

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R. 1730
11 de junio de 1997

ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**RESULTADOS Y DESAFÍOS
DEL SISTEMA DE PENSIONES EN CHILE***

(Primera versión sólo para comentarios)

* Este documento fue elaborado por Julio Bustamante Jeraldo, Superintendente de AFP de Chile, con ocasión del Seminario Regional sobre "Situación y Perspectivas de las Reformas a los Sistemas de Pensiones en América Latina y el Caribe", organizado por CEPAL, Santiago de Chile, octubre de 1996. Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con las de la Organización..

INDICE

RESUMEN	1
I. PRINCIPALES RESULTADOS	3
A. Cobertura	3
B. Valor de los Fondos y rentabilidad	4
C. Beneficios	5
II. DESAFIOS PENDIENTES	6
A. Concentración de las Inversiones en Instrumentos Nacionales	6
1. Medidas de Reciente Implementación	6
2. Recursos potenciales para la Inversión en el extranjero	7
B. Costo del Sistema.....	7
1. Proyecto de Ley sobre Reducción de Costos	8
2. Plan AFP 2000	9
C. Mercado de Rentas Vitalicias	10
D. Mecanismo de Medición de la Rentabilidad Mínima	11
E. Creación de un Segundo Fondo Orientado a Afiliados Pensionados o Próximos a Pensionarse	13
F. Cobertura de Independientes	14
III. FUTURO DEL SISTEMA	16
A. Evolución y Proyección de los Fondos de Pensiones	16
B. Aporte de los Fondos de Pensiones a Nuevos Sectores de la Economía	
Nacional	18
1. Infraestructura	18
2. Minería	20
C. Futuros esperados	22
 INDICE DE CUADROS Y GRAFICOS	
Cuadro No. 1 Evolución de Cotizantes-Afiliados.....	3
Cuadro No. 2 Cobertura del Sistema Previsional	5
Cuadro No. 3 Costo previsional mensual para un Afiliado Promedio	8
Cuadro No. 4 Cobertura del Sistema para trabajadores Independientes	15
Cuadro No. 5 Evolución de los Fondos de Pensiones	16
Cuadro No. 6 Proyección de los Fondos de Pensiones	18
Cuadro No. 7 Estimación de Necesidades de Inversión en Infraestructura Hasta el Año 2000	19
Cuadro No. 8 Cuantificación del Aporte Potencial de Recursos de los Fondos de Pensiones al Sector Infraestructura	20
Cuadro No. 9 Aporte Potencial de Recursos de los Fondos de Pensiones	21

RESUMEN

Después de 16 años de su puesta en operación el nuevo sistema de pensiones de Chile presenta buenos resultados. Sin embargo, el sistema no está ajeno a desafíos inmediatos y para el futuro. Julio Bustamante, Superintendente de AFP, revisa cada uno de ellos en este trabajo.

Entre los resultados positivos el autor destaca el aumento de la cobertura, la alta tasa de rentabilidad real obtenida de las inversiones del fondo y la mejora respecto del sistema anterior de los beneficios promedios que entrega el actual sistema. La cobertura de todos aquellos que cotizaron a lo menos una vez durante los últimos 12 meses, se ha aumentado desde 57 a 62 % de la PEA entre 1989 y 1995. La rentabilidad histórica de las inversiones ha sido de 12.6% anual. Los beneficios que está entregando el actual sistema se estiman en promedio superiores entre un 31 y 50% al valor de los del antiguo sistema.

Los resultados anteriores ocultan otras dificultades que preocupan a las autoridades. Como desafíos inmediatos el autor identifica seis. Ellos son: (i) la alta concentración de inversiones en instrumentos nacionales; (ii) el alto costo de la administración de los fondos; (iii) las imperfecciones que ofrece el mercado de rentas vitalicias; (iv) los efectos no deseados que genera el mecanismo de cálculo de la rentabilidad mínima que garantiza el sistema; (v) la necesidad de crear un segundo fondo orientado a pensionados próximos a pensionarse; y (vi) la baja cobertura que presentan los trabajadores independientes que sólo cotizan en forma voluntaria. Para cada uno de estos desafíos pendientes el trabajo expone las propuestas del gobierno para solucionarlos.

La continuidad de los éxitos antes anotados estará asociado además a tres tareas de largo alcance. Primero, la permanente creación de nuevas alternativas de inversión de modo de generar una oferta amplia de instrumentos. Segundo, la apertura de la inversión de los fondos de pensiones a instrumentos financieros que ofrecen los sectores de infraestructura y minería (los cuales tradicionalmente no se han beneficiado con los fondos de pensiones). Finalmente, la permanente creación de empleo productivo y de retornos reales positivos en el mercado financiero (para asegurar una adecuada densidad de empleo y rentabilidad de los fondos de pensiones en la determinación de los beneficios para los cotizantes).

I. PRINCIPALES RESULTADOS

A. Cobertura

El número de afiliados al Sistema de AFP en Chile se ha incrementado desde 1,4 millones en 1981 a 5,46 millones en junio de 1996, lo que significa un aumento de un 290,25% mientras que, durante el mismo período, los cotizantes aumentaron desde 1,06 a 3,0 millones, lo que significa un aumento de un 183,34%.

En cuanto a la relación cotizantes-afiliados, ésta ha tenido un constante descenso, prácticamente desde los inicios del Sistema, excepto en el año 1987 en que se produce una leve alza para después descender nuevamente hasta llegar a que en junio de 1996 un 54,97% de los afiliados cotiza en el Sistema.

CUADRO N° 1
EVOLUCION COTIZANTES - AFILIADOS
(1981 - JUNIO 1996)

ANOS	Número de Afiliados (1)	Número de Cotizantes (2)	%(A)/(B)
1981	1.400.000	ND	ND
1982	1.440.000	1.060.000	73,61
1983	1.620.000	1.230.000	75,92
1984	1.930.353	1.360.000	70,45
1985	2.283.830	1.558.194	68,23
1986	2.591.484	1.774.057	68,46
1987	2.890.680	2.023.739	70,01
1988	3.183.002	2.167.568	68,10
1989	3.470.845	2.267.622	65,33
1990 (3)	3.739.542	2.289.254	61,22
1991	4.109.184	2.486.813	60,52
1992	4.434.795	2.695.580	60,78
1993	4.708.840	2.792.118	59,30
1994	5.014.444	2.879.637	57,43
1995	5.320.913	2.961.928	55,67
1996 (4)	5.463.526	3.003.419	54,97

Notas: (1) Afiliados Activos son aquellos no pensionados y no fallecidos. (2) Corresponde a cada uno de los afiliados que cotizaron en diciembre de cada año. (3) Datos de cotizantes a noviembre de 1990, puesto que a diciembre de ese año se realizó un proceso extraordinario de aclaración de rezagos, por lo que la cifra a diciembre no es representativa. (4) Cifras a junio de 1996.

La diferencia entre ambas estadísticas (afiliados activos-cotizantes) refleja la pérdida del trabajo; la salida de la fuerza laboral; la morosidad en el pago de cotizaciones a las Administradoras, las que son retenidas por los empleadores; rezagos en la imputación de las cotizaciones, debido a errores en la información o pago de meses atrasados; y el no pago de cotizaciones por parte de afiliados independientes, quienes cotizan en forma voluntaria.

Para obtener un indicador de la cobertura del Sistema Previsional Chileno se debe analizar qué porcentaje representa el total de trabajadores cubiertos por alguno de los Sistemas existentes sobre la población económicamente activa (PEA). Para aproximarnos a estos valores en el cuadro siguiente se presenta una medida que se acerca a la cobertura efectiva, en la que se consideran cubiertos los afiliados con menos de doce meses sin movimiento en la cuenta, es decir aquellos que han efectuado cotizaciones dentro del último año y, en consecuencia es altamente probable que estén cubiertos por el seguro de invalidez y sobrevivencia. No obstante, sólo se dispone sólo de esta información a partir de 1989.

Cabe destacar que para medir la cobertura previsional total se deben considerar también los imponentes del Sistema Previsional Antiguo. Respecto a este último Sistema sólo se cuenta con información de cotizantes, por lo que se usa esta medida de cobertura para el cálculo de la cobertura total, aun cuando existe una subestimación de la misma. A su vez, no se cuenta con información respecto a las Fuerzas Armadas ni Carabineros, por lo que se incluyen en la población económicamente activa, pero no se contabilizan como imponentes, aun cuando se encuentran cubiertos por sus propios sistemas, lo que contribuye a la subestimación de la cobertura total.

La cobertura, así medida, en el período 1989-1995, considerando ambos Sistemas como porcentaje de la población económicamente activa, ha variado entre el 66% y el 75%, con una clara tendencia creciente.

B. Valor de los Fondos y Rentabilidad

A agosto de 1996, el valor de los Fondos de Pensiones alcanzaba a los 27.964 millones de dólares, los cuales se encontraban invertidos en diversos instrumentos financieros. En términos generales, un 40% de los recursos se encontraban invertidos en instrumentos estatales, un 25% en instrumentos de instituciones financieras y un 35% en bonos y acciones de empresas.

En materia de rentabilidad, las inversiones con los recursos previsionales durante los 15 años de existencia del Sistema han reportado en promedio una rentabilidad real de 12,6% anual, lo que excede ampliamente las proyecciones realizadas al momento de diseñar el sistema.

CUADRO N° 2
COBERTURA DEL SISTEMA PREVISIONAL

Años	Cotizantes AFP/ PEA	Afiliados Cubiertos AFP */ PEA	Cotizantes Sist. Antiguo / PEA	Cot. AFP+Cot. S ist Antiguo/ PEA	Afil. Cubiertos AFP(2) +Cot. Sist Antiguo/
1982	29%	n/d	13%	42%	n/d
1983	33%	n/d	13%	45%	n/d
1984	36%	n/d	12%	48%	n/d
1985	39%	n/d	11%	50%	n/d
1986	42%	n/d	11%	52%	n/d
1987	46%	n/d	10%	57%	n/d
1988	48%	n/d	9%	57%	n/d
1989	49%	58%	8%	57%	66%
1990	48%	61%	8%	56%	69%
1991	52%	64%	7%	59%	71%
1992	54%	67%	7%	61%	74%
1993	53%	67%	6%	59%	73%
1994	54%	68%	5%	60%	73%
1995	56%	70%	5%	62%	75%

Notas: (1) Datos a noviembre de 1990, puesto que en diciembre de ese año se realizó un proceso extraordinario de aclaración de rezagos, por lo que el dato a diciembre no es representativo.
(2) Afiliados Cubiertos: corresponde a los afiliados con menos de doce meses sin movimiento en la cuenta.

C. Beneficios

Aun cuando el Sistema de Pensiones podría considerarse relativamente nuevo, a junio de 1996 se están pagando 225.270 pensiones, de las cuales un 59,1% corresponden a vejez, un 8,3% a invalidez y un 33,6% a sobrevivencia. A modo de ejemplo, el monto promedio de las pensiones de vejez anticipada a junio de 1996 alcanzaba a 313 dolares, en tanto, las pensiones de vejez ascendían a 190 dolares, por último, las pensiones de invalidez total tenían un monto promedio de 292 dolares. Cabe destacar que estas prestaciones superan a las del sistema antiguo entre un 31% y un 50%.

II. DESAFIOS PENDIENTES

A. Concentración de las Inversiones en Instrumentos Nacionales

Una de las críticas que se formulan al Sistema se relaciona con la concentración de las inversiones de los Fondos de Pensiones en instrumentos nacionales, dado que un 99,7% se encuentra invertido en Chile. Esto podría tener efectos nocivos, ya que la rentabilidad obtenida con los recursos previsionales estaría directamente relacionada a variables domésticas; por lo cual, si el país se ve enfrentado a ciclos adversos los Fondos de Pensiones se verían afectados en forma importante. Por lo tanto, es deseable una mayor diversificación internacional, tal que se reduzca el riesgo del portafolio de inversiones de estos inversionistas institucionales.

Actualmente, la ley faculta a las AFP para realizar inversiones en instrumentos extranjeros; sin embargo, a la fecha menos de un uno por ciento de los Fondos de Pensiones se ha destinado a estos instrumentos, en tanto el límite establecido por el Banco Central es de 9% del valor de los Fondos; es más, de acuerdo a la ley éste podría llegar hasta 12%.

Si bien es cierto, recientemente se han implementado una serie de medidas específicas tendientes a potenciar la inversión de los Fondos de Pensiones en el extranjero, aún no se observa un aumento en dicha participación, lo cual permitiría una mayor diversificación de las inversiones de los recursos previsionales. Se espera que en el mediano plazo se produzca la deseada materialización de la inversión en el exterior, inducida por las medidas que perfeccionan el proceso.

El objetivo de las modificaciones relativas a la inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior es obtener, por la vía de una mayor diversificación, mejores combinaciones de rentabilidad-riesgo, que se reflejen finalmente en mayores pensiones.

1. Medidas de Reciente Implementación

Las medidas que han sido recientemente implementadas con el objeto de incentivar la inversión en el exterior, incluyen nuevos instrumentos que pueden ser adquiridos con los Fondos de Pensiones y la posibilidad de efectuar operaciones de cobertura de riesgo a través de instrumentos derivados, facilitando la canalización de recursos previsionales hacia el extranjero. Las nuevas alternativas se refieren a la inversión en acciones de empresas extranjeras, cuotas de Fondos de inversión extranjeros y Fondos mutuos extranjeros, y operaciones de cobertura de riesgo con instrumentos derivados. Otras medidas recientemente implementadas dicen relación con la ampliación de la clasificación de riesgo permitida hasta BBB-, para instrumentos representativos de deuda de largo plazo, y nivel N-3, para títulos de corto plazo; a su vez, se aprueba la inversión en Bonos Brady y ADR (American Deposit Receipt).

Además, a través de una modificación al DL 3.500 recientemente aprobada se permite a los Fondos de Pensiones invertir en Fondos de inversión nacionales cuyo único objetivo sea efectuar

inversiones en el extranjero; estos Fondos de inversión internacional se registrarán fundamentalmente por la normativa que regula a los Fondos de inversión nacionales existentes, siendo sus cuotas transables en el mercado local.

Este mecanismo ofrece ventajas para la inversión de los Fondos de Pensiones chilenos en el extranjero, produciéndose una diversificación internacional inmediata, eventuales economías de escala, mayor grado de fiscalización del administrador y mayor acceso a información de las operaciones en el exterior, tanto por parte de los organismos contralores como de las propias AFP.

2. Recursos Potenciales para la Inversión en el Extranjero

	Inversión Actual (1) (millones de US\$)	Inversión Potencial (1) (millones de US\$)	
- Renta Fija (2)	43,72	Límite Actual (9%)	Límite Máximo (12%)
		2.473	3.312
- Renta Variable (2)	37,04	Límite Actual (4,5%)	Límite Máximo (6%)
		1.221	1.641
- Total	80,76	Límite Actual (9%)	Límite Máximo (12%)
		2.473	3.312

Notas: (1) Considera información a agosto de 1996.

(2) El límite de inversión en el extranjero en renta variable y renta fija se encuentran dentro del mismo límite global de inversión en el extranjero.

B. COSTOS DEL SISTEMA

El costo previsional¹ ha sido una de las materias que ha preocupado durante los últimos años, ya que después de un largo período de permanentes disminuciones, éste comenzó a estabilizarse durante los últimos cinco años y aún permanece en un nivel elevado. En efecto, desde 1990 el costo previsional se ha mantenido prácticamente constante medido en términos de la

¹ El costo previsional incluye la comisión fija y porcentual que cobran las Administradoras de Fondos de Pensiones a sus cotizantes, al incluir una comisión porcentual este costo varía dependiendo de la remuneración imponible del afiliado.

remuneración imponible, encontrándose en junio de 1996 para un cotizante con un ingreso igual al promedio del sistema (US \$547) en un 2,99 % de la remuneración imponible, incluida la prima del seguro que cubre los riesgos de invalidez y muerte. Por esta razón se ha estimado necesario presentar un proyecto de ley sobre la materia flexibilizando la actual estructura de comisiones y estableciendo un plazo mínimo de permanencia de un año. Esta iniciativa complementa a la modernización de los procesos de administración del Sistema de AFP, que se ha llevado a cabo a través del Plan AFP 2000, con el fin de reducir los gastos operacionales no comerciales de las AFP.

CUADRO N° 3
COSTO PREVISIONAL MENSUAL PARA UN AFILIADO PROMEDIO

Años	Costo Previsional Absoluto En US \$ de Junio de 1996	Ingreso Imponible Real Promedio En US \$ Junio de 1996	Costo Previsional Relativo En % del Ingreso Medio
1982	15,1	296	5,10%
1983	20,7	250	8,27%
1984	20,6	237	8,69%
1985	20,6	309	6,68%
1986	18,8	311	6,05%
1987	16,3	297	5,49%
1988	13,5	337	4,00%
1989	12,3	348	3,54%
1990	11,3	357	3,15%
1991	11,9	383	3,10%
1992	12,7	413	3,07%
1993	13,6	443	3,07%
1994	15,5	505	3,06%
1995	15,8	517	3,06%
Junio 1996	16,4	547	2,99%

1. Proyecto de Ley sobre Reducción de Costos

a. Modificaciones a la Estructura de Comisiones por Cotización

Uno de los elementos contenidos en el citado proyecto de ley se refiere a la flexibilización de la cotización adicional (Comisión porcentual por depósito de cotizaciones medida sobre la remuneración imponible). Esta modificación permitirá a las AFP cobrar cotizaciones adicionales diferenciadas según los períodos de *permanencia* de los afiliados en ella. Es decir, las Administradoras podrán incentivar la menor rotación de los afiliados reduciendo las comisiones en función de su permanencia.

Los descuentos de comisiones se materializarán a través de devoluciones a los afiliados, las que podrán ser abonadas a su cuenta de capitalización individual o a su cuenta de ahorro voluntario, según lo que éste disponga.

b. Establecimiento de un Período de Permanencia Mínima de un Año

Con el objeto de reducir el excesivo número de traspasos que se observa actualmente, el proyecto de ley establece que todos los afiliados deben permanecer al menos un año en una Administradora antes de traspasarse.

Los principales fundamentos de esta regulación son:

- i. Cualquier evaluación de la rentabilidad o la calidad del servicio requiere al menos un año para apreciarlos correctamente.
- ii. Un afiliado que ingresa al sistema permanecerá en él entre 30 y 40 años, por lo tanto, aún con esta restricción podría cambiarse numerosas veces de AFP.
- iii. Un 54,3 % de los afiliados que se traspasa tiene menos de un año de antigüedad en su AFP y por lo tanto podría presumirse que no está evaluando adecuadamente su decisión de traspaso.
- iv. La medida será restrictiva sólo para los afiliados que se traspasan de Administradora en forma excesiva.
- v. Induce a los afiliados a efectuar el debido análisis de su AFP y de las restantes antes de traspasarse.

En todo caso, esta norma no operará en las siguientes situaciones: cuando la rentabilidad de la cuota del Fondo sea inferior a la rentabilidad mínima, cuando la Administradora tenga un patrimonio inferior al mínimo; cuando haya aumentado alguna de sus comisiones y, finalmente, en caso de fusión de la Administradora.

2. Plan AFP 2000

El "Plan AFP 2000" consistió en un conjunto de proyectos cuyo objetivo general fue la modernización y la optimización de los procesos de administración del Sistema de Capitalización Individual, incorporando tecnología avanzada, lo que debería traducirse en una mayor eficiencia, una mejor calidad del servicio y una reducción de los costos operativos de las Administradoras.

Actualmente, se han implementado los proyectos matrices que introducen cambios a la gestión del nuevo Sistema Previsional.

- a. Micrografiado de Documentos: Se utilizan procedimientos de microcopiado o micrograbado de la documentación. Esto deberá traducirse en una reducción significativa de los archivos físicos.
- b. Interconexión de las Administradoras a través de transmisión electrónica de datos: Actualmente, están operando en forma electrónica los siguientes flujos de información: consulta de múltiples afiliaciones, notificaciones de órdenes de traspaso, aceptaciones y rechazos, traspasos de saldos y rezagos, pensiones, reclamos, entre otras.
- c. Carpeta Individual: Las Administradoras pueden crear un archivo previsional para la custodia de la documentación, lográndose así, desmaterializar la carpeta individual, incorporar nuevas tecnologías y disminuir el actual volumen de manejo de documentos.
- d. Nuevo Sistema de Pago de Cotizaciones Previsionales: Se autorizó el pago de las cotizaciones previsionales mediante la transmisión electrónica de fondos e información, basado en el intercambio electrónico de datos (EDI), que permite optimizar el proceso.

Como resultado del efecto conjunto de la reducción de costos administrativos y el efecto sobre los gastos comerciales de las comisiones diferenciadas por permanencia y la permanencia mínima de un año, se espera una reducción de los costos medios de las AFP, el que vía competencia en comisiones sería luego traspasado a los afiliados en la forma de un menor costo previsional.

C. MERCADO DE RENTAS VITALICIAS

Una vez cumplidos los requisitos para acceder a los beneficios del Sistema, los afiliados pueden optar entre tres modalidades de pensión: retiro programado, renta vitalicia y una combinación de ambas denominada renta temporal con renta vitalicia diferida. Para optar a la modalidad de renta vitalicia los afiliados deben tener al menos un saldo que les permita financiar una renta igual o superior a la pensión mínima de vejez.

La comercialización de las rentas vitalicias se efectúa a través de los agentes de ventas propios de las Compañías de Seguros y de los corredores de seguros, siendo estos últimos el canal de comercialización mayoritario.

En la actualidad, el mercado presenta algunas imperfecciones, tales como: falta de transparencia en el acceso a información respecto a los potenciales pensionados por parte de los agentes de venta y de los corredores, problemas de información de los futuros pensionados respecto al bien que están adquiriendo, altas comisiones cobradas en el proceso de comercialización de Rentas Vitalicias y conflictos de intereses que enfrentan los intermediarios que operan en este mercado.

La Superintendencia de AFP ha presentado un proyecto de ley, mediante el cual se busca aumentar la cantidad y calidad de la información disponible en el mercado tanto para los

demandantes (futuros pensionados) como para los oferentes (corredores y Compañías de Seguros de Vida).

El proyecto contiene básicamente lo siguiente: Se crea un sistema de consultas y ofertas de Rentas Vitalicias, el que se realizará a través de un sistema computacional y de comunicaciones, y será obligatorio para todo afiliado que deseando pensionarse reúna las condiciones para optar por esta modalidad de pensión. La Administradora deberá efectuar las consultas a la totalidad de las Compañías de Seguros de Vida que participan en el mercado. Todas las compañías participantes deberán ofrecer, al menos, rentas vitalicias sin condiciones especiales de cobertura², pudiendo además realizar otras ofertas.

Las Compañías efectuarán las ofertas en base a un costo por unidad de pensión las que posteriormente serán puestas a disposición del solicitante en términos de pensión mensual y estarán vigentes por un período determinado. El afiliado deberá seleccionar modalidad de pensión una vez que esté en conocimiento de todas las ofertas del mercado, pudiendo optar por rechazar o aceptar una oferta.

Además, las Administradoras emitirán un listado que contenga el nombre de los afiliados que cumplan con los requisitos para pensionarse dentro del plazo de un año a contar de su emisión, con lo cual se elimina el "mercado negro" de información. Cabe señalar que éstos tendrán la posibilidad de manifestar su voluntad de no ser incluidos en este listado.

D. MECANISMO DE MEDICION DE RENTABILIDAD MINIMA

La regulación vigente asegura a los afiliados que los Fondos de Pensiones obtendrán una rentabilidad mínima³, de la cual es responsable en primera instancia la Administradora y en segunda instancia el Estado.

La experiencia recogida de la operación del Sistema ha demostrado que, si bien existen razones para exigir una rentabilidad mínima a los Fondos de Pensiones, el mecanismo particular establecido para su cálculo genera algunos efectos no deseados. Cabe mencionar, que los principales problemas que se visualizan en la metodología vigente son los siguientes. En primer lugar, se evalúa en un horizonte de corto plazo (12 meses) en comparación con las inversiones de largo plazo de los Fondos de Pensiones, por lo cual el método no permite diferenciar factores aleatorios de la buena administración de los recursos previsionales. Un segundo problema presente en la medición de la rentabilidad mínima, es que dificulta la diferenciación de cartera entre las Administradoras, en razón a que el estándar mínimo es medido en relación al promedio

2 Se entiende por renta vitalicia sin condiciones especiales de cobertura aquella Renta Vitalicia Inmediata o Diferida, que cubre a los beneficiarios establecidos en el artículo 5 y cuyos montos se ajusten a los porcentajes establecidos en el artículo 58, ambos del DL 3.500, de 1980.

3 Artículo 37 DL 3.500.

de la industria, sin considerar el riesgo que está asumiendo el Fondo en base a la cartera mantenida.

Dado lo anterior, se estima conveniente el perfeccionar el actual sistema de medición de la rentabilidad mínima en los siguientes puntos:

- Ampliar el período de medición de rentabilidad para efectos de comparar la rentabilidad promedio del Sistema con aquella alcanzada por cada Fondo de Pensiones, estimándose adecuado un período de 36 meses. Lo anterior se sustenta en el hecho de que, tanto la teoría de portafolio como la evidencia empírica disponible muestran que períodos cortos no permiten diferenciar adecuadamente la calidad de la administración de factores aleatorios.
- Ponderar la rentabilidad de cada Administradora por su participación relativa cada mes del período, para que los ponderadores no se vean afectados por la rentabilidad total del período, ya que como se dijo anteriormente esto lleva a una sobreestimación de la rentabilidad mínima exigida.

Si bien las propuestas anteriores no solucionan por si solas uno de los principales problemas del mecanismo actual de rentabilidad mínima ("efecto manada"), según lo que se estableció en un comienzo, esto se debe esencialmente a que se podría considerar que el instrumento apropiado para solucionar este problema no es el mecanismo de rentabilidad mínima, a través de la incorporación de la variable riesgo en el establecimiento del parámetro de medición, ya que cualquier modificación en este sentido puede conducir a situaciones extremas. Por un lado puede que no se logre mayor diferenciación de Fondos que la actual, o que la mayor diversidad de Fondos implique alternativas más riesgosas que las actuales, o bien que se dé una gran diversidad ante lo cual los afiliados no sean capaces de optar adecuadamente. Por lo tanto, podría ser preferible estudiar la creación de un segundo Fondo de Pensiones por cada Administradora.

En relación al cálculo de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, también se han identificado algunos problemas en su operación, por lo que podría ser modificado. Esto se debe esencialmente a que bajo la actual metodología, es obligatorio que el monto de la reserva que excede el 1% por más de dos años sea abonado a las cuentas individuales de los afiliados, por lo tanto, puede ocurrir que afiliados que no tengan derecho a recibir esa rentabilidad y que visualicen dicho reparto se traspasen a la AFP que va a realizarlo, provocando transferencias indeseadas de riqueza. Por otra parte, la AFP que debe repartir el excedente podría utilizar dicho reparto como un elemento para atraer afiliados. Por lo tanto, sería deseable establecer una metodología alternativa que permita disminuir las transferencias indeseadas de riqueza.

E. CREACION DE UN SEGUNDO FONDO ORIENTADO A AFILIADOS PENSIONADOS O PROXIMOS A PENSIONARSE

El objetivo de la creación de un segundo Fondo de Pensiones es disminuir la variabilidad de éste para los afiliados pensionados o próximos a pensionarse, ya sea por edad o por invalidez declarada mediante un primer dictamen. Se estima que para aquellos afiliados próximos a pensionarse tendrán sus preferencias hacia Fondos con menor riesgo, es decir con una rentabilidad menos fluctuante que la del Fondo actual, y por lo tanto su Fondo permanecerá más estable, lo que hará más predecible su pensión. En tanto, al pensionarse el segundo Fondo dará lugar a una nueva modalidad de pensión, la que consistiría básicamente en un retiro programado que otorgará pensiones más estables en el tiempo.

A modo de ejemplo, para un afiliado tipo que en el año 1995 tenía 66 años y un cónyuge 3 años menor, la pensión obtenida el año 1995 disminuyó en un 16% real para 1996. Esta diferencia se explica en un 42,8% por la caída de la tasa de descuento de retiros programados y rentas temporales, entre 1995 y 1996, en un 16,8% por la caída en la rentabilidad de la cuota y en un 40,4% por los retiros de pensión y por el cambio en la edad del afiliado y su cónyuge. Cabe destacar que la caída en la tasa de descuento de los retiros se debe, a su vez a la caída en la rentabilidad de la cuota, ya que ésta es considerada en su cálculo. Por lo tanto, la rentabilidad del Fondo afectó el monto de la pensión, en este caso, directa o indirectamente, en un 9,5%.

La creación de un segundo Fondo, traerá aparejado un período de transición, en el cual deberán analizarse fundamentalmente los efectos que tendrán las transacciones derivadas del traspaso inicial y la disponibilidad de instrumentos de inversión. Es importante medir la magnitud de los traspasos de afiliados entre los distintos Fondos de una misma AFP y sus efectos sobre el mercado de capitales, considerando que los nuevos tipos de Fondos pueden dar lugar a un cambio en la composición de la demanda de instrumentos financieros nacionales. La magnitud de estos efectos depende de las diferencias que efectivamente existan entre los Fondos actuales y los que se creen y de la aceptación que el nuevo Fondo tenga en los afiliados, esto es, la magnitud de los traspasos y el período de tiempo en que se realicen.

Considerando los posibles efectos sobre el mercado de capitales, inicialmente, debe permitirse el traspaso de instrumentos entre los diferentes Fondos, sin recurrir al mercado formal. A su vez, para reducir aún más los eventuales efectos que se produzcan sobre el mercado de capitales, se podría ir incluyendo paulatinamente a los distintos tipos de afiliados que puedan tener acceso al segundo fondo, por ejemplo, en una primera etapa sólo se permitiría el traspaso a aquellos afiliados que se encuentren pensionados, después de un año se incluirían los afiliados activos a los que le resten tres años para el cumplimiento de la edad legal para pensionarse, y luego de dos años a los que le resten cinco años. Además, los límites del segundo fondo podrían irse acomodando a lo largo del tiempo, tal que se llegue a un 10% de renta variable al cabo de dos años.

Dadas las diferencias que existirán entre las carteras de ambos Fondos, especialmente en lo que se refiere a títulos de renta variable, el traspaso de afiliados entre un Fondo y otro podría provocar cambios en los precios de estos títulos. Con el propósito de amortiguar al máximo el impacto de este cambio, se propone adoptar un período de transición caracterizado por:

- a. El primer año desde la entrada en vigencia de la ley, sólo podrán ingresar a los Fondos Tipo 2 los afiliados pensionados; en los años segundo, tercero, cuarto, quinto y sexto se agregarán a éstos aquellos a quienes les falten menos de uno, dos, tres cuatro y cinco años, respectivamente, para cumplir la edad legal para pensionarse por vejez. De este modo el ingreso de afiliados al segundo Fondo se distribuirá en seis años.
- b. Durante los seis primeros años desde la entrada en vigencia de esta ley, las Administradoras podrán realizar transferencias de instrumentos entre el Fondo Tipo 1 y el Fondo Tipo 2, sin recurrir a los mercados formales para evitar que las ventas y compras de instrumentos, derivadas de los traspasos de los afiliados desde el Fondo Tipo 1 al Fondo Tipo 2, alteren los precios de los instrumentos financieros.
- c. Si bien la estructura de límites del Fondo Tipo 2 implica una significativa reducción del límite máximo para instrumentos de renta variable y un aumento del límite global para instrumentos de renta fija, durante un período de dos años, el Banco Central de Chile podrá fijar límites transitorios que paulatinamente se acerquen a los valores definitivos.

F. COBERTURA DE INDEPENDIENTES

De acuerdo con las normas establecidas por el DL 3.500, los trabajadores que se desempeñan en forma independiente no están obligados a realizar cotizaciones en las Administradoras de Fondos de Pensiones. No obstante, la baja cobertura del Sistema de AFP en este segmento de la fuerza de trabajo podría representar un problema, ya que una parte importante de estos trabajadores y su grupo familiar no están cubiertos por el seguro de invalidez y sobrevivencia y, además, no tendrán derecho a recibir pensión en la vejez.

En promedio, durante 1995, el país tenía una fuerza de trabajo ocupada de 5,02 millones de personas, de las cuales 1,45 millones (28% del total) puede ser clasificada como independiente.

Tanto la cobertura estadística (afiliados), como la efectiva (cotizantes) del Sistema de AFP sobre los trabajadores independientes es baja. Desde 1989, la cobertura estadística se ha mantenido constante alrededor del 10%. La cobertura efectiva es menor aún, si se considera que sólo dos de cada cinco afiliados independientes cotiza. La importancia de lo anterior radica en que, el único beneficio que reciben del Sistema los afiliados independientes no cotizantes es la rentabilidad sobre el saldo acumulado en la cuenta de capitalización individual.

CUADRO N° 4
COBERTURA DEL SISTEMA PARA LOS TRABAJADORES INDEPENDIENTES

Año	Fuerza de Trabajo Ocupada Independiente (a)	Afiliados Independientes (b)	Cotizantes Independientes (c)	Cobertura Estadística (b)/(a)	Relación Cot./Afil. (c)/(b)
1989	1.189.675	121.511	51.186	10,21%	42,12%
1990	1.204.000	123.795	47.922	10,28%	38,71%
1991	1.214.575	128.111	50.840	10,55%	39,68%
1992	1.268.230	132.789	51.721	10,47%	38,95%
1993	1.317.153	136.045	52.657	10,33%	38,71%
1994	1.398.610	142.011	55.320	10,15%	39,96%
1995	1.391.600	149.260	57.077	10,73%	38,24%

Fuente: INE y SAFP.

En resumen, puede decirse que la cobertura de los trabajadores independientes es baja y ha permanecido constante en los últimos años.

Las medidas que eventualmente se diseñen para mejorar la cobertura de los trabajadores independientes, deberían tener en cuenta los siguientes elementos:

- a. *Heterogeneidad de ingreso de los trabajadores independientes:* Dentro de la categoría de trabajadores independientes coexisten personas con niveles de ingreso muy diferentes, por ejemplo, trabajadores de casa particular y los profesionales universitarios que ejercen en forma independiente. Bajo esta perspectiva, el problema de cobertura más severo se presenta en el grupo de los trabajadores independientes de ingreso bajo y medio, para el cual no existe alternativa al Sistema de Pensiones organizado por el Estado. En efecto, para los independientes de alto ingreso existe una serie de sustitutos del Sistema de AFP como, por ejemplo, los seguros de vida individuales o incluso el autoseguro. Por lo tanto, si se desea atraer a los trabajadores hacia las AFP, es necesario utilizar instrumentos o incentivos diferentes para los independientes de distinto nivel de ingreso.
- b. *Compatibilidad de los incentivos:* Los servicios entregados por las AFP, como cualquier otro bien, tienen un oferente (AFP) y un demandante (trabajadores). Por lo tanto, los incentivos que se generen para llevar a una de las partes al mercado no deberían desincentivar a la otra.

En relación con la cobertura de los trabajadores independientes, los principales esfuerzos de la SAFP se han concentrado y continuarán haciéndolo promover el sistema entre los trabajadores no afiliados.

III. FUTURO DEL SISTEMA

A. EVOLUCION Y PROYECCION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

En la actualidad es posible visualizar la importancia de los Fondos de Pensiones como una de las principales fuentes de ahorro e inversión del país, es así como se puede esperar que en el futuro esta sea un hecho aun más evidente. En el siguiente cuadro se presenta la evolución del valor de los Fondos de Pensiones.

CUADRO N° 5
EVOLUCION DE LOS FONDOS DE PENSIONES 1981 - 1995

AÑOS	VALOR DE LOS FONDOS DE PENSIONES Mill. U.S. \$ (Agosto 1996)
1981	301,02
1982	948,48
1983	1.722,88
1984	2.246,18
1985	3.137,88
1986	4.111,73
1987	5.036,99
1988	6.141,78
1989	7.590,58
1990	1.0065,87
1991	14.245,97
1992	15.884,96
1993	20.411,78
1994	24.679,83
1995	26.234,12
Agosto 1996	27.964,12

Cabe destacar que la participación de los Fondos de Pensiones en los distintos sectores económicos difiere bastante de la participación de estos sectores en el producto interno bruto. Esto denota la existencia de sectores económicos importantes que hasta ahora han recibido un bajo aporte de recursos de los Fondos de Pensiones, en tanto, otros sectores de menor peso relativo en la economía han recibido mayor cantidad de recursos, como se verá en la siguiente sección.

En este contexto, en el futuro a medida que continuen aumentando los recursos de los Fondos previsionales, éstos se debieran ir canalizando en mayor medida hacia aquellos sectores que hasta el momento han recibido un menor aporte de recursos.

Solo por concepto de cotizaciones, los Fondos de Pensiones cada año aumentan alrededor de 1.800 millones de dólares. A esto deben agregarse el efecto de los intereses, reajustes y dividendos recibidos por las inversiones del Fondo y el hecho que hasta ahora, los montos retirados por concepto de pensión son bastante bajos, situación que debería tender a revertirse en el futuro. De esta forma, según estimaciones de esta Superintendencia, si suponemos una rentabilidad del 4% en el año 2004 los Fondos de Pensiones alcanzarían los 53.295 millones de dólares, en tanto en un escenario más optimista, con una rentabilidad esperada del 6% real anual, los Fondos acumulados llegarían a los 62.164 millones de dólares el mismo año. La evolución esperada para los Fondos de Pensiones bajo estos dos escenarios alternativos se puede ver en el siguiente cuadro. Como se puede apreciar, si la rentabilidad alcanzara un 4% promedio real anual, los Fondos crecerían a un 7,9%, en tanto, con una rentabilidad de 6% la tasa de crecimiento de los Fondos alcanzaría un 9,6%.

Lo anterior, confirma la necesidad de crear en forma permanente nuevas alternativas de inversión que generen una oferta amplia de instrumentos con el objeto de satisfacer la creciente demanda de activos financieros de parte de los Fondos de Pensiones así como sus necesidades de diversificación de riesgo. No obstante, se debe destacar que siempre existe la posibilidad de canalizar recursos hacia el extranjero, posibilidad que fue analizada en la sección anterior.

Uno de los sectores que podrá recibir próximamente mayores recursos provenientes de los Fondos de Pensiones es el de infraestructura, en tanto, el sector minero se vislumbra también como un potencial captador de recursos, ambos sectores se analizan en secciones siguientes.

CUADRO N° 6
PROYECCION DE LOS FONDOS DE PENSIONES
(Dólar Observado al 30 de Agosto de 1996)

Año	Valor de los Fondos de Pensiones (MM US\$) (1)	Valor de los Fondos de Pensiones/PIB (2)	Valor de los Fondos de Pensiones (MM US\$) (3)	Valor de los Fondos de Pensiones/PIB (2)
1996	30.100	45,17%	29.039	43,57%
1997	33.100	47,30%	31.394	44,86%
1998	36.351	49,47%	33.915	46,16%
1999	39.870	51,68%	36.609	47,45%
2000	45.743	53,92%	39.487	48,75%
2001	47.792	56,19%	42.561	50,04%
2002	52.296	58,55%	45.900	51,39%
2003	57.163	60,96%	49.467	52,75%
2004	62.164	63,42%	53.295	54,13%

Notas:

- (1) Se asumió una rentabilidad de 6%
- (2) Se asumió un crecimiento real del PIB de 5% real anual.
- (3) Se asumió una rentabilidad de 4%

B. APOORTE DE LOS FONDOS DE PENSIONES A NUEVOS SECTORES DE LA ECONOMIA NACIONAL

1. Infraestructura

Existe consenso acerca de la importancia de la infraestructura para apoyar el incremento de la productividad y sostener el ritmo de crecimiento económico actual del país.

Es claro que el financiamiento estatal para solucionar el déficit actual y cubrir los requerimientos futuros de inversión en infraestructura, no es suficiente. Es por ello, que se ha vislumbrado al sistema de concesiones de obras públicas como un medio eficiente y atractivo para la participación del sector privado en la solución del déficit de inversión en infraestructura.

Teniendo presente la cantidad de recursos acumulados por los Fondos de Pensiones, el que estos grandes inversionistas institucionales participen en el financiamiento de obras de infraestructura, desarrolladas bajo el sistema de concesión, significaría una gran inyección de recursos al sector y, por ende, la posibilidad de que muchos de los proyectos lleguen a concretarse. A su vez, para los Fondos de Pensiones es primordial que se desarrollen alternativas de inversión adecuadas con el fin de lograr el retorno necesario a medida que crece el volumen de recursos que manejan.

Según estimaciones del Ministerio de Obras Públicas las necesidades de inversiones en infraestructura hasta el año 2000 alcanzarían los 11.306 millones de dólares, considerando proyectos tales como: vialidad, puertos, aeropuertos, líneas férreas, riego y tratamiento de aguas servidas.

Dado el nuevo marco regulatorio se espera que los Fondos de Pensiones podrían aportar potencialmente a los proyectos de infraestructura hasta 5.062 millones de dólares, desglosados de la forma que se indica en el Cuadro N° 8.

CUADRO N°7
ESTIMACION DE NECESIDADES DE INVERSIONES EN
INFRAESTRUCTURA HASTA EL AÑO 2000
(Millones de Dolares)

VIALIDAD URBANA E INTERURBANA	4.250
VIALIDAD URBANA	2.000
TRATAMIENTO DE AGUAS SERVIDAS	1.480
EQUIPAMIENTO COMUNITARIO	810
LINEAS FERREAS	470
PUERTOS	455
RIEGO	370
AEROPUERTOS	130
DEFENSAS FLUVIALES Y AGUAS LLUVIAS	195
TOTAL	11.306

Fuente: Ministerio de Obras Públicas

CUADRO N° 8
CUANTIFICACION DEL APOORTE POTENCIAL DE RECURSOS DE LOS
FONDOS DE PENSIONES AL SECTOR INFRAESTRUCTURA
(Millones de Dólares de Agosto de 1995)

Instrumento	Límite
Cuotas de Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas	1.247,66
Bonos de Empresas sin Historia	1.398,61
Acciones de S.A. Inmobiliarias	673,92
Cuotas de Fondos de Inversión Inmobiliaria	2.416,02
Total	5.062,29

Nota: Las inversiones en acciones de S.A. Inmobiliarias y las Cuotas de Fondos de Inversión Inmobiliaria ocupan el mismo límite, por lo tanto se suma sólo el mayor.

2. Minería

Resulta llamativa la poca participación de instrumentos del sector minero en los Fondos de Pensiones. En efecto, durante 1995 el PIB del sector minero representó 7,87% del PIB mientras sólo 1,8% de los Fondos estaba invertido en instrumentos del sector. Lo anterior contrasta con la situación del sector electricidad, gas y agua que representando un 2,69% del PIB obtiene financiamiento de los Fondos de Pensiones en instrumentos de deuda y capital equivalentes a un 16,72% de estos Fondos.

La inversión directa de los Fondos de Pensiones en instrumentos emitidos por empresas del sector minero puede realizarse a través de Bonos, Acciones y Bonos Convertibles, además pueden allegar recursos en forma indirecta a través de los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas y Mobiliarios.

a. Restricciones a la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Sector Minero

Considerando la información presentada en la sección anterior, cabe preguntarse por las causas que explican esta baja participación relativa de los Fondos de Pensiones en empresas del sector minero.

En primer lugar, CODELCO, la principal empresa minera del país, de carácter estatal no está organizada como una sociedad anónima abierta. Ello limita la gama teórica de posibles instrumentos mediante los cuales los Fondos de Pensiones podrían invertir, a títulos de deuda.

Lo señalado representa una importante limitación si además se considera que entre las sociedades mineras que cotizan en bolsa la relación Pasivo de Largo Plazo / Patrimonio es muy baja, vale decir, que sus activos están financiados en una gran proporción por capital propio.

En segundo lugar, el sector presenta un reducido número de acciones inscritas en los mercados de Valores, sólo 11 de un total de 323 emisores de acciones pertenecen al sector. En el caso de los bonos. En resumen, el sector minero presenta una oferta reducida de instrumentos elegibles para los Fondos de Pensiones y, además, un reducido número de emisores de títulos de oferta pública.

b. Potencial de Inversión de los Fondos de Pensiones en el Sector Minero

CUADRO N° 9
APORTE POTENCIAL DE RECURSOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES
En millones de US\$ de diciembre de 1995

Instrumento	Límites sobre el Stock
Bonos Canjeables	2.758,38
Bonos de Empresas	11.247,16
Acciones	2.385,68
TOTAL DIRECTO	13.632,84
Cuotas de FIDE	1.247,67
Cuotas de Fondos de Inversión Mobiliaria	1.186,88
TOTAL INDIRECTO	2.434,55
TOTAL	16.067,39

Notas:

(1) Se asume que existe una cantidad de emisores tal que los límites por emisor no son restrictivos. (2) Los bonos canjeables y bonos de empresas ocupan el mismo límite, por lo cual sólo se suman los bonos de empresas. (3) En el caso de la inversión indirecta, es necesario ponderar los valores considerados por la participación de la inversión minera en la cartera de los Fondos de Inversión.

C. BENEFICIOS ESPERADOS

El número de pensiones otorgadas por el Sistema aún no es muy significativo dada su corta existencia. A junio de 1996 se pagaban pensiones 225.270 pensiones, de las cuales un 59,1% corresponden a vejez, un 8,3% a invalidez y un 33,6% a sobrevivencia. a 225.270 afiliados, esta cifra corresponde al total de pensionados por invalidez, fallecimiento y vejez

Por otra parte, el monto promedio de las pensiones desde los inicios del Sistema, no ha tenido grandes variaciones, sólo las pensiones de vejez edad han tenido un crecimiento continuo, el crecimiento en el monto promedio, entre 1983 y 1995 ha sido de un 105,5%, lo que significa un crecimiento anual real de un 5,7%.

Con respecto a lo que se podría esperar de las pensiones en el futuro, se presenta a modo de ejemplo, el caso de un afiliado hombre con esposa 3 años menor, que obtiene el ingreso promedio del Sistema, que inicia su vida laboral a los 25 años, considerando una tasa de desempleo de 5% y una rentabilidad esperada del Fondo de 4%. Asumiendo una tasa de crecimiento de los salarios del 2%, se podría esperar una pensión de vejez de aproximadamente un 64% de la remuneración promedio de los últimos 10 años.

Si se utiliza el mismo ejemplo anterior pero se considera una tasa de rentabilidad del Fondo de Pensiones de 5% o 6%, las tasas de reemplazo mejoran significativamente, alcanzando un 88% y 121%, respectivamente.

Cabe destacar que las tasas de rentabilidad del Fondo utilizadas en este ejemplo están por debajo de la rentabilidad efectiva obtenida por el Sistema durante los 15 años que han transcurrido desde sus inicios, la que alcanza a un 12,6%.