pasivas, la regulación prudencial incluye las siguientes normas: las sociedades administradoras tienen un patrimonio completamente separado de aquél del fondo de pensiones, y deben asegurar una rentabilidad mínima al gestionar sus activos; todos los títulos y valores deben satisfacer rigurosos procedimientos de evaluación de riesgo y calificar en categorías de riesgo bajas; la cartera de activos esta sujeta a una amplia diversificación por instrumento y por emisor, a una valoración continua a precios de mercado, y a la custodia de los títulos y valores que la componen en el Banco Central (Véase Cuadro 8, Anexo VI e Iglesias y Acuña, 1992).

El desarrollo que han registrado los mercados de capital no ha establecido suficientes vinculaciones con el financiamiento a largo plazo de inversiones reales, y para la cual los fondos del sistema de pensiones son especialmente idóneos.<sup>19</sup> <sup>20</sup> Sin embargo, ha contribuido a crear un contexto de estabilidad, garantizando profundidad y estabilidad en el sector financiero todo lo cual fortalece un contexto apropiado para el ahorro y la inversión (Véase Cuadro 9 y Anexos IV y V).

En la actualidad hay señales que alientan una mayor canalización de fondos de pensiones hacia inversiones reales. La extraordinaria alza de precio de las acciones entre 1986, cuando los fondos de pensiones fueron autorizados a invertir, y 1994,<sup>21</sup> proporciona ahora fuertes incentivos a las empresas para fondearse a través de la emisión de acciones. Las cuotas que los fondos de pensiones mantienen en fondos de inversión de desarrollo empresarial y de inversión inmobiliarios muestran un rápido aumento (aunque desde niveles pequeños). El financiamiento de inversiones de infraestructura también ofrecerá próximamente nuevas alternativas a los fondos de pensiones.

---

<sup>19</sup> A fines de 1994 los siguientes instrumentos representaban un 90% de las inversiones de carteras de los fondos pensiones: títulos del Banco Central 38,5%, acciones de sociedades anónimas abiertas 31,7%, letras hipotecarias 13,7%, y bonos 6,3%. Tanto los títulos del Banco Central y las acciones no se relacionan directamente con inversiones reales, pues en este último caso se trata de acciones adquiridas en el mercado secundario (aunque sin duda ha habido efectos indirectos favorables que han permeado los mercados de capital y de crédito a través de una amplia disponibilidad de fondos y una creciente estabilidad macroeconómica).

<sup>20</sup> Una excepción importante es el caso del desarrollo del financiamiento para la vivienda. Las letras hipotecarias son emitidas por los bancos y adquiridas por los fondos de pensiones a fin de otorgar financiamiento a la vivienda incluyendo a las de grupos de ingresos medio y alto, los que también están sujetos a ahorro previo. Estas letras representan un porcentaje bastante menor en la cartera de esos fondos que los títulos arriba aludidos, pero forman parte de una cadena completa de formación de capital. Esto ha sido determinante en la dinámica que ha registrado la inversión en vivienda en los últimos diez años. Otro tanto ocurre con los bonos, los que también han tenido una vinculación con el financiamiento de proyectos de inversión de grandes empresas.

<sup>21</sup> El índice real de precio de las acciones subió de 100 en 1985 a 2719 en 1993.

A pesar de lo anterior no es posible atribuir el aumento del ahorro privado no previsional en forma exclusiva al desarrollo del mercado de capitales que resulta de la reforma al sistema de pensiones. En el plano económico financiero la economía chilena ha podido mostrar varios otros aspectos importantes para el ahorro y la inversión: (i) por un lapso de más de diez años ha mostrado una inflación controlada que tiende gradualmente hacia la baja, y que se ha complementado con el desarrollo de mecanismos de indización de instrumentos financieros; (ii) el sistema financiero ha mostrado tasas de interés positivas en términos reales pero también moderadas y ajustadas a las productividades del capital; (iii) el tipo de cambio real ha sido realista y creíble; (iv) la actividad económica se ha expandido a tasas superiores al 5 por ciento durante varios años; (v) se ha fortalecido la situación financiera del sector público a través de la solvencia y autonomía del Banco Central, la eliminación/reducción de cargas cuasifiscales y el financiamiento del déficit previsional; (vi) se ha reformado la banca fortaleciendo la solvencia de bancos y deudores, promoviendo la regulación prudencial y control de las garantías y seguros de depósitos, y promoviendo la regulación organizacional de la banca.

De especial importancia parece haber sido en este contexto la promoción de la inversión a través de incentivos tributarios encaminados a reinvertir utilidades, reteniendo ingreso de las familias en la forma de ahorro en las empresas. De hecho, la reforma tributaria chilena de 1984 se orientó explícitamente a generar incentivos tributarios en favor de la reinversión de utilidades. Redujo significativamente la tasa marginal de impuestos sobre las utilidades retenidas de las empresas, en comparación con la que grava las utilidades distribuidas. Esta reforma igualó el tratamiento tributario de las sociedades anónimas y limitadas eliminando el impuesto adicional a las primeras, grabó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de 10% de primera categoría, eliminó las utilidades retenidas de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas y homogeneizó el crédito tributario del impuesto de primera categoría a todos los empresarios (Véase Cuadro 11). Esta reforma entró en aplicación en 1987 debido a la gradual reducción de las tasas e hizo extraordinariamente conveniente para los empresarios ahorrar "al interior de las empresas". Por primera vez en la historia tributaria del país, la tasa marginal de impuestos personales es muy distinta a la tasa de las utilidades retenidas.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> En 1990, la tasa de primera categoría se incrementó de 10 a 15% pero aún se mantienen las diferencias con la tasa de impuesto personal, ya que esta también se incrementó ese año.

## *Conclusiones*

Este trabajo ha explorado la relación que existe entre las posibles reformas a los sistemas previsionales que promueven un componente de capitalización y su efecto sobre el ahorro nacional. Se ilustra con algunos resultados para el caso chileno. En la reforma chilena se está realizando una transición desde un sistema de reparto con beneficios definidos hacia uno de capitalización con contribuciones definidas.

El trabajo asume que en todos los casos la participación de los trabajadores en el sistema es obligatoria y que la reforma implica una transición desde un sistema originalmente de reparto hacia uno con algún componente de capitalización. Esto implica que para analizar el efecto sobre el ahorro deben visualizarse a lo menos dos pilares en la reforma. Ambos pueden afectar la situación original de ahorro. El primero involucra organizar al gobierno para cumplir con las obligaciones del sistema anterior, lo que requiere ya sea un importante ajuste de sus cuentas corrientes o un importante esfuerzo de ahorro. En ambos casos, lo que importa es la explicitación de la deuda previsional y su financiamiento. La selección de una u otra opción afecta la composición del efecto sobre el ahorro entre personas y gobierno.

El segundo pilar corresponde a la constatación de que las contribuciones cambian su naturaleza. Pasan desde un impuesto previsional para adquirir un beneficio definido, hacia un ahorro obligatorio para acceder a un patrimonio con el cual financiar los beneficios previsionales. En este caso lo que se afecta es el ahorro de las personas. En la opción de que las contribuciones son gastos corrientes del gobierno y bajo el supuesto de que las familias no ahorran en forma voluntaria para la vejez, el efecto es un ahorro neto positivo de las personas. En la opción de que las contribuciones en el sistema de reparto correspondían a una deuda del gobierno con los afiliados, el efecto es una reducción paulatina del desahorro de las personas.

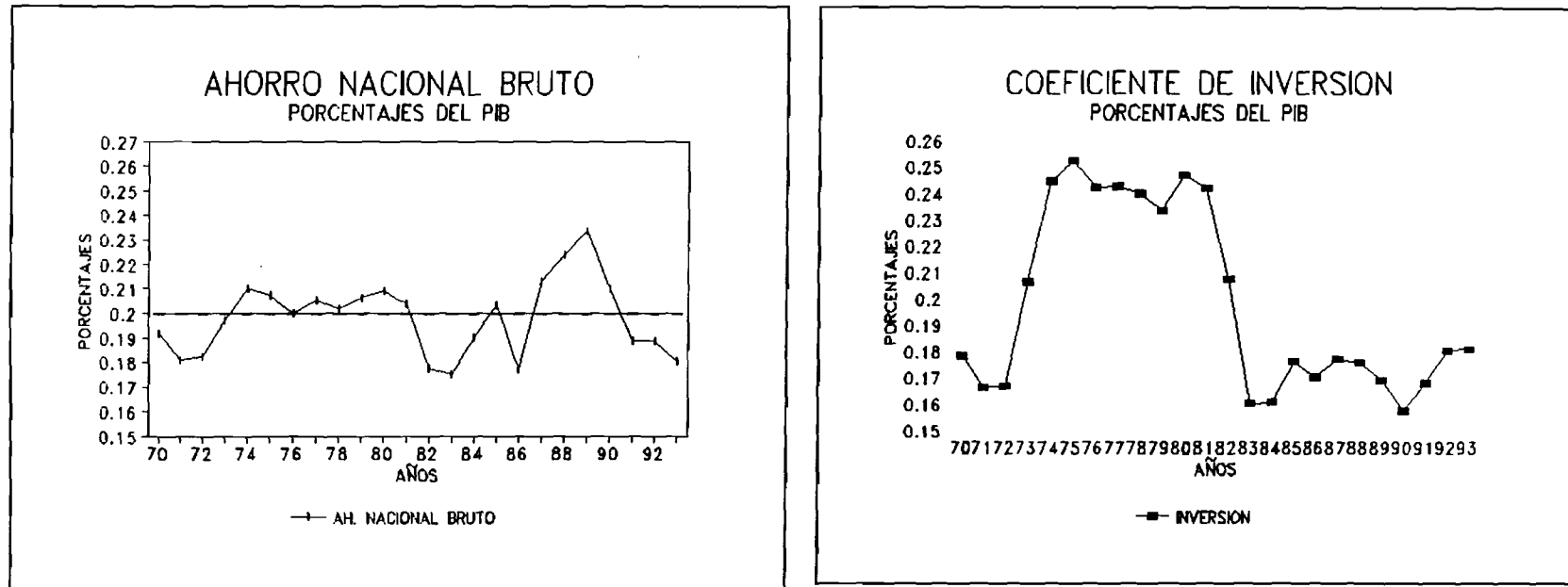
En su aplicación a Chile queda en evidencia la dificultad de responder a la interrogante acerca del efecto neto sobre el ahorro de una reforma previsional. Se precisa de un sofisticado modelo y de información desagregada para estudiar los múltiples efectos sobre las diferentes formas de ahorro. Un ejercicio de naturaleza exclusivamente contable muestra la vulnerabilidad de los resultados a los supuestos que se realicen para los cálculos. Se aprecia que el efecto directo sobre el ahorro es de hecho negativo (un déficit previsional que se hace explícito y que resulta mayor al ahorro previsional de los trabajadores en el nuevo sistema). Sin embargo, el reconocimiento de este déficit y el necesario ajuste de las cuentas del gobierno para su financiamiento resultan en un efecto neto sobre el ahorro nacional positivo pero pequeño. Es de mucha mayor trascendencia el efecto indirecto de la reforma al

contribuir a la creación de un contexto adecuado para el ahorro y la inversión. Esta resulta del fortalecimiento de la situación financiera del sector público y del desarrollo de los mercados de valores y seguros. Sin embargo, tal contribución no podría materializarse en mayor ahorro de no ser por reformas en otras áreas de la economía. De especial importancia son las medidas encaminadas a restablecer precios macroeconómicos realistas y creíbles, garantizar la estabilidad macroeconómica (y política), retomar el crecimiento, privatizar empresas públicas que no se cotizaban en las bolsas, regular y supervisar la solvencia del sector financiero y crear incentivos tributarios a la reinversión de utilidades.

## CUADROS Y GRAFICOS

Gráfico 1

AHORRO NACIONAL BRUTO<sup>a</sup> Y FORMACIÓN DE CAPITAL<sup>b</sup>



Fuente CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Incluye: Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, república Dominicana, Uruguay, Venezuela.

<sup>a</sup> a precios corrientes

<sup>b</sup> a precios constantes



## TRABAJADORES POTENCIALES POR RETIRADO NUMEROS ABSOLUTOS

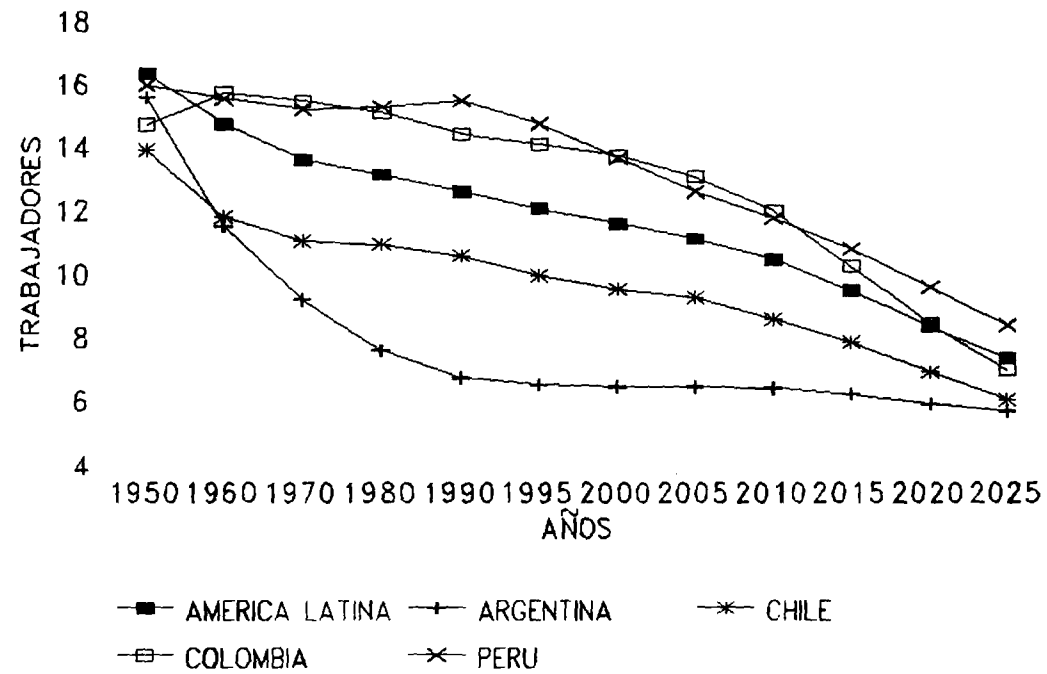


Gráfico 2

Fuente: Tendencias obtenidas de estimaciones y proyecciones de población, CELADE (1993)

CUADRO 1. AMÉRICA LATINA 1980-1992. ESTRUCTURA DEL EMPLEO Y EVOLUCIÓN SALARIOS REALES.

Países/Años	Estructura del empleo no agrícola							Salarios reales			
	Sector Informal				Sector Formal			Indice 1980=100 <sup>a</sup>			
	Total	Trabajador Independiente	Servicio doméstico	Empresas pequeñas	Total	Sector público	Grande empresa privada	Mínimo	Agrícola	Construcción	Industria
<b>América Latina</b>											
1980	40.2	19.2	6.4	14.6	59.8	15.7	44.1	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	47.0	22.6	7.8	16.6	53.1	16.6	36.5	86.4	87.2	84.3	91.0
1993	55.2	26.1	6.8	22.3	44.8	13.9	30.9	64.8	69.4	87.3	93.3
<b>Argentina</b>											
1980	39.4	20.4	6.0	13.0	60.7	18.9	41.8	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	42.7	22.9	6.5	13.3	57.3	19.1	38.2	113.1	138.4	61.6	75.0
1993	50.8	26.6	8.2	16.1	49.2	16.8	32.4	45.3	-	61.5	104.6
<b>Brasil</b>											
1980	33.7	17.3	6.7	9.7	66.3	11.1	55.2	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	44.7	21.1	9.1	14.5	55.4	12.0	43.4	83.9	100.3	84.5	90.6
1993	55.6	23.4	7.7	24.5	44.4	10.0	34.5	49.2	18.8	93.0	109.6
<b>Colombia</b>											
1980	52.5	25.3	6.7	20.5	47.5	13.8	33.7	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	55.7	28.0	7.0	20.7	44.2	12.4	31.8	108.0	115.7	104.2	113.5
1993	60.3	25.4	5.9	29.0	39.5	9.9	29.6	102.4	115.0	112.3	116.0
<b>Costa Rica</b>											
1980	36.4	16.3	6.1	14.0	63.6	26.7	36.9	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	40.5	17.2	6.2	17.1	59.4	26.3	31.7	112.2	99.9	85.5	105.7
1993	52.5	22.2	5.6	24.7	47.5	21.0	26.5	114.8	-	102.7	106.1
<b>Chile</b>											
1980	50.4	27.9	8.3	14.3	49.6	11.9	37.7	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	53.3	24.4	9.8	19.1	46.7	9.9	36.8	63.4	79.2	54.4	90.4
1993	49.9	22.6	6.6	20.6	50.1	7.9	42.3	83.4	104.2	67.5	117.6
<b>México</b>											
1980	49.1	18.0	6.2	24.9	50.9	21.8	29.1	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	51.3	23.5	6.4	21.4	48.7	25.5	23.2	67.0	72.2	84.8	72.0
1993	57.0	30.6	5.5	20.9	43.0	23.0	20.0	38.9	-	55.5	69.0
<b>Venezuela</b>											
1980	34.5	21.2	4.5	8.8	65.4	25.6	39.8	100.0	100.0	100.0	100.0
1985	39.9	21.3	4.9	13.7	60.1	24.5	35.6	95.3	94.6	-	-
1993	52.2	25.1	4.8	22.4	47.8	18.6	29.2	60.1	55.4	-	-

Fuente: PREALC/OIT sobre la base de Encuestas de Hogares y otras fuentes oficiales (Diversos informativos)

<sup>a</sup> Último año corresponde a 1992.

Cuadro 2. PROBLEMAS Y REFORMAS POSIBLES A SISTEMAS BASADOS EN EL REPARTO

OBJETIVO	PROBLEMA PARTICULAR	PROPUESTA	INSTRUMENTOS
HOMOGENEIZACIÓN	SISTEMAS ESTÁN COMPUESTOS POR DIFERENTES RÉGIMENES EXCLUYENTES, AFECTAN MOVILIDAD DE LA MANO DE OBRA ENTRE OCUPACIONES	IGUALAR LOS DIFERENTES RÉGIMENES Y HACER LOS BENEFICIOS HOMOGÉNEOS PARA TRABAJADORES CON SIMILARES ATRIBUTOS DE ELEGIBILIDAD INDEPENDIENTE DE SU LUGAR DE TRABAJO.	IGUALAR CONTRIBUCIONES Y CONDICIONES DE ELEGIBILIDAD (EDAD DE RETIRO E HISTORIAS DE COTIZACIONES) PARA OBTENER BENEFICIO PENSIONAL BAJO UN SOLO SISTEMA HOMOGÉNEO.
EMPLEO PRODUCTIVO	EMPLEOS POCO PRODUCTIVOS; BAJA RELACIÓN DE CONTRIBUYENTES A BENEFICIARIOS.	ORIENTAR POLÍTICA ECONÓMICA HACIA GENERACIÓN DE EMPLEOS PRODUCTIVOS.	INVERSIÓN EN RECURSOS HUMANOS, AHORRO, PRODUCTIVIDAD DE FACTORES, AMPLITUD DE MERCADOS, DESARROLLO TECNOLÓGICO.
MEJORAR RECAUDACIÓN	EVASIÓN Y MORA PATRONAL; DEUDA DEL ESTADO; COTIZACIÓN TRABAJADORES INDEPENDIENTES.	CREAR MECANISMOS DE PREMIOS Y CASTIGOS FRENTE A CUMPLIMIENTO CON EL SISTEMA; CREAR MECANISMOS DE NEGOCIACIÓN DEUDA CON EL SISTEMA.	IDENTIFICACIÓN ÚNICA DE CONTRIBUYENTES Y DEPENDIENTES; CUENTAS INDIVIDUALES; COMPUTARIZACIÓN; FISCALIZACIÓN DE CUMPLIMIENTOS REAJUSTANDO MULTAS E INTERESES REALES POSITIVOS, BONOS REAJUSTABLES PARA DEUDA DEL ESTADO, SIMPLIFICACIÓN DE TRÁMITES.
INVERTIR FONDOS DE RESERVA	BAJO RENDIMIENTO DE FONDOS DE RESERVAS; DESVÍO HACIA OTROS PROGRAMAS DE GOBIERNO; FALTA DE MECANISMOS DE INDIZACIÓN	REGULAR Y SUPERVISAR COMPOSICIÓN DE CARTERA; DESARROLLO MERCADO E CAPITALES; SEPARACIÓN PROGRAMAS.	ORGANISMO REGULADOR Y SUPERVISOR; COMISIÓN CLASIFICADORA RIESGOS; INTERMEDIACIÓN FINANCIERA; BALANCES PERIÓDICOS Y PÚBLICOS; PREPARACIÓN DE CUENTAS FISCALES SEGÚN PROGRAMAS.

Cuadro 2. PROBLEMAS Y REFORMAS POSIBLES A SISTEMAS BASADOS EN EL REPARTO

OBJETIVO	PROBLEMA PARTICULAR	PROPUESTA	INSTRUMENTOS
SOLIDARIDAD Y AMPLIACIÓN COBERTURA POBLACIONAL	LOS SISTEMAS CUBREN SOLO A UNA FRACCIÓN DE LA FUERZA DE TRABAJO; EXISTEN SEGMENTOS DE LA POBLACIÓN SIN CAPACIDAD DE AHORRO.	DESARROLLO DE SISTEMAS MIXTOS CON PENSIÓN BÁSICA Y COMPLEMENTO SOBRE LA BASE DE ESFUERZO INDIVIDUAL; DESARROLLO DE INCENTIVOS PARA MOTIVAR AHORRO DE TRABAJADORES INDEPENDIENTES.	UTILIZACIÓN DE FONDOS PARA GARANTÍAS CREDITICIAS DEL PARTICIPANTE; HOMOLOGACIÓN DE UNA PENSIÓN BÁSICA MÍNIMA; AUTOFINANCIAMIENTO DE PENSIONES ADICIONALES; SEPARACIÓN DE PROGRAMA DE PENSIONES DEL PRESUPUESTO FISCAL.
ADECUAR PRESTACIONES A ESFUERZO INDIVIDUAL Y/O CAPACIDAD DEL SISTEMA	PRESTACIONES NO GUARDAN RELACIÓN CON APORTES; EXISTENCIA DE BENEFICIARIOS NO ELEGIBLES; INDIZACIÓN DE PRESTACIONES CON DIFERENTE CRITERIO A BASE DE RECAUDACIÓN Y OTRAS FUENTES DE INGRESO.	VINCULAR PENSIONES A LOS MÍNIMOS ESTABLECIDOS Y COMPLEMENTARLOS CON ADICIONES QUE GUARDEN RELACIÓN CON APORTES DE TODA LA VIDA DEL PARTICIPANTE.	EDAD DE RETIRO Y PORCENTAJE DE REEMPLAZO FIJADOS SEGÚN ESPERANZA DE VIDA Y AÑOS DE CONTRIBUCIÓN; FLEXIBILIZAR EDAD DE RETIRO SUJETO A CASTIGO EN BENEFICIO DEBIDAMENTE ESTIMADA CONFORME A APORTES; IMPLEMENTAR PENSIÓN BÁSICA Y COMPLEMENTO AUTOFINANCIADO; DESARROLLO DE SEGUROS VITALICIOS; DESARROLLO DE MECANISMO DE INDEXACION ADECUADOS AL SISTEMA; REGULACION Y SUPERVISIÓN DE DEPENDIENTES ELEGIBLES; ELIMINAR PRIVILEGIOS.
MEJORAR ADMINISTRACIÓN	EXCESO DE GASTOS ADMINISTRATIVOS Y INEFICIENCIA	REFORMA ADMINISTRATIVA	RACIONALIZACIÓN; SEPARACIÓN DE PROGRAMAS; LEGISLACIÓN; COMPUTARIZACIÓN; CAPACITACIÓN; PRESUPUESTO POR PROGRAMAS; POLÍTICA DE PERSONAL; NORMALIZACIÓN; PRIVATIZACIÓN.

**Cuadro 3**

**ESQUEMA DE POSIBLES SUBSISTEMAS**

Contribuciones	Contributivo		No Contributivo
Beneficios	Obligatorias	Voluntarias	
<b>Previamente Definidos</b>	Diferentes Sistemas de Reparto		Pensiones Básicas con cargo Presupuesto Fiscal
No Definidos Previamente	Sistema de Capitalización	Sistemas de Ahorro	Pensiones de Gracia

Cuadro 4

RETORNOS EN DOS SISTEMAS DIFERENTES DE FINANCIAMIENTO

Estimación del retorno de dos sistemas de pensiones			
	Monto de la contribución o ahorro en el período 1 (1)	Monto de la pensión del participante en el período 2 (2)	Retorno para el individuo (3) = 1 - (2)/(1)
Reparto o no financiado	$c_1 * w_1$	$(c_2 * w_2 * T_2) / T_1$	$1 - (c_2 * w_2 * T_2) / (T_1 * (c_1 * w_1)) \approx r_c + r_w + r_T$
Capitalización o financiado	$c_1 * w_1$	$c_1 * w_1 * (1+r)$	$1 - c_1 * w_1 * (1+r) / (c_1 * w_1) = r$

Cuadro 5

DESCOMPOSICIÓN DEL AHORRO NACIONAL SIN INCLUIR DÉFICIT PREVISIONAL  
(cifras como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1) Ahorro Nacional Bruto	Ahorro de Gobierno			Ahorro Privado		
		(2) Superávit Corriente	(3) FEC	(2)+(3) Total	(4) Previsional	(5) No Previsional	(6) Total
1980	13.9	8.5	0.0	8.5	0.0	5.4	5.4
1981	8.2	5.8	0.0	5.8	0.9	1.5	2.4
1982	2.1	-2.9	0.0	-2.9	1.8	3.2	5.0
1983	4.4	-2.3	0.0	-2.3	1.7	5.0	6.7
1984	2.9	-1.2	0.0	-1.2	1.9	2.0	4.1
1985	7.8	0.4	0.0	0.4	2.0	5.4	7.4
1986	11.5	1.3	0.0	1.3	2.2	8.0	10.2
1987	17.3	3.0	0.5	3.5	2.3	11.5	13.8
1988	22.3	3.0	3.0	6.0	2.7	13.6	16.3
1989	23.7	3.0	3.7	6.7	2.9	14.1	17.0
1990	24.2	2.5	2.3	4.8	3.0	16.4	19.4
1991	24.1	3.7	0.7	4.4	2.8	16.9	19.7
1992	24.8	4.9	0.3	5.2	3.3	16.3	19.6
1993	23.9	4.8	-0.2	4.6	3.6	15.7	19.3
1994	25.4	4.9	0.2	5.1	3.9	16.4	20.3
Prom. 80-84	6.3	1.6	0.0	1.6	1.6	3.5	4.7
Prom. 85-89	16.5	2.1	2.4	3.6	2.4	10.5	12.9
Prom. 90-94	24.5	4.2	0.7	4.8	3.3	16.3	19.7

Fuente: Arrau (1995)

(1) Hasta 1984 datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986

(2) y (3) Hasta 1988 Vial y Marfán (1995). Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.

(4) Hasta 1988 10 años de Historia del Sistema de AFP, AFP Hábitat. Desde 1989 El Sistema Chileno de Pensiones, S.A.F.P.

(5) Ahorro privado - Ahorro de personas

(6) Ahorro Nacional Bruto - Ahorro público

FEC: Fondo de Estabilización del Cobre

Cuadro 6

## DESCOMPOSICIÓN DEL AHORRO NACIONAL INCLUYENDO DÉFICIT PREVISIONAL

(cifras como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1) Ahorro Nacional Bruto	Ahorro de Gobierno				Ahorro Privado		
		(2) Déficit Previsional Total	(3) Superávit Corriente	(4) FEC	(2)+(3)+(4) Total	(5) Previsio nal	(6) No Previsiona l	(7) Total
1980	13.9	1.7	8.5	0.0	10.2	-1.7	5.4	3.7
1981	8.2	4.1	5.8	0.0	9.9	-3.2	1.5	-1.7
1982	2.1	8.3	-2.9	0.0	5.4	-6.5	3.2	-3.3
1983	4.4	7.5	-2.3	0.0	5.2	-5.8	5.0	-0.8
1984	2.9	7.7	-1.2	0.0	6.5	-5.8	2.2	-3.6
1985	7.8	6.7	0.4	0.0	7.1	-4.7	5.4	0.7
1986	11.5	6.3	1.3	0.0	7.6	-4.1	8.0	3.9
1987	17.3	5.4	3.0	0.5	8.9	-3.1	11.5	8.4
1988	22.3	5.2	3.0	3.0	11.2	-2.5	13.6	11.1
1989	23.7	4.5	3.0	3.7	11.2	-1.6	14.1	12.5
1990	24.2	4.6	2.5	2.3	9.4	-1.6	16.4	14.8
1991	24.1	4.5	3.7	0.7	8.9	-1.7	16.9	15.2
1992	24.8	4.3	4.9	0.3	9.5	-1.0	16.3	15.3
1993	23.9	4.5	4.8	-0.2	9.0	-0.9	15.7	14.9
1994	25.4	4.5	4.9	0.2	9.6	-0.6	16.4	15.8
Prom. 80-84	6.3	5.9	1.6	0.0	7.4	-4.6	3.5	-1.1
Prom. 85-89	16.5	5.6	2.1	2.4	9.2	-3.2	10.5	7.3
Prom. 90-94	24.5	4.5	4.2	0.7	9.3	-1.1	16.3	15.2

Fuente: Arrau (1995)

(1) Hasta 1984 datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986

(2) 1980-1984 Arrau (1992). 1985-1988, Arrau (1992) ajustando las cifras con el PIB base 1986. Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.

(3) y (4) Hasta 1988 Vial y Marfán (1995). Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994, Dirección de Presupuesto.

(5) Ahorro privado - Ahorro empresas

(6) cuadro 4

(7) Ahorro Nacional Bruto - Ahorro público

FEC: Fondo de Estabilización del Cobre



Cuadro 7

**CHILE: DESARROLLO DEL MARCO INSTITUCIONAL Y DE REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y DEL MERCADO DE VALORES a**

Noviembre 1980	D.L. N°3.500	Crea sistemas privados de pensiones que incluye Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP)
Diciembre 1980	D.L. N°3.538	Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
Octubre 1981	Ley N°18.045	Ley de Mercado de Valores
Octubre 1981	Ley N°18.056	Ley de Sociedades Anónimas
Diciembre 1985	Circular 574 de las SVS	Define personas relacionadas
Enero 1986	Circular 585 de las SVS	Obliga a informar sobre transacciones accionarias efectuadas por accionistas mayoritarios, directores y ejecutivos
Marzo 1986	Circular 601 de las SVS	Obliga a informar de cualquier evento que pueda afectar significativamente los negocios de sociedades anónimas abiertas
Octubre 1987	Ley N°18.660	Obliga a la clasificación continua de los valores de oferta pública según categorías de riesgo.
Julio 1989	Ley N°18.815	Ley de fondos de Inversión. Permite a los fondos de pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios y capital de riesgo
Diciembre 1989	Ley N°18.876	Norma la constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores.
Mayo 1992	Acuerdo de la Comisión Clasificadora de Riesgos	Autoriza a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir en proyectos sin historia
Mayo 1993	Circular 776 de la SAFP	Obliga a entregar información estandarizada sobre la rentabilidad de las cuentas individuales según tramos de ingresos de los afiliados
1993	Proyecto de ley	Propone sustanciales modificaciones a las leyes de mercado de valores: Crea empresas "securitizadoras" Perfecciona la "industria" clasificadora de riesgos Precisa las responsabilidades de los corredores de bonos Crea fondos de inversión de desarrollo de empresas (FIDE) Fortalece la regulación de la solvencia de las compañías de seguro Flexibiliza los límites de inversión de las AFP Norma los factores de riesgo para las inversiones de la AFP en el exterior

Fuente: Arrau (1993) a Excluye las reformas a las leyes y normas que regulan las actividades de los bancos y sociedades financieras, y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

**Cuadro 8**

**REGULACION PRUDENCIAL DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS  
DE PENSIONES (CHILE)**

1. LOS FONDOS DE PENSIONES SOLO PUEDEN INVERTIRSE EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS AUTORIZADOS POR LEY.
2. LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESTA SUJETA A NORMAS ESTRICTAS DE DIVERSIFICACIÓN DE CARTERA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y POR EMISOR.
3. TODOS LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS QUE SON OBJETO DE INVERSIÓN POR PARTE DE LOS FONDOS DE PENSIONES DEBEN SER EVALUADOS POR LA COMISIÓN NACIONAL DE RIESGO.
4. TODAS LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS SON VALORIZADAS DIARIAMENTE CON PRECIOS ESTABLECIDOS POR LA AUTORIDAD SUPERVISORA. (85% DEL PORTAFOLIO ESTA VALORIZADO A PRECIOS DE BOLSA).
5. LA ADMINISTRACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESTA SUJETA A REQUISITOS DE RENTABILIDAD MÍNIMA.
6. CUSTODIA DE VALORES DE FONDOS DE PENSIONES: AL MENOS 90% DE LAS INVERSIONES DEBEN ESTAR EN CUSTODIA EN EL BANCO CENTRAL.

Cuadro 9

CHILE: INDICADORES DEL CONTEXTO MACRO-FINANCIERO: PRECIOS RELATIVOS Y CRECIMIENTO

AÑOS	INFLACIÓN	VALOR CUOTA UNIDADES INDIZADAS				TASA REAL DE INTERÉS		TIPO DE CAMBIO REAL	TASA DE CRECIMIENTO	DEFICIT CUENTA CORRIENTE
		DE FOMENTO	TRIBUTARIA	REAJUSTABLE	DE AHORRO	CAPTACIÓN	COLOCACIÓN			
1987	21.5	22.3	22.1	20.1	22.9	4.3	7.3	91.3	6.1	3.1
1988	12.7	10.9	10.9	11.1	13.3	4.6	7.6	102.0	7.0	0.9
1989	21.4	21.2	21.3	18.8	20.1	6.8	9.4	96.4	9.7	2.4
1990	27.3	30.1	30.4	26.1	26.1	9.5	13.3	100.0	3.3	2.0
1991	18.7	17.7	17.6	18.5	22.7	5.4	8.5	98.9	6.8	0.7
1992	12.7	13.5	13.3	12.9	16.8	5.3	8.1	95.3	10.6	2.4
1993	12.2	13.3	13.8	11.0	16.2	6.4	9.2	96.6	5.9	5.0
1994	8.9	8.4	8.2	8.9	11.9	6.4	9.3	95.5	4.1	2.0

FUENTE; Banco Central de Chile.

(1) Medido por el IPC de Diciembre a Diciembre

(2) Variación del valor de la Unidad de Fomento Reajutable (UF) de Diciembre a Diciembre.

(3) Variación del valor de la Unidad Tributaria de Diciembre a Diciembre de cada año.

(4) Variación del valor de la Unidad Reajutable (UR) de Diciembre a Diciembre de cada año.

(5) Variación de la Cuota de ahorro CORVI de Diciembre a Diciembre de cada año.

(6) y (7) Tasa de interés reajustables promedio del sistema financiero (captación y colocación).

(8) Tipo de cambio real efectivo estimado por CEPAL.

(9) Tasa de crecimiento del PIB (porcentaje anual).

(10) Déficit en Cuenta Corriente como porcentaje del PIB a precios corrientes.

Cuadro 10

TASAS DE IMPUESTOS DE LOS SISTEMAS PRE Y POST REFORMA  
(Porcentajes)

Impuestos a las:	Sociedades anónimas		Sociedades limitadas	
	Pre reforma 1984	Post reforma 1984	Pre reforma 1984	Post reforma 1984
Utilidades retenidas	46	10.0	31.5	10.0
Utilidades distribuidas	43.3	31.5	31.5	31.5

Fuente: Marfán (1984), en base al cuadro 3, asumiendo una tasa marginal de 35 % para los impuesto personales del empresario.  
Tomado de Arrau, 1995.

ANEXOS

## ANEXO 1

Ahorro nacional bruto y ahorro externo  
(cifras como % del PIB en valores corrientes)

Año	(1) Base 1977			(2) Base 1986		
	Ahorro Nacional Bruto	Ahorro Externo	Ahorro Total Bruto	Ahorro Nacional Bruto	Ahorro Externo	Ahorro Total Bruto
1970	15.2	1.2	16.4	---	---	---
1971	12.4	2.1	14.5	---	---	---
1972	8.3	3.9	12.2	---	---	---
1973	5.2	2.7	7.9	---	---	---
1974	20.7	0.4	21.3	---	---	---
1975	7.9	5.2	13.1	---	---	---
1976	14.5	-1.7	12.8	---	---	---
1977	10.7	3.7	14.4	---	---	---
1978	12.6	5.2	17.8	---	---	---
1979	12.4	5.4	17.8	---	---	---
1980	13.9	7.1	21.0	---	---	---
1981	8.2	14.5	22.7	---	---	---
1982	2.1	9.2	11.3	---	---	---
1983	4.4	5.4	9.8	---	---	---
1984	2.9	10.7	13.6	---	---	---
1985	5.4	8.3	13.7	7.8	9.4	17.2
1986	7.7	6.9	14.6	11.5	7.3	18.9
1987	12.6	4.3	16.9	17.3	5.0	22.2
1988	16.3	0.7	17.0	22.3	0.5	22.8
1989	17.2	3.1	20.3	23.7	1.9	25.5
1990	17.5	2.8	20.3	24.2	2.0	26.3
1991	19.0	-0.2	18.8	24.1	0.4	24.5
1992	19.6	1.7	21.3	24.8	2.0	26.8
1993	--	---	---	23.9	4.8	28.8
1994	--	---	---	25.4	1.4	26.8
Prom. 1970-1979	12.0	2.8	14.8	---	---	---
Prom. 1980-1984	6.3	9.4	15.7	---	---	---
Prom. 1985-1992	14.4	3.5	17.9	19.5	3.6	23.0

Fuente: Arrau (1995)

(1) Hasta 1988 Indicadores Económicos y Sociales 1960 - 1988. Desde 1989 Boletín Mensual N°782, Banco Central

(2) Hasta 1989 Cuentas Nacionales de Chile 1985 - 1992 (Síntesis anticipada). Desde 1990 Boletín Mensual N°808, Banco Central

## ANEXO 2

## Déficit y Ahorro Previsional en la Transición

Año	Gobierno	Familia
	(1) Déficit Previsional Total	(2) Ahorro Previsional
1980	1.7	0.0
1981	4.1	0.9
1982	8.3	1.8
1983	7.5	1.7
1984	7.7	1.9
1985	6.7	2.0
1986	6.3	2.2
1987	5.4	2.3
1988	5.2	2.7
1989	4.5	2.9
1990	4.6	3.0
1991	4.5	2.8
1992	4.3	3.3
1993	4.5	3.6
1994	4.5	3.9
Prom. 80-84	5.9	1.6
Prom. 85-89	5.6	2.4
Prom. 90-94	4.5	3.3

Fuente: Arrau (1995)

(1) 1980 - 1984 Arrau (1992). 1985 - 1988, Arrau (1992) ajustando las cifras con el PIB base 1986. Desde 1989 Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989 -1994, Dirección de Presupuesto.

(2) Ahorro privado - Ahorro empresas

## ANEXO 3

### FUNCIONES SOCIALES Y ECONÓMICAS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

#### A. FUNCIONES SOCIALES

1. ASEGURAR EL AHORRO NECESARIO PARA FINANCIAR NIVELES DE CONSUMO SATISFACTORIOS DURANTE LA VEJEZ, INVALIDEZ Y SOBREVIVENCIA
  - a. LAS PERSONAS NO AHORRAN VOLUNTARIAMENTE PARA CUBRIRSE CONTRA TALES RIESGOS (MIOPÍA)
  - b. LAS PERSONAS AHORRAN PARA CUBRIRSE CONTRA TALES RIESGOS (DISTINTAS TEORÍAS)
2. CONTRIBUIR A LA EQUIDAD MEDIANTE LA SOLIDARIDAD CON QUIENES NO ESTÁN EN CONDICIONES DE AHORRAR PARA SU VEJEZ
  - a. A TRAVÉS DEL MISMO SISTEMA DE PENSIONES (FONDO COMÚN) Y CON CARGO A LA PLANILLA DE SUELDOS
  - b. A TRAVÉS DE LA POLÍTICA FISCAL (SUBSIDIOS) Y CON CARGO A IMPUESTOS GENERALES

#### B. FUNCIONES ECONÓMICAS

1. CONTRIBUIR AL AHORRO NACIONAL
  - a. EL SISTEMA NO SUSTITUYE OTRAS FORMAS DE AHORRO
  - b. EL SISTEMA SUSTITUYE OTRAS FORMAS DE AHORRO
2. CONTRIBUIR AL AHORRO FINANCIERO Y AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES
  - a. LOS FONDOS SE INTERMEDIAN EN EL MERCADO DOMÉSTICO DE CAPITALES
  - b. SITUACIÓN DE ACCESO DEL ESTADO A LOS FONDOS



**SISTEMA DE PENSIONES BASADO EN LA CAPITALIZACIÓN DE FONDOS  
ENTORNO MACROECONOMICO**

1. Inflación baja y controlada (o sistema financiero indizado)	Largo horizonte temporal de sistema de capitalización de fondos  Extensión horizonte de toma de decisiones de agentes económicos  Eliminación de riesgo asociado a vaivenes en sistema de precios	Instrumentos financieros de mediano y largo plazo  Proyectos de inversión
2. Tasas reales positivas pero moderadas de interés	Eficiencia en asignación de recursos reales y financieros  Solvencia de instituciones financieras y deudores  Competitividad de instrumentos financieros en moneda nacional	
3. Tipo de cambio realista y creíble	Competitividad de proyectos rentables en sectores productivos con ventajas competitivas  Prevención de movimientos especulativos de capital entre el país y el exterior	

Anexo 5

SISTEMA DE PENSIONES BASADO EN LA CAPITALIZACIÓN DE FONDOS  
ENTORNO FINANCIERO

1. Fortalecimiento situación financiera sector público	Financiamiento del déficit previsional Solvencia y autonomía Banco Central Eliminación/reducción cargas cuasifiscales sistema financiero				
2. Reforma de la banca	<table border="1"> <tbody> <tr> <td data-bbox="692 504 1055 596">                             Solvencia de bancos y deudores                              Reforma de regulación prudencial                         </td> <td data-bbox="1140 549 1554 620">                             Garantía o seguro a los depósitos                              Mecanismo de control de la solvencia                         </td> </tr> <tr> <td data-bbox="692 687 943 711">Reforma organizacional</td> <td data-bbox="1140 663 1576 735">                             Multibanca                              Complementación financiera de la banca                         </td> </tr> </tbody> </table>	Solvencia de bancos y deudores Reforma de regulación prudencial	Garantía o seguro a los depósitos Mecanismo de control de la solvencia	Reforma organizacional	Multibanca Complementación financiera de la banca
Solvencia de bancos y deudores Reforma de regulación prudencial	Garantía o seguro a los depósitos Mecanismo de control de la solvencia				
Reforma organizacional	Multibanca Complementación financiera de la banca				
3. Desarrollo de mercados de valores y seguros	<table border="1"> <tbody> <tr> <td data-bbox="763 802 1391 1166">                             Bolsa de valores competitiva                              Condiciones de acceso a la bolsa de valores                              Regulación prudencial de inversionistas institucionales                              (Administradoras de Fondos, Compañías de Seguros)                              Clasificación del riesgo de instrumentos financieros                              Custodia de valores                         </td> <td data-bbox="1420 847 1984 1308">                             Requisitos legales a sociedades abiertas                              Requisitos de transparencia informativa                              Diversificación de cartera y limitación de riesgos                              Establecimientos de reservas                              Requisitos de capital                              Incentivo a nuevas sociedades abiertas                              Incentivo a nuevos intermediarios financieros                              Incentivo a la emisión de nuevos valores                         </td> </tr> <tr> <td data-bbox="763 1238 1016 1262">Ampliación del mercado</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	Bolsa de valores competitiva Condiciones de acceso a la bolsa de valores Regulación prudencial de inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos, Compañías de Seguros) Clasificación del riesgo de instrumentos financieros Custodia de valores	Requisitos legales a sociedades abiertas Requisitos de transparencia informativa Diversificación de cartera y limitación de riesgos Establecimientos de reservas Requisitos de capital Incentivo a nuevas sociedades abiertas Incentivo a nuevos intermediarios financieros Incentivo a la emisión de nuevos valores	Ampliación del mercado	
Bolsa de valores competitiva Condiciones de acceso a la bolsa de valores Regulación prudencial de inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos, Compañías de Seguros) Clasificación del riesgo de instrumentos financieros Custodia de valores	Requisitos legales a sociedades abiertas Requisitos de transparencia informativa Diversificación de cartera y limitación de riesgos Establecimientos de reservas Requisitos de capital Incentivo a nuevas sociedades abiertas Incentivo a nuevos intermediarios financieros Incentivo a la emisión de nuevos valores				
Ampliación del mercado					

Anexo 6. NORMAS DE REGULACION PRUDENCIAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES  
EN CHILE

**CONTENIDO DE LAS NORMAS**

**A. Sociedad administradora del fondo**

1. Sociedad administradora con patrimonio completamente independiente del fondo.
2. Una sociedad administradora puede gestionar sólo un fondo.
3. La sociedad administradora debe asegurar una rentabilidad mínima del fondo recurriendo, cuando sea necesario, a un encaje aportado por ella misma y que es mantenido en el Banco Central

**B. Cartera de inversiones del fondo**

1. Los fondos de pensiones sólo pueden invertirse en valores o instrumentos financieros autorizados por ley.
2. Todos los valores o instrumentos financieros que son objeto de inversión deben haber sido clasificados favorablemente por la Comisión Clasificadora de Riesgos.
3. Normas estrictas de diversificación de cartera por instrumento financiero y por emisor orientados a un bajo perfil de riesgo de los fondos.
4. Por regla general, todos los valores e instrumentos financieros deben transarse en bolsas de comercio u otros mercados secundarios establecidos.
5. Valorización estandarizada diaria de la cartera de inversiones con precios suministrados por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Al menos el 85% de la cartera debe estar valorizada a precios de mercado.
6. Al menos el 90% de los valores e instrumentos que componen la cartera de inversiones de un fondo de pensiones deben encontrarse en custodia en el Banco Central.

## REFERENCIAS

- Aaron, Henry J. (1982), *Economic Effects of Social Security*, Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Arrau, Patricio (1992) "El nuevo régimen previsional chileno", en Regímenes Pensionales, Fundación Friedrich Ebert de Colombia, septiembre.
- Arrau, Patricio (1993) "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993, Serie de Financiamiento para el Desarrollo N°19, CEPAL
- Arrau, Patricio (1994), *Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993, serie Financiamiento del desarrollo, N°19, CEPAL, Santiago de Chile.*
- Arrau, Patricio (1995) *Evolución de la Tasa de Ahorro Nacional en Chile: 1980-1994 (Borrador preliminar), Unidad de Financiamiento, CEPAL.*
- Auerbach, Alan J., and Kotlikoff, Laurence J. (1990), "Demographics, fiscal Policy and US Saving in the 1980s and Beyond", in Summers, Lawrence H. (ed.), *Tax Policy and the Economy*, Vol. 4, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Ayala, U. (1992), "Un Sistema Pensional de Capitalización Individual para Colombia", en Uthoff, A. y R. Szalachmann, *Sistemas de Pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma*, vol. 2 Bolivia, Brasil, Guatemala, México, Colombia, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago de Chile.
- Banco Central (1993), "Cuentas nacionales de Chile 1985-1992 (síntesis anticipada)"
- Banco Central (1989), Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988".
- Banco Central, "Boletín Mensual", varios números.
- Barr, Nicholas (1993) "The Economics of the Welfare State", Stanford University Press, Second Edition.
- Barro, Robert J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Vol. 84, pp. 1095-117.

- Barro, Robert J. (1978), *The Impact of Social Security on Private Saving: Evidence from the US Time Series*, Washington, D.C.: The American Enterprise Institute.
- CEPAL, (1992) "Equidad y Transformación Productiva: Un Enfoque Integrado". Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Santiago de Chile
- CEPAL, (1995) "Reformas a los Sistemas de Pensiones en América Latina y el Caribe". Serie de Financiamiento del Desarrollo N°29. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
- Corsetti, G and Schmidt-Hebbel K. (1994) Pensión Reform and Growth Mimeo, May 1994. The World Bank.
- Diamond Peter (1995) *Economic Support in Old Age*. Annual Conference on Development Economics. May 1-2, 1995. Washington D.C.
- Dirección de Presupuestos (1995), Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1994.
- Feldstein, Martin S. (1974), "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, pp. 905-26.
- Held, Günther y Uthoff, Andras (1995) *Indicators and Determinants of Savings for Latin America and the Caribbean*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Working Paper N°25, April, 1995.
- Held, Günther (1994) *¿Liberalización o Desarrollo Financiero?* Revista de la CEPAL N°54, diciembre 1994, CEPAL
- Iglesias, A. y R. Acuña (1992), *Sistemas de Pensiones en América Latina. Chile: Experiencia con un Régimen de Capitalización 1981-1991*, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago de Chile.
- Leimer, Dean R., and Lesnoy, Selig D. (1982), "Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, pp. 606-42.
- Marfán, M. (1984) "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", Colección Estudios CIEPLAN N°13, junio.
- Ramos, J (1994) "Síntesis del Planteamiento de la CEPAL sobre la Equidad y Transformación Productiva". *Desarrollo Productivo* No. 17. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.

Schulthess, W. y G. Demarco (1993), Sistema de Pensiones en América Latina. Argentina: Evolución del sistema nacional de previsión social y propuesta de reforma, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago de Chile.

Superintendencia de AFP (1994), El sistema chileno de pensiones.

Uthoff, A. y R. Szalachmann (eds.)(1991), Sistemas de Pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Costa Rica, Ecuador, Uruguay y Venezuela, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago de Chile.

——— (eds.) (1992), Sistemas de Pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, vol.2. Bolivia, Brasil, Guatemala, México, Colombia, CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago de Chile.

Vial, J., y M. Marfán (1995), "Políticas para el crecimiento económico en los 90. El caso de Chile", en Notas Técnicas de CIEPLAN N°157, marzo.

