

REVISTA'  
*it la*  
C

E PAL

NUMERO 63  
DICIEMBRE 1997  
SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR  
*Director*

EUGENIO LAHERA  
*Secretario Técnico*



NACIONES UNIDAS

## SUMARIO

<b>El papel del sector público en el desarrollo latinoamericano</b>	<b>7</b>
<i>Ricardo Carciofi</i>	
<b>La equidad en el presupuesto público</b>	<b>17</b>
<i>Juan Martin</i>	
<b>Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro</b>	<b>29</b>
<i>Andras Uthoff</i>	
<b>Institucionalidad pública y políticas ambientales explícitas e implícitas</b>	<b>51</b>
<i>Nicolo Gligo</i>	
<b>La valoración de recursos naturales y ambientales no basada en el mercado en Centroamérica y el Caribe</b>	<b>65</b>
<i>Steve Shultz</i>	
<b>Un modelo macroeconómico integrado para el Caribe</b>	<b>77</b>
<i>Lucio Vinhas de Souza</i>	
<b>Virajes y derrapajes de la economía venezolana</b>	<b>85</b>
<i>José Miguel Benavente</i>	
<b>¿Cuán no tradicionales son las exportaciones no tradicionales? La experiencia de siete países de la Cuenca del Caribe</b>	<b>99</b>
<i>Alberto Gabriele</i>	
<b>Apertura comercial y cambio estructural en la industria automotriz brasileña</b>	<b>115</b>
<i>Ruy de Quadros Carvalho, Sergio Robles Reis de Queiroz, Flávia Luciane Consoni, Ioriara Costa y Janaína Pamplona da Costa</i>	
<b>Historia evolutiva de una planta metalmecánica chilena</b>	<b>129</b>
<i>Jorge Katz y Héctor Vera</i>	
<b>La importancia de la producción local y la pequeña empresa para el desarrollo de América Latina</b>	<b>147</b>
<i>Francisco Alburquerque</i>	
<b>Publicaciones recientes de la CEPAL</b>	<b>162</b>

# Reformas a los sistemas *de pensiones, mercado* de capitales y ahorro

**Andras Uthoff**

*Unidad de Financiamiento,  
División de Comercio  
Internacional,  
Transporte y Financiamiento,  
CEPAL*

Las reformas a los sistemas de pensiones intentan compatibilizar funciones sociales y económicas. Este artículo ilustra, a partir de aspectos conceptuales y de la experiencia chilena, las dificultades para lograr que una reforma garantice el cumplimiento de ambos tipos de funciones. Las dificultades emanan de dos consideraciones: i) la necesidad de considerar la reforma al sistema previsional en su conjunto, donde paralelo al componente de capitalización se desarrolla otro componente de reparto para financiar los costos de la transición de un sistema de pensiones a otro, las pensiones mínimas y las pensiones asistenciales; y ii) la necesidad de distinguir entre ahorro financiero y real (o nacional en el sentido de cuentas nacionales) y de estudiar el sector financiero en su capacidad de intermediar ahorro financiero hacia la inversión real. El caso chileno confirma esta apreciación. Los recursos fiscales para financiar el costo de la transición y los otros rubros del componente de reparto representan flujos superiores a los que provienen de las contribuciones de los trabajadores, lo que afecta el tamaño y la composición de los flujos netos de ahorro generados por la reforma. De otra parte, el carácter emergente de los mercados de capitales y la regulación necesaria para garantizar la protección de los fondos de pensiones de los trabajadores en un enfoque de cartera de inversiones dificultan la transformación de ese ahorro financiero en inversión real. En definitiva, si bien ambos tipos de funciones contienen objetivos deseables de las políticas públicas, la simple reforma de los sistemas de pensiones para que pasen de un sistema predominantemente de reparto hacia otros con importantes componentes de capitalización, no es garantía de que ello ocurra.

# I

## Introducción

Es común atribuir dos categorías de funciones a los sistemas de pensiones: las de naturaleza social y las de naturaleza económica y financiera (recuadro 1). Las funciones de naturaleza social apuntan a proporcionar a quienes contribuyen al financiamiento del sistema una buena pensión<sup>1</sup> de vejez, invalidez y, en caso de muerte, una de sobrevivencia al dependiente que corresponda, y buscan mecanismos de financiamiento para solidarizar con quienes no pueden ahorrar para la vejez (pensiones asistenciales mínimas); en estas funciones hay que distinguir entre las tareas previsionales propiamente tales, que se pueden financiar con el propio esfuerzo de los beneficiarios, y aquellas de redistribución del ingreso, cuyo financiamiento puede hacerse con cargo a otros impuestos generales del presu-

puesto fiscal. Las funciones de naturaleza económica y financiera tienen por objetivo 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 para la regulación prudencial del sector (recuadro 1).

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 con las cohortes de trabajadores contribuyentes de que, llegados a su edad de retiro, se beneficiarán a su vez de las contribuciones de las futuras generaciones de trabajadores. Tales esquemas estarán equilibrados desde el punto de vista financiero cuando los pagos de pensiones corresponden exactamente a las contribuciones. Los sistemas de reparto deben ajustar-

<sup>1</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.

Recuadro 1

FUNCIONES SOCIALES Y FUNCIONES ECONÓMICAS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Funciones sociales	Funciones económicas
1. Asegurar el ahorro necesario para financiar niveles de consumo satisfactorios durante la vejez, invalidez y sobrevivencia, bajo los siguientes supuestos: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Las personas no ahorran voluntariamente para cubrirse contra tales riesgos (miopía)</li> <li>b) Las personas ahorran para cubrirse contra tales riesgos (distintas teorías)</li> </ul>	1. Contribuir al ahorro nacional <ul style="list-style-type: none"> <li>a) El sistema no sustituye otras formas de ahorro</li> <li>b) El sistema sustituye otras formas de ahorro</li> </ul>
2. Contribuir a la equidad mediante la solidaridad con quienes no están en condiciones de ahorrar para su vejez <ul style="list-style-type: none"> <li>a) A través del mismo sistema de pensiones (fondo común) y con cargo a la planilla de sueldos</li> <li>b) A través de la política fiscal (subsídios) y con cargo a impuestos generales.</li> </ul>	2. Contribuir al ahorro financiero y al desarrollo de los mercados de capitales <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Los fondos se intermedian en el mercado interno de capitales</li> <li>b) Los fondos de pensiones se protegen de presiones políticas.</li> </ul>

se actuarialmente ya que, en su inicio (sistemas jóvenes), muestran excedentes que debieran invertirse en 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 obligan a seguir de cerca la relación entre el número de personas en edad de retiro y el de los contribuyentes (dependencia demográfica). Los aumentos de esta relación conducen a pérdidas en el sistema si no se corrigen las contribuciones y/o los beneficios pensionales para tener en cuenta esos aumentos. Cuando los excedentes o déficit de los sistemas de reparto son absorbidos por los presupuestos de gobierno no es posible realizar una adecuada administración financiera intergeneracional del fondo de reserva.

Los indicadores regionales sobre la relación entre los trabajadores potenciales (personas entre 15 y 64 años de edad) y las personas en edad de retiro (mayores de 65 años) y sobre la estructura del mercado de trabajo y los niveles de salarios reales muestran importantes cambios demográficos y laborales que influyen en la necesidad de corregir las contribuciones para cumplir con los beneficios definidos de un sistema de reparto.<sup>2</sup>

Los sistemas de reparto alcanzan su estado de equilibrio bajo condiciones ideales: crecimiento de la población constante y equilibrio del esquema de financiamiento. En esa situación cada pensionado (a nivel individual) recibirá en promedio como rentabili-

dad de sus contribuciones una tasa igual a la tasa de crecimiento de la masa real de salarios de los contribuyentes (cuadro 1). Existen dos razones por las cuales esta rentabilidad puede resultar injusta 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 rentabilidad del capital (esta es una característica de las economías dinámicamente eficientes). Segundo, la rentabilidad que obtiene cada trabajador individual difiere de la rentabilidad media de cada trabajador en el sistema, como resultado de un componente que, sin estar relacionado con las contribuciones, transfiere recursos 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 conseguir 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 en publicaciones de la CEPAL.<sup>3</sup> Estos problemas pueden caracterizarse así: i) coexistencia de múltiples esquemas, con lo cual los trabajadores tienen acceso a beneficios distintos según su afiliación; ii) escasa generación de empleo productivo y descenso en la relación de contribuyentes a beneficiarios; iii) evasión y retrasos en el pago de las contribuciones;

CUADRO 1

Rentabilidad estimada de dos sistemas diferentes de pensiones<sup>3</sup>

Sistema de pensiones	Monto de la contribución o ahorro en el período 1 (1)	Monto de la pensión del participante en el período 2 (2)	Retomo para el individuo (3) = 1 - (2)/(1)
De reparto o no financiado	$C_i * w_i$	$(c_2 * w_2 * T_2) / T_1$	$1 - (c_2 * v_2 * T_2) / (T_1 * (c_1 * w_1))$ $r_c + r_w + r_T$
De capitalización o financiado	$c_1 * w_1$	$c_1 * w_1 * (1+r)$	$1 - c_1 * w_1 * (1+r) / (c_1 * w_1) = r$

Fuente: Uthoff, 1975, cuadro 4.

<sup>a</sup>  $C_i$  = tasa de contribución, período i. (i = 1,2).  
 $W_i$  = salario promedio real, período i.  
 $T_i$  = número de trabajadores, período i.  
 $r_c$  = tasa de aumento de la contribución.

$r_w$  = tasa de aumento del salario promedio real.  
 $r_T$  = tasa de aumento del número de trabajadores,  
 $r$  = tasa de retorno del mercado de capitales.

<sup>2</sup> Estas estimaciones muestran que tanto el valor inicial de estas tasas como la velocidad a la cual se reducen a lo largo del tiempo varían de un país a otro. Las divergencias guardan relación con las particularidades de la transición demográfica en cada país.

<sup>3</sup> Véase Uthoff (1995), trabajo basado en las publicaciones del proyecto "Políticas Financieras para el Desarrollo"; Uthoff y Szalachmann, eds. (1992, 1993 y 1994); Iglesias y Acuña 1991 para Chile; Schulthess y Demarco (1993) para Argentina; Ayala (1992) para Colombia.

iv) absorción de los saldos previsionales en los presupuestos fiscales, lo que significa baja rentabilidad de sus inversiones por la dificultad histórica de asegurar los excedentes contra la inflación; v) baja cobertura poblacional; vi) débil relación entre las contribuciones del trabajador a lo largo de su vida laboral y su pensión, y vii) excesivos e ineficientes costos administrativos (véase Uthoff, 1995, cuadro 5).

Un esquema de financiamiento obligatorio alternativo es el que a partir de la reforma chilena se ha conocido erróneamente como la "privatización del sistema de pensiones".<sup>4</sup> Este sistema se basa en el financiamiento completo de los beneficios a partir de fondos relacionados con los ingresos de los contribuyentes; 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). La rentabilidad media del fondo acumulado por cada trabajador depende de las tasas de interés (internas e internacionales) y de la rentabilidad de las inversiones en los mercados de capitales. En principio este sistema podría incluir esquemas de solidaridad (distributivos) entre los grupos de trabajadores de una misma generación, lo que debilitaría la relación que debe darse entre las remuneraciones en que se basan las contribuciones de los trabajadores, la rentabilidad obtenida por el fondo de los trabajadores en los mercados financieros y los beneficios que ellos 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 la correspondiente rentabilidad con su propio beneficio pensional (cuadro 2).

Los argumentos en favor de la privatización de los actuales esquemas de pensiones postulan que al realizarse el cambio se superan a lo menos tres debilidades de los esquemas de reparto: i) se fortalecen los

CUADRO 2

## Esquema de posibles subsistemas

Beneficios	Esquema contributivo		Esquema no contributivo
	Contribuciones obligatorias	Contribuciones voluntarias	
Previamente definidos	Diferentes Sistemas de Reparto		Pensiones básicas con cargo al presupuesto fiscal
No definidos previamente	Sistema de capitalización	Sistemas de ahorro	Pensiones de gracia

vínculos entre las contribuciones que realiza cada trabajador y los beneficios que éste puede recibir; ii) se hace explícita parte de la deuda implícita del sistema de reparto con los contribuyentes, y iii) se separa la función distributiva del sistema antiguo, asignándola directamente al presupuesto fiscal y no al nuevo sistema de pensiones. Sin embargo, la motivación más importante para efectuar la transición es la de que el nuevo esquema aislaría al sistema previsional de las posibles pérdidas e impactos sobre el presupuesto fiscal debidos a aumentos en la relación de dependencia demográfica y a la maduración del sistema. El aumento del ahorro nacional, si bien es una aspiración de la reforma, no es un resultado cierto de ella.

En este artículo se revisan los argumentos con que se ha resaltado la importancia del sistema de capitalización para el desarrollo de los mercados de capitales y por ende para el ahorro nacional, y se analizan algunos resultados preliminares de la experiencia de Chile, donde se está reemplazando un sistema de reparto por uno de capitalización individual. Se termina con algunas palabras de cautela respecto a la relevancia de los argumentos que habitualmente se esgrimen para impulsar a los países a realizar una reforma de la misma naturaleza que la chilena.

<sup>4</sup> 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 Administra-

doras de Fondos de Pensiones); iii) financia pensiones (en el caso de pensiones asistenciales y complementarias), y iv) administra y financia el sistema previsional antiguo y seguirá haciéndolo hasta que éste se acabe.

## II

### Los fondos de pensiones, el mercado de capitales y el ahorro

Para destacar el aporte de los fondos de pensiones al mercado financiero y al ahorro habitualmente se esgrimen tres argumentos: i) que la acumulación de un fondo privado es una fuente de ahorro de largo plazo y, por ende, de capitalización de las empresas y de desarrollo del mercado de valores; ii) que la competencia por la intermediación de los fondos contribuye al crecimiento económico al abaratar su costo y asignar los recursos de capital a sus usos más eficientes, y iii) que las cotizaciones obligatorias no sustituyen a otras formas de ahorro.

#### 1. Efectos de la acumulación de un fondo de pensiones

Se argumenta que un fondo de pensiones privado es una fuente de capitalización de las empresas y de apoyo al mercado de valores, por cuanto tiene una estructura de ahorro de largo plazo y, a diferencia de las inversiones individuales, ofrece la posibilidad de invertir en activos tales como acciones y bonos y en el financiamiento de proyectos de vivienda e infraestructura.

En efecto, esto es cierto en los esquemas organizados bajo el sistema de capitalización y en las etapas jóvenes de los sistemas de reparto con acumulación de fondos de reserva. En estos casos las contribuciones previsionales (o parte de ellas en el sistema de reparto) son una fuente potencial de ahorro financiero de largo plazo. Con excepción del ahorro para las contingencias de invalidez y muerte (para las cuales se contratan seguros adicionales), las contribuciones para pensiones de vejez se acumulan durante largo tiempo. En el caso de la capitalización individual, si la vida de trabajo se inicia en torno a los 20 años y concluye a los 65, sin interrupciones, cada individuo dispone de 45 años para acumular un fondo.

A este respecto cabe hacer dos alcances que surgen de las características del mercado de trabajo y de la etapa de madurez del sistema. En primer lugar, la acumulación de un fondo puede, como contrapartida, generar importantes gastos corrientes fiscales para asistir a quienes no alcanzan a contribuir durante toda la vida. Si bien la vida laboral dura 45 años, no hay cer-

teza de que cada persona estará empleada en forma continua durante todo ese período. Ya sea por condiciones familiares (especialmente en el caso de la mujer casada y con responsabilidades en el hogar) o del mercado de trabajo (desempleo, subempleo, actividad informal) no hay garantías de continuidad en la ocupación. En consecuencia, si el Estado se compromete a proveer de pensiones mínimas a estas personas tal obligación puede llegar a ser una importante carga para el fisco.

En segundo lugar, si bien la acumulación de un fondo ocurre en gran medida debido a que a la parte de capitalización se la aísla de las presiones demográficas, esto no garantiza que la capitalización individual vaya a ser mejor que el sistema de reparto para aumentar el ahorro privado en el largo plazo. Habrá que examinar connotaciones de esta acumulación una vez que el sistema madure, es decir, una vez que un número masivo de participantes esté llegando a la edad de retiro. Mientras la mayoría esté en la fase de acumulación de su fondo, y sin considerar los pasivos que se le asignan al gobierno ni otros cambios en el ahorro de los agentes económicos, el ahorro total podría ser mayor. Posteriormente, el ahorro de los trabajadores se verá compensado por un creciente número de pensionados que desahorran y los efectos demográficos recobrarán su importancia (Barr, 1993).

#### 2. Efectos de la competencia por la intermediación de los fondos

Se argumenta que la competencia por la intermediación de los fondos de pensiones contribuye al crecimiento económico al abaratar el costo de los recursos de capital y asignarlos a los más eficientes.

También se argumenta que los fondos de pensiones contribuyen al crecimiento económico mediante la diversificación de los intermediarios financieros, una más eficiente asignación del capital y mejoras de la productividad. Los fondos actúan como intermediarios financieros entre los individuos y sus futuros beneficios jubilatorios, y si lo hacen en forma competitiva y transparente contribuirán a que su capital se asigne a las oportunidades de inversión más rentables. Como

manejan grandes montos, sus costos de transacción e información son menores y si la regulación se lo permite, pueden invertir en una gama de activos más amplia (por ejemplo, en capitales de riesgo con gran rentabilidad e industrias innovativas y de alta tecnología).

Para el logro de estos objetivos, la capitalización necesita de la administración (pública o privada) de la cartera de inversiones. La administración puede estar restringida sólo a las inversiones en deuda del gobierno o incluir también activos privados. La participación relativa de la deuda del gobierno y de los instrumentos privados en el fondo dependerá del grado de desarrollo del mercado de capitales.

En su estado actual, los mercados financieros latinoamericanos tienen dos características que atentan contra la competitividad: la primera es la poca oferta de instrumentos financieros clasificados por riesgo en los mercados emergentes y con una importante participación de instrumentos estatales, y la segunda son las economías de escala de la industria administradora de fondos de pensiones.

#### a) *Falta de desarrollo financiero*

Los mercados latinoamericanos no han desarrollado aún las condiciones para que el ahorro financiero de largo plazo (asociado a los fondos de pensiones) se intermedie hacia proyectos de inversión real que tengan como contrapartida la formación de capital de las empresas privadas. El precario desarrollo institucional es la mayor limitación para que las necesidades de financiamiento de proyectos reales de inversión de largo plazo lleguen a ser efectivamente financiados con los fondos de pensiones. La escasa diversificación de instrumentos, su baja valoración inicial y la necesaria regulación para garantizar una adecuada combinación entre riesgo y rentabilidad, tienden a generar rentabilidades que responden a ganancias de capital derivadas de la excesiva demanda de ciertos instrumentos, más que de la generación de riqueza (o capital). Las rentabilidades así generadas pueden revertirse rápidamente una vez que se modere la demanda de tales instrumentos.

El dilema está en que el enfoque de cartera que se aplica para invertir los fondos no garantiza que los instrumentos disponibles en el mercado respondan a las necesidades de inversión reales del país. La necesidad de clasificar los instrumentos según su riesgo para proteger a los inversionistas institucionales contribuye a esta situación. Las clasificaciones del riesgo crediticio asociado a ciertos bonos de empresas emergentes o de bancos, así como las clasificaciones de riesgos asocia-

dos a las empresas de mercados emergentes que emiten valores, dejan a grandes segmentos empresariales al margen de los fondos de pensiones.

La ausencia de instituciones como las "bancas de segundo piso" y la falta de mecanismos de concesiones y de tarificación de los servicios de infraestructura, por dar sólo dos ejemplos, impiden que los pequeños empresarios accedan a tales fondos y que el sector privado contribuya a la inversión en infraestructura. Estos grandes vacíos en los mercados de intermediación de recursos de largo plazo desembocan en una oferta de instrumentos financieros predominantemente de corto plazo.<sup>5</sup> Bajo estas circunstancias, la simple constitución de fondos privados de pensiones no es garantía de inversión en capital.

#### b) *Condiciones de competencia en la administración de los fondos de pensiones*

Tanto el manejo de la información sobre los afiliados como la intermediación de los fondos responde a rendimientos crecientes a escala. Así, en economías pequeñas (como la mayoría de las latinoamericanas) la intermediación de los fondos de pensiones no se hace bajo condiciones de competencia. Esto se traduce en una industria concentrada, de competencia imperfecta, altamente regulada y con importantes costos de administración (en gran medida destinados a la comercialización del producto que venden).

### 3. El ahorro previsional frente a otras formas de ahorro

La forma en que se financie el fondo para retiro en los diferentes sistemas de pensiones de la región determina en gran medida la contribución de éstos al ahorro nacional. A menudo se menciona el efecto negativo que tendría el déficit fiscal sobre el ahorro privado para argumentar que este último sería más alto en países donde las pensiones se financian con un esquema de seguro privado y no de seguro social, especialmente si este último es 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, ya que posteriormente los trabajadores ahorrarían el equivalente a lo que los pensio-

<sup>5</sup> Esta tendencia se ve fortalecida por el hecho de que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) deben ajustarse a estrictas regulaciones al decidir sus inversiones (para garantizar una adecuada mezcla entre riesgo y rentabilidad) y a la necesidad de competir por afiliados que no están educados para tomar decisiones sobre la base de rentabilidad de largo plazo.



nados desahorrarán.<sup>6</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; Leimer y Lesnoy, 1982; Auerbach y Kotlikoff, 1990). Y tercero, no existe la certeza de que este ahorro financiero se traduzca efectivamente en inversión productiva y por ende presente un aumento del ahorro tal como se mide en las cuentas nacionales (Held, 1994; Held y Uthoff, 1995).

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 la cantidad de recursos que deben transferirse a las generaciones ya retiradas cuando se inicia el sistema. La otra es la respuesta del ahorro privado y del presupuesto del gobierno al particular diseño del sistema.

Lo relevante es la comparación con el comportamiento de ahorro de las familias antes de la aplicación del nuevo método de financiamiento. Un sistema generoso que otorgue a los retirados beneficios altos en relación con las contribuciones que realizaron genera desincentivos al ahorro voluntario y resulta en menos capital que otro que no lo hace.<sup>7</sup> A la inversa, un sistema de capitalización que acumula un fondo resulta en mayor capital que uno que no lo hace. Esto no quiere decir que un sistema de reparto no tenga impacto alguno sobre la acumulación de capital, sobre todo si se le compara con una situación en que no hay un sistema obligatorio. Si los trabajadores no ahorran en forma voluntaria, ni los impuestos pagados ni las promesas de futuros beneficios podrán alterar el ahorro; el consumo se transferirá desde las generaciones jóvenes a las viejas. En cambio, si los trabajadores actúan con racionalidad y realizan ahorros voluntarios para la vejez, habrá una reducción de 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.

En forma análoga, el impacto sobre el ahorro del gobierno dependerá del ajuste de otros impuestos y gastos del gobierno ante la presencia de un determinado sistema de contribuciones para el retiro. En particular, si la capitalización financiera y por ende incrementa el consumo del gobierno, no contribuirá a la acumulación de capital. Pero si la transición requiere hacer explícita y financiar la deuda previsional, puede 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 (público o privado) de su cartera de inversiones. Esta puede estar restringida sólo a valores de la deuda pública o invertida en activos privados, lo que influiría en los gastos del gobierno. La participación relativa en el fondo de la deuda pública y de los instrumentos privados dependerá del grado de desarrollo del mercado de capitales. Tal composición tendrá más importancia en mercados de capitales pequeños y segmentados, ya que en los grandes y fluidos la diferencia entre los agregados resultantes de la selección de instrumentos es poca y se explica por pequeños cambios en las rentabilidades correspondientes. Una caída en la rentabilidad de los instrumentos privados y un alza en la de valores de la deuda pública afectarán la inversión y el gasto del gobierno. El efecto agregado de largo plazo de una "operación de mercado abierto" que cambie la composición de la cartera de inversiones entre deuda pública e instrumentos privados será poco significativo. En cambio, en mercados de capitales pequeños y segmentados las inversiones tienen poca movilidad, lo que hace más difícil estimar la rentabilidad de los fondos de los trabajadores implícita en el sistema de contribuciones para retiro.

Tres observaciones acerca de la forma de medir el impacto sobre el ahorro surgen de las consideraciones anteriores. Primero, no se puede evaluar el efecto sobre el ahorro (y la rentabilidad del capital) de un esquema de capitalización obligatorio sin tener en cuenta tanto el componente de capitalización como el componente redistributivo. Ambos deben considerarse al comparar ese efecto con el efecto sobre el ahorro (y la rentabilidad del capital) de un sistema redistributivo único. Este fenómeno es particularmente importante en el cambio de un sistema a otro; el financiamiento necesario para responder a los derechos ya ad-

<sup>6</sup> De hecho en el caso chileno se muestra que al transitar desde un sistema de reparto (ya maduro) hacia uno de capitalización (en formación), 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 (Arrau, 1996).

<sup>7</sup> Esto no debiera invalidar el propósito de proveer de buenas pensiones a través de estas transferencias, ya que ellas elevan el consumo de quienes las reciben.

quiridos en el sistema antiguo de alguna forma recaerá en los contribuyentes futuros y debe ser considerado en los cálculos de ahorro (y de rentabilidad del capital).<sup>8</sup>

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 las contribuciones para el 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 en que cambia el comportamiento de ahorro de las familias, de las empresas y del gobierno como consecuencia de tales medidas.

Tercero, debe tenerse presente que si la reforma promueve la inversión en instrumentos privados, pue-

de hacer una contribución importante al fomento del ahorro a través del desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, ese desarrollo y sus efectos sobre el ahorro responden a múltiples factores y no en forma exclusiva a la reforma del sistema de financiamiento de las pensiones. Los cambios en el sector financiero que incluyen diferentes tipos de regulación forman parte del proceso de liberalización de varios mercados, así como del de privatización de muchas actividades que originalmente estaban en manos del sector público. Los beneficios que "emanen de la reforma del sistema de pensiones en cada país dependerán del grado de desarrollo de su mercado de capitales antes de la reforma, así como de dificultades propias de sus mercados que no responden sólo a mejoras en los marcos reguladores.

### III

## Evidencia a partir de la experiencia chilena

### 1. Los costos de la transición

Se afirma que los costos de la transición desde un sistema de reparto a uno de capitalización son obligaciones de largo plazo que pueden compensar el flujo de ahorro a largo plazo.

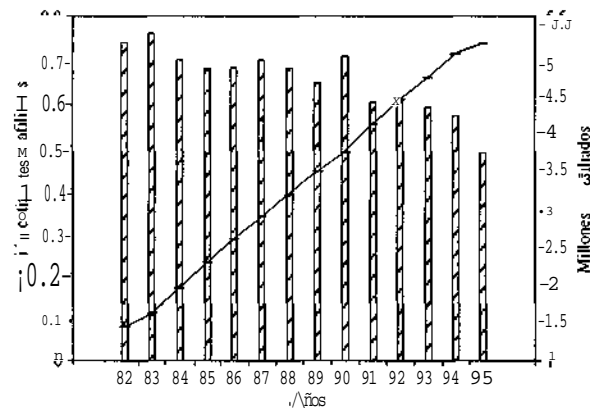
La experiencia chilena indica que las obligaciones previsionales heredadas del sistema anterior y las vigentes con quienes no tienen empleo estable pueden llegar a constituir un problema importante.

En el gráfico 1 se analiza el problema asociado a la estructura del mercado de trabajo chileno. Se observa que durante el período 1981-1995, junto con crecer el número de afiliados al sistema, disminuyó la propor-

ción de aquellos que cotizan. De hecho, mientras el número de afiliados ha llegado a representar el 100% de la fuerza de trabajo, los que efectivamente cotizan en el sistema sólo alcanzan al 56%. Este problema está asociado a moras en el pago de las cotizaciones e inestabilidad en el empleo. La información presentada indica que estos fenómenos parecieran estar más presentes en segmentos de la población que acumulan poco (posiblemente los de menores ingresos) y/o desarrollan trabajos independientes. A estas personas se les asig-

GRAFICO 1

Chile: Número de afiliados y relación de cotizantes a afiliados, 1982 a 1995

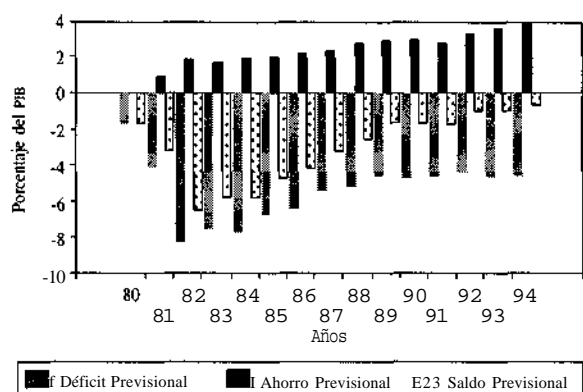


Fuente: Klevens 1996, con datos oficiales.

<sup>8</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, pues identifican quiénes deben pagar el costo de ella. La primera alternativa es la financiación a través de impuestos corrientes; en este caso, las transferencias a las generaciones anteriores son pagadas por las generaciones activas durante la transición, que pueden no ser las más adecuadas para soportar tal carga tributaria. La segunda alternativa es la financiación a través de deuda, convirtiendo la deuda implícita en deuda explícita. Tal conversión afecta el crecimiento de la deuda y puede tener consecuencias indirectas -probablemente en la determinación de quién paga por las transferencias que han ocurrido, en otros impuestos y gastos del gobierno, o simplemente en las percepciones en el mercado de bonos (Diamond, 1995).

GRÁFICO 2

**Chile: Flujos de ahorro y desahorro asociados directamente a la reforma del sistema de pensiones, 1980-1993**



Fuente: Arrau (1996), con datos de Instituto de Normalización Previsional (INP).

na una pensión mínima (cuando cumplen con ciertos requisitos mínimos).<sup>9</sup> Esta pensión mínima se fija en el presupuesto de la nación y aunque ha llegado a representar una proporción cada vez menor del salario mínimo puede llegar a tener una importante incidencia sobre el presupuesto fiscal, afectando el ahorro del gobierno.

El gráfico 2 analiza el posible impacto de las obligaciones previsionales asociado a la madurez del sistema antiguo. Se muestra ahí que en el caso chileno el ahorro asociado al sistema de capitalización (que está creándose), sumado a las obligaciones fiscales<sup>10</sup> asociadas al sistema de reparto (ya maduro), arroja un saldo siempre negativo (Arrau, 1996). Con pequeñas variaciones y dado que la deuda con los que se trasladaron del sistema antiguo se cancela en forma de bonos, el flujo puede corresponder a lo que será el retiro de fondos en el sistema de capitalización ya maduro.

2. La intermediación de los fondos

a) Ausencia de desarrollo financiero

Las cifras para Chile también confirman la importancia que para la capitalización tiene el desarrollo del

<sup>9</sup> Se garantiza una pensión mínima a todos aquellos pensionados que, habiendo contribuido al sistema nuevo y/o antiguo por un total acumulativo de 20 años a lo largo de su vida activa, no acumulan un fondo suficiente para obtener el beneficio mínimo.

<sup>10</sup> Nos referimos al pago de las pensiones de los retirados y los bonos de reconocimiento por las contribuciones pasadas de quienes se mudan al sistema nuevo.

mercado financiero. Los fondos de pensiones colocan en instrumentos que no representan inversión de capital real más de 60% de su inversión total aún en 1996, después de 15 años de operación del sistema (gráfico 3). Además, los fondos de pensiones chilenos tienen su inversión altamente concentrada en instrumentos estatales, particularmente pagarés del Banco Central (gráfico 4), y cuando se incrementa su inversión en acciones aumenta significativamente el precio real del índice selectivo o general de acciones (gráfico 5).

La dificultad de canalizar estos fondos hacia la inversión real en forma directa queda de manifiesto en las cifras señaladas. En 1995, después de 15 años de

GRÁFICO 3

**Chile: Participación de instrumentos distintos de bonos, acciones y letras hipotecarias en la cartera de los fondos de pensiones, 1981 a 1995**

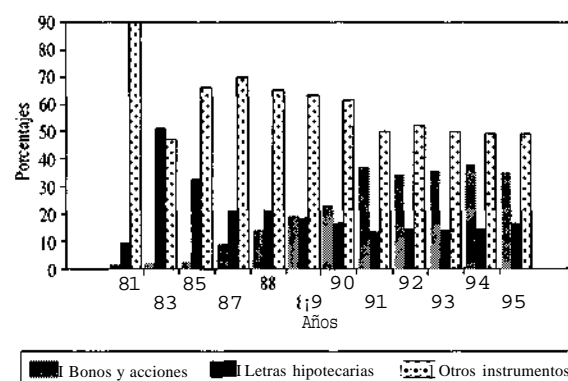


GRÁFICO 4

**Chile: Participación de los instrumentos estatales en los fondos de pensiones, 1981-1995 (Porcentajes)**

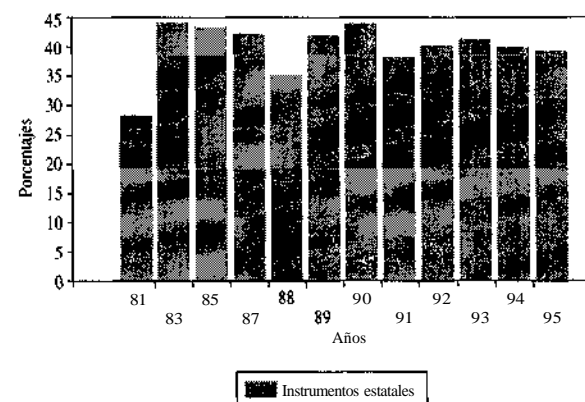
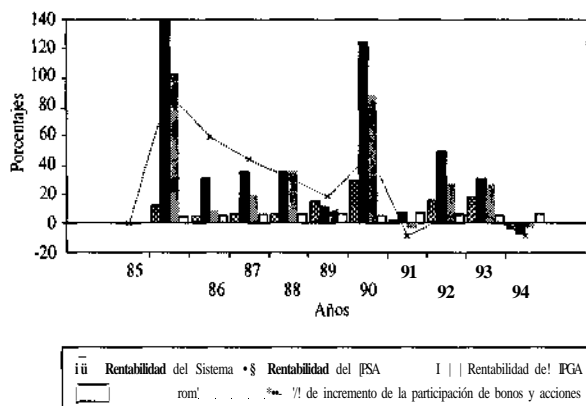


GRÁFICO 5

**Chile: Rentabilidad real de las acciones y demanda de ellas por los fondos de pensiones**

(Porcentajes en 12 meses)



<sup>a</sup> Tasa interna media de retorno, mercado de instrumentos de renta fija.

operación, un 40% de los fondos de pensiones está invertido en pagarés del Banco Central cuya contrapartida es la acumulación de reservas internacionales pero no la generación directa de capital real, y otro 10% se encuentra colocado en depósitos a plazo y otros instrumentos financieros cuyo destino en lo que toca a la formación de capital no es seguro ni directo.

En apoyo más directo a la inversión real, un 16% se ha canalizado al financiamiento de la vivienda a través de la adquisición de letras hipotecarias de los bancos que otorgaron los créditos. Sólo un 5% se destina a la adquisición de bonos de empresas privadas y un 30% a la compra de acciones. Sin embargo, estas últimas son acciones ya existentes en bolsa y que no responden necesariamente a ampliación de capital. Los fondos se han beneficiado por alzas del precio de las acciones ocasionadas en gran medida por su propia demanda, la que no tiene efecto directo sobre la acumulación de capital.

La composición de la cartera actual de inversiones de los fondos no da garantías de que la totalidad del ahorro de largo plazo se haya asignado a la formación de capital y esto se está manifestando en diferentes formas. La rentabilidad asociada a la apreciación de las acciones está sometida a la volatilidad de su precio. Además, cabe suponer que el Banco Central no va a continuar acumulando reservas internacionales a los ritmos de los años anteriores. Esta situación ya se manifestó con fuerza en 1995, cuando hubo rentabilidades negativas para los fondos de pensiones. A este respec-

to es importante recordar que la rentabilidad del fondo de los afiliados que aún no se retiran son devengadas pero no realizadas, y que están sujetas a importantes regulaciones de las autoridades de gobierno, preocupadas del justo equilibrio entre riesgo y rentabilidad. Por ejemplo, entre 1986 y 1995 la rentabilidad real anual devengada anualmente por los fondos de pensiones ha sido de 10.8 %, mientras que la de un inversionista individual que haya invertido en 1986 en un paquete de acciones incluidas en el índice de Precios Selectivos de las Acciones (IPSA) o el índice general de Precios de las Acciones (IGPA) y lo haya vendido en 1995 habría obtenido una rentabilidad real anual de 39.9 % y 27.3 %, respectivamente. Si hubiera invertido en instrumentos de renta fija, la rentabilidad hubiese sido de 6.4 %. El afiliado sólo podrá realizar esa rentabilidad real de su fondo cuando se retire y para entonces es posible que las acciones hayan disminuido sus precios y no haya otras que compensen esas disminuciones. Esto, sumado al hecho de que los trabajadores sólo pueden utilizar su fondo para acumular capital que financie su pensión (por ejemplo, no puede utilizarse como aval para otras necesidades durante su ciclo de vida) cuestiona la premisa de que los trabajadores afiliados a este sistema están más dispuestos a reconsiderar las relaciones entre capital y trabajo.

En definitiva, el sistema necesita dos modificaciones. Por un lado, un desarrollo institucional en el mercado financiero que facilite una canalización cada vez mayor hacia proyectos de inversión real. Por otro lado, desde el punto de vista del pensionado, facilidades para que las AFP administren fondos alternativos que tiendan a homologar, para aquellos cercanos a la edad de retiro, la rentabilidad realizable con la devengada hasta el momento (especialmente si ésta ha sido alta). Ello implica aislar al fondo de posibles perturbaciones en los mercados financieros.

b) *Concentración e ineficiencia de la industria administradora de fondos de pensiones*

Los gráficos 6 y 7 muestran dos características de los fondos de pensiones chilenos: su administración está concentrada en las tres mayores Administradoras de Fondos de Pensiones, y los costos de su administración financiera (incluida la contratación de seguros de invalidez, vejez y muerte), si bien se han reducido, aún son elevados cuando se expresan como porcentaje de las cotizaciones totales.

La alta acumulación de recursos de terceros y su concentración en pocas administradoras que operan en

GRÁFICO 6

Chile: Número de Administradoras de Fondos de Pensionales (AFP) y participación en el mercado de las tres mayores, 1981-1995

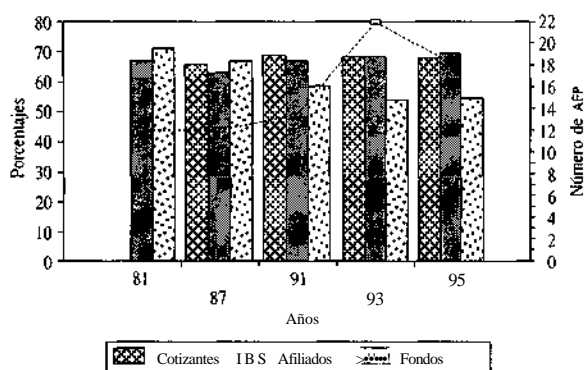
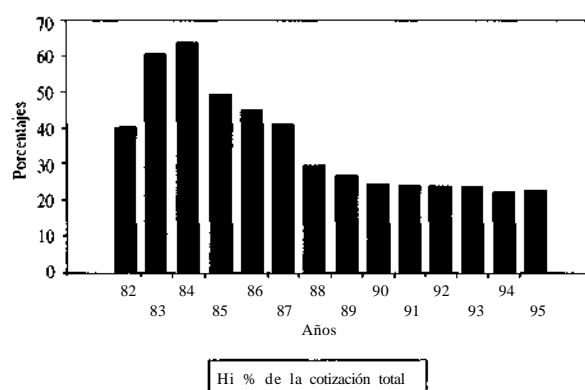


GRÁFICO 7

Chile: Costo medio de administración de los fondos de pensiones, 1982-1995 (Como porcentaje de la cotización total)



un mercado no competitivo traen a colación, entre otras, tres importantes fallas de mercado que afectan la asignación eficiente de los recursos. Primero, se extiende a las compañías de seguro que proporcionan pensiones el problema del seguro implícito que afecta a los bancos. Segundo, se traspa a los afiliados la desinformación sobre los aspectos complejos del producto que demanda (la administración de fondos y rentas vitalicias), por lo que debe atenderse a la protección del usuario y a las bases competitivas del sistema. Y tercero, se obliga a diferenciar el producto a través de la comercialización, con importantes costos de administración por cada cuenta individual. Por ejemplo, en el caso chileno el explosivo crecimiento de la fuerza de ventas para atraer a los afiliados con aspectos accesorios ha impedido que los costos de administración sigan disminuyendo, y se han creado múltiples oportu-

nidades de abusos de información que es necesario evitar (Arrau, 1994).

En síntesis, la intermediación de fondos de terceros en Chile está lejos de realizarse en un mercado competitivo, por lo que hay imperiosa necesidad de regular el mercado de capitales y el sistema de pensiones, para que se asignen eficientemente los recursos de capital. Esto implica a su vez la creación de nuevas empresas financieras. En mercados pequeños como los latinoamericanos se necesitarán importantes medidas de regulación de los conglomerados financieros con miras a garantizar la asignación eficiente de fondos de terceros.

### 3. El ahorro previsional compite con otras formas de ahorro

En Chile, desde la puesta en marcha de la reforma del sistema de pensiones el ahorro nacional ha subido 17 puntos del PIB. NO es claro cuánto de este resultado se debe exclusivamente a dicha reforma. Hay importantes relaciones recíprocas entre las formas obligatorias y voluntarias de ahorro, así como entre las variables a través de las cuales las diferentes reformas económicas y el contexto macroeconómico pudieran influir en el ahorro de los agentes económicos. La acción simultánea de todas estas variables y las complejas relaciones entre ellas requerirían de modelos muy sofisticados para aislar el efecto que el cambio en la forma de financiar las pensiones tendría sobre el ahorro.

Tampoco está disponible la información necesaria para especificar los factores determinantes del ahorro que realizan los diferentes agentes económicos y sus interrelaciones. Dos modalidades contables distintas dan lugar a dos diferentes interpretaciones de las mismas fuentes de información (Arrau, 1996). Las dos fuentes son: por un lado, las cuentas nacionales que proveen series de ahorro nacional público y privado (cuadro 3)<sup>11</sup> y por otro, las series de déficit previsional,

<sup>11</sup> El cuadro 3 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 en las series de ahorro nacional es importante aun cuando se redujo 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 diferenciales de tasas 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, 1993a). A precios constantes el cambio de base también influye en los resultados al afectar los precios relativos con que se hacen los cálculos.

CUADRO 3

Chile: Ahorro nacional bruto y ahorro externo entre 1970-1994  
(Como porcentaje del PIB en valores corrientes)

Año	Base 1977 <sup>a</sup>			Base 1986 <sup>b</sup>		
	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 (1996) y las publicaciones que se indican en las notas siguientes.

<sup>a</sup> Hasta 1988, Banco Central de Chile (1989). Desde 1989, Banco Central de Chile (1993b).

<sup>b</sup> Hasta 1989, Banco Central de Chile (1993a). Desde 1990, Banco Central de Chile (1995).

que hacen explícita la deuda anterior, y de ahorro previsional asignado a los trabajadores afiliados al nuevo sistema de pensiones, que es el aporte a las cuentas individuales (cuadro 4).<sup>12</sup>

La descomposición del ahorro nacional en ahorro público y privado se realiza aquí 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 el de caja del Banco Central (cuadro 5). Ambos se consolidan en el saldo, junto con el ahorro de las empresas privadas.<sup>13</sup> A las estimaciones del ahorro público se agregan 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.

<sup>12</sup> El cuadro 4 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.

a) *Primera modalidad contable*

Conforme a esta modalidad el ahorro privado de las personas se incrementa en el monto del ahorro previsional y el déficit previsional debe financiarse con el presupuesto corriente del gobierno.

<sup>13</sup> Se supone para este cálculo que el monto del ahorro de las empresas públicas tiende a anularse con el déficit de caja del Banco Central (Arrau, 1996).

CUADRO 4

**Chile: Déficit y ahorro previsional en la transición, 1980-1994**

Año	Gobierno	Familia
	Déficit previsional total	Ahorro previsional
1980	1.7	-
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 (1996) y las publicaciones mencionadas en las notas siguientes.

<sup>a</sup> De 1980 a 1984, Arrau (1992). De 1985-1988, Arrau (1992), ajustando las cifras con el PIB, base 1986. Desde 1989, Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1995).

<sup>b</sup> Ahorro privado menos ahorro de las empresas.

El ahorro público, estimado como la suma del superávit en cuenta corriente y el FEC, incluye el déficit previsional como un gasto del gobierno para cuyo financiamiento éste 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>14</sup> El financiamiento del déficit previsional por parte del gobierno implica un ajuste de sus cuentas corrientes.

En esta opción (y con estos supuestos) los efectos directos de la reforma del sistema de pensiones sobre el ahorro nacional son pequeños. Hay un aumento del ahorro de las personas equivalente a su contribución neta a sus cuentas individuales (la cifra pasó de 0.5% en 1980-1981 a 3.6% en 1992-1994) y un ajuste

<sup>14</sup> Esta modalidad supone 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 otras 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.

CUADRO 5

**Chile: Descomposición del ahorro nacional sin incluir el déficit previsional, 1980-1994**  
(Como porcentaje del PIB en valores corrientes)

Año	Ahorro nacional bruto <sup>a</sup>	Ahorro del gobierno			Ahorro privado		
		Superávit corriente <sup>b</sup>	Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) <sup>b</sup>	Total	Previsional <sup>c</sup>	No previsional <sup>d</sup>	Total <sup>c</sup>
1980	13.9	8.5	-	8.5	-	5.4	5.4
1981	8.2	5.8	-	5.8	0.9	1.5	2.4
1982	2.1	-2.9	-	-2.9	1.8	3.2	5.0
1983	4.4	-2.3	-	-2.3	1.7	5.0	6.7
1984	2.9	-1.2	-	-1.2	1.9	2.0	4.1
1985	7.8	0.4	-	0.4	2.0	5.4	7.4
1986	11.5	1.3	-	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	<b>3.6</b>	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	-	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 (1996) y las publicaciones mencionadas en las notas siguientes.

<sup>a</sup> Hasta 1984 datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986.

<sup>b</sup> Hasta 1988, Vial y Marfán (1995). Desde 1989, Chile Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1995).

<sup>c</sup> Hasta 1988, AFP Habitat (1992). Desde 1989, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (1994).

<sup>d</sup> Ahorro privado menos ahorro de personas.

<sup>e</sup> Ahorro nacional bruto menos ahorro público.

de las cuentas del gobierno para financiar el costo de la transición que es importante pero que no alcanza a mantener el superávit corriente (como porcentaje del PIB) de antes de la crisis (el superávit se redujo desde 7.2% del PIB en 1980-1981 a 4.9% en 1992-1994).<sup>15</sup> En términos netos podría decirse que la reforma apenas aumentó el ahorro nacional en forma directa en 0.8 puntos porcentuales del PIB, ya que el ahorro de las personas se elevó 3.1 puntos del PIB entre ambos períodos y el componente de superávit corriente del ahorro público disminuyó 2.3 puntos del PIB, por la imposibilidad de ajustar sus cuentas en el total del déficit previsional. Bajo esta modalidad contable, el grueso del aumento del ahorro nacional derivó de un incremento del ahorro privado no previsional. Sobre este ahorro, el efecto de la reforma es sólo indirecto.

b) *Segunda modalidad contable*

En esta modalidad el déficit previsional debe sumarse al superávit corriente para estimar el esfuerzo de ahorro público, y debe descontarse del ahorro privado obligatorio.

Para realizar el esfuerzo de ahorro del sector público que es necesario para llevar a cabo la transición de un sistema de reparto a uno de capitalización, hay un cálculo alternativo que surge de otra interpretación del sistema de reparto original. En esta modalidad, las prestaciones del sistema anterior se consideran deuda antigua que el gobierno no puede refinanciar con deuda nueva porque el nuevo sistema le impide percibir contribuciones. Como ambos tipos de deuda aparecen en las cuentas corrientes del fisco, se argumenta que el déficit previsional debiera excluirse del superávit corriente del gobierno, a fin de reflejar el verdadero esfuerzo de ahorro que éste debe hacer para 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, lo que se hace deduciendo dicho déficit del ahorro de las personas. Este ajuste se justifica, 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).

<sup>15</sup> En esta comparación debe tenerse en cuenta que el superávit corriente del gobierno no sólo se ha visto afectado por la necesidad de financiar el déficit previsional, sino también por la recesión y los costos fiscales del período de ajuste a la crisis de la deuda externa.

Bajo esta modalidad (y con estos supuestos) la reforma continúa teniendo efectos directos pequeños sobre el ahorro nacional, pero con un significativo esfuerzo de ahorro del gobierno (cuadro 6). En este caso se observa una reducción del desahorro de las personas (pasó de -2.5% en 1980-1981 a -0.6 en 1992-1994) 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 un importante esfuerzo de ahorro del sector público, a pesar de la recesión derivada de la crisis de los años ochenta. De hecho, el ahorro apenas se redujo desde un 10.1% del PIB en 1980-1981 a un 9.3% en 1992-1994 (sin incluir el FEC). El efecto neto directo sobre el ahorro es igual que en el 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 superávit en cuenta corriente. El grueso del aumento del ahorro nacional es consecuencia de un incremento del ahorro privado no previsional.

c) *Apoyo a un clima favorable al ahorro y la inversión mediante el desarrollo del mercado de capitales*

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: tras la entrada en vigencia de la reforma previsional ese ahorro aumentó de 8.0% del PIB en 1986 a 16.4 % en 1994. En este resultado también influyeron de manera importante un crecimiento medio del PIB superior al 6% y un rápido desarrollo financiero. Los efectos indirectos de la reforma derivarían de que ella ha contribuido a una política deliberada y sistemática de desarrollo de los mercados de valores y seguros, y a una firme regulación y supervisión prudencial de los fondos de pensiones (Held, 1994).

El rápido crecimiento de los fondos que ha tenido lugar y que se proyecta para el futuro<sup>16</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

<sup>16</sup> A fines de 1994, el nuevo sistema de pensiones había acumulado fondos por un valor a precios de mercado equivalente a 22 300 millones de dólares (44% del PIB). LOS fondos de pensiones podrían ser equivalentes al PIB hacia el año 2015.



CUADRO 6

**Chile: Descomposición del ahorro nacional incluyendo el déficit previsual, 1980-1994**

(Como porcentaje del PIB en valores corrientes)

Año	Ahorro nacional bruto <sup>a</sup>	Ahorro del gobierno			Total	Ahorro privado		
		Déficit provisional total <sup>b</sup>	Superávit corriente <sup>b</sup>	Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) <sup>c</sup>		Previsual <sup>d</sup>	No previsual	Total <sup>d</sup>
1980	13.9	1.7	8.5	...	10.2	-1.7	5.4	3.7
1981	8.2	4.1	5.8	...	9.9	-3.2	1.5	-1.7
1982	2.1	8.3	-2.9	...	5.4	-6.5	3.2	-3.3
1983	4.4	7.5	-2.3	...	5.2	-5.8	5.0	-0.8
1984	2.9	7.7	-1.2	...	6.5	-5.8	2.2	-3.6
1985	7.8	6.7	0.4	...	7.1	-4.7	5.4	0.7
1986	11.5	6.3	1.3	...	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
1980-84 (prom.)	6.3	5.9	1.6	—	7.4	-4.6	3.5	-1.1
1985-89 (prom.)	16.5	5.6	2.1	2.4	9.2	-3.2	10.5	7.3
1990-94 (prom.)	24.5	4.5	4.2	0.7	9.3	-1.1	16.3	

Fuente: Arrau (1996) y las publicaciones mencionadas en las notas siguientes:

<sup>a</sup> Hasta 1984, datos base 1977. Desde 1985 datos base 1986.

<sup>b</sup> De 1980 a 1984, Arrau (1992). De 1985 a 1988, Arrau (1992), ajustando las cifras con el PIB base 1986. Desde 1989: Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1995).

<sup>c</sup> Hasta 1988 Vial y Marfán (1995). Desde 1989: Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1995).

<sup>d</sup> Ahorro privado menos ahorro de personas.

<sup>e</sup> Ahorro nacional bruto menos ahorro público.

desarrollo de esta institucionalidad se ha considerado decisivo para la acumulación de fondos —con una rentabilidad real media de alrededor de 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. Las autoridades del sistema financiero hacen un esfuerzo continuo 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 opciones de inversión abiertas a 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 deman-

da un mercado de capitales en rápida expansión (recuadro 2).

Por tratarse de ahorros obligatorios de los trabajadores, que serán su principal fuente de ingreso en sus edades pasivas, la regulación prudencial incluye las siguientes normas: los fondos de pensiones sólo pueden invertirse en instrumentos financieros autorizados por ley; las sociedades administradoras tienen un patrimonio completamente separado de aquel que corresponde al fondo de pensiones, y deben asegurar una rentabilidad mínima al gestionar sus activos; todos los títulos y valores deben pasar por rigurosos procedimientos de evaluación de riesgo y calificar en categorías de riesgo bajas; la cartera de activos está 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 (Iglesias y Acuña, 1991).

En el proceso de los mercados de capital chilenos no se han establecido suficientes vinculaciones con el financiamiento a largo plazo de inversiones reales,

## Recuadro 2

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

Noviembre de 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 de 1980	D.L. N° 3.538	Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (svs).
Octubre de 1981	Ley N° 18.045	Ley de Mercado de Valores.
Octubre de 1981	Ley N° 18.056	Ley de Sociedades Anónimas.
Diciembre de 1985	Circular 574 de la svs	Define personas relacionadas.
Enero de 1986	Circular 585 de la svs	Obliga a informar sobre transacciones accionarias efectuadas por accionistas mayoritarios, directores y ejecutivos.
Marzo de 1986	Circular 601 de la svs	Obliga a informar de cualquier evento que pueda afectar significativamente los negocios de sociedades anónimas abiertas.
Octubre de 1987	Ley N° 118.660	Obliga a clasificación continua de los valores de oferta pública según categorías de riesgo.
Julio de 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 de 1989	Ley N° 18.876	Norma la constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores.
Mayo de 1992	Acuerdo de la Comisión Clasificadora de Riesgos	Autoriza a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir en proyectos sin historia.
Mayo de 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 las AFP en el exterior

Fuente: Arrau (1994).

para el cual los recursos del sistema de pensiones son especialmente adecuados.<sup>17-18</sup> Sin embargo, se ha contribuido a crear un contexto de estabilidad, garantizando profundidad y estabilidad en el sector financiero, lo cual fortalece un entorno propicio para el ahorro y la inversión (recuadros 3 y 4).

En la actualidad hay señales que auguran 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>19</sup> proporciona ahora fuertes incentivos a las empresas para allegar recursos a través de la emisión de acciones. Las cuotas que los fondos de pensiones mantienen en fondos de inversión en desarrollo empresarial y fondos de inversión inmobiliaria muestran un rápido aumento (aunque desde niveles pequeños). El financiamiento de inversiones en infraestructura también ofrecerá próximamente nuevas opciones a los fondos de pensiones.

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, varios otros factores han contribuido al ahorro y la inversión: i) por más de diez años ha habido una inflación controlada que tiende gradualmente a la baja y se han desarrollado mecanismos de indización de los instrumentos financieros; ii) en el sistema financiero las tasas de interés han sido positivas en términos reales, pero también moderadas y ajustadas

a la productividad del capital; iii) el tipo de cambio real ha sido realista y ha tenido credibilidad; iv) la actividad económica se ha expandido a tasas superiores al 5% 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 o reducción de las cargas cuasifiscales y el financiamiento del déficit previsional, y vi) se ha reformado la banca, fortaleciendo la solvencia de bancos y deudores y promoviendo la regulación prudencial y el control de las garantías y seguros de los depósitos, así como la regulación organizacional de la banca (cuadro 7).

De especial importancia parece haber sido en este contexto el fomento de la inversión a través de incentivos tributarios encaminados a reinvertir las 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; gravó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de primera categoría de 10%; eliminó las utilidades retenidas de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas, y uniformó el crédito tributario del impuesto de primera categoría a todos los empresarios (cuadro 8). 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 fue muy distinta a la tasa de las utilidades retenidas.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> A fines de 1994 los siguientes instrumentos representaban un 90% de las inversiones de cartera 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%. Ni los títulos del Banco Central ni las acciones 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>18</sup> Una excepción importante es el 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 la de grupos de ingresos medios y altos, 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>19</sup> El índice real de precios de las acciones subió de 100 en 1985 a 2719 en 1993.

<sup>20</sup> En 1990, la tasa de impuesto de primera categoría se incrementó de 10 a 15%, pero aún se mantienen las diferencias con la tasa de impuesto personal, ya que ésta se elevó ese año.

## Recuadro 3

CHILE: ENTORNO DEL SISTEMA DE PENSIONES BASADO EN LA CAPITALIZACIÓN DE FONDOS

**A. Entorno macroeconómico**

- |   |  |  |
|---|--|--|
| <p>1. Inflación baja y controlada (o sistema financiero indizado)</p> <p style="padding-left: 20px;">Largo horizonte temporal del sistema de capitalización de fondos</p> <p style="padding-left: 20px;">Extensión del horizonte de toma de decisiones de los agentes económicos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos financieros de mediano y largo plazo</li> <li>• Proyectos de inversión</li> </ul> <p style="padding-left: 20px;">Eliminación del riesgo asociado a vaivenes del sistema de precios</p> | <p>2. Tasas de interés reales positivas pero moderadas</p> <p>3. Tipo de cambio realista y creíble</p> | <p>Eficiencia en la asignación de recursos reales y financieros</p> <p>Solvencia de instituciones financieras y deudores</p> <p>Competitividad de instrumentos financieros en moneda nacional</p> <p>Competitividad de proyectos rentables en sectores productivos con ventajas competitivas</p> <p>Prevención de movimientos especulativos de capital entre el país y el exterior</p> |
|---|--|--|

**B. Entorno financiero**

- |  |   |
|--|---|
| <p>1. Fortalecimiento de la situación financiera del sector público</p> <p>2. Reforma de la banca</p> <p>3. Desarrollo de mercados de valores y seguros</p> <p style="padding-left: 20px;">Bolsa de valores competitiva</p> <p style="padding-left: 20px;">Condiciones de acceso a la bolsa de valores</p> <p style="padding-left: 20px;">Requisitos legales a las sociedades abiertas</p> <p style="padding-left: 20px;">Requisitos de transparencia informativa</p> <p style="padding-left: 20px;">Regulación prudencial de inversionistas institucionales (AFP, compañías de seguros)</p> <p style="padding-left: 40px;">Diversificación de cartera y limitación de riesgos</p> <p style="padding-left: 40px;">Establecimiento de reservas</p> <p style="padding-left: 40px;">Requisitos de capital</p> <p style="padding-left: 20px;">Clasificación del riesgo de los instrumentos financieros</p> <p style="padding-left: 20px;">Custodia de valores</p> <p style="padding-left: 20px;">Ampliación del mercado</p> <p style="padding-left: 40px;">Incentivo a nuevas sociedades abiertas</p> <p style="padding-left: 40px;">Incentivo a nuevos intermediarios financieros</p> <p style="padding-left: 40px;">Incentivo a la emisión de nuevos valores</p> | <p>Financiamiento del déficit previsional</p> <p>Solvencia y autonomía del Banco Central</p> <p>Eliminación/reducción de cargas cuasifiscales del sistema financiero</p> <p>Solvencia de bancos y deudores</p> <p>Reforma de regulación prudencial</p> <p>Garantía o seguro de los depósitos</p> <p>Mecanismo de control de la solvencia</p> <p>Reforma organizacional</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Multibanca</li> <li>• Complementación financiera de la banca</li> </ul> |
|--|---|

## Recuadro 4

CHILE: CONTENIDO DE LAS NORMAS DE REGULACIÓN PRUDENCIAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES

**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 orientadas 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.

CUADRO 7

## Chile: indicadores del entorno macrofinanciero, 1987-1994

Años	Inflación <sup>a</sup>	Valor indexado				Tasa real de interés <sup>f</sup>		Tipo de cambio reales	Tasa de crecimiento anual del PIB	Déficit en cuenta corriente <sup>h</sup>
		Unidad de fomento <sup>g</sup>	Unidad tributaria <sup>h</sup>	Unidad reajutable <sup>d</sup>	Cuota de ahorro <sup>e</sup>	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: Datos del Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Medida por la variación del IPC de diciembre a diciembre<sup>b</sup> Variación del valor de la Unidad de Fomento Reajutable (UF) de diciembre a diciembre.<sup>c</sup> Variación del valor de la Unidad Tributaria de diciembre a diciembre de cada año.<sup>d</sup> Variación del valor de la Unidad Reajutable (UR) de diciembre a diciembre de cada año.<sup>e</sup> Variación de la cuota de ahorro CORVI de diciembre a diciembre de cada año.<sup>f</sup> Tasa de interés media reajutable del sistema financiero (captación y colocación).<sup>g</sup> Tipo de cambio real efectivo estimado por la CEPAL.<sup>h</sup> Déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB a precios corrientes.

CUADRO 8

**Chile: Tasas de impuestos antes y después de la reforma tributaria de 1984**  
(Porcentajes)

Impuestos	Sociedades anónimas		Sociedades limitadas	
	Antes de la reforma	Después de la reforma	Antes de la reforma	Después de la reforma
Sobre las utilidades retenidas	46	10.0	31.5	10.0
Sobre las utilidades distribuidas	43.3	31.5	31.5	31.5

Fuente: Arrau (1996), con base en Marfán (1984, cuadro 3). Se ha supuesto una tasa marginal de 35% para los impuestos personales del empresario.

## IV

### Conclusiones

En este artículo se ha explorado la relación que existe entre las posibles reformas a los sistemas de pensiones que promueven un componente de capitalización, y el ahorro nacional, ilustrándola con algunos resultados en el caso de Chile, país que está realizando una transición desde un sistema de reparto con beneficios definidos hacia uno de capitalización con contribuciones definidas.

Hemos supuesto que en todos los casos la participación de los trabajadores en el sistema de pensiones es obligatoria y que la reforma implica una transición desde un sistema originalmente de reparto hacia otro con algún componente de capitalización. Para analizar el efecto de tal transición sobre el ahorro, por lo tanto, habrá que considerar a lo menos dos aspectos fundamentales del sistema reformado que pueden afectar la situación original de ahorro. El primer aspecto es el de organizar al gobierno para cumplir con las obligaciones del sistema anterior; esto exige un importante ajuste de sus cuentas corrientes o bien un importante esfuerzo de ahorro. La selección de una u otra opción afectará la distribución del ahorro entre las personas y el gobierno. En todo caso, lo esencial es hacer explícita tanto la deuda previsional como su financiamiento

El segundo aspecto es el reconocimiento de que las contribuciones cambian de naturaleza, pues de ser un impuesto previsional para adquirir un beneficio definido pasan a ser un ahorro obligatorio para acceder a un patrimonio con el cual financiar los beneficios previsionales. Lo que se afecta es el ahorro de las personas. Si se opta por considerar que las contribu-

ciones 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. Si se opta por considerar que las contribuciones en el sistema de reparto corresponden a una deuda del gobierno con los afiliados, el efecto es una reducción paulatina del desahorro de las personas.

La experiencia chilena deja en evidencia la dificultad de dilucidar cuál es el efecto neto sobre el ahorro de una reforma previsional. Se necesita un modelo muy sofisticado e información desagregada para estudiar los múltiples efectos que se hacen sentir 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 de la reforma previsional sobre el ahorro es muy pequeño y que tiene mucho mayor trascendencia su efecto indirecto, al contribuir a la creación de un entorno adecuado para el ahorro y la inversión, mediante el fortalecimiento de la situación financiera del sector público y el desarrollo de los mercados de valores y seguros. Sin embargo, la contribución de la reforma previsional no podría materializarse en mayor ahorro de no ser por reformas en otras áreas de la economía, entre las cuales tienen especial importancia 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 cotizan en las bolsas, regular y supervisar la solvencia del sector financiero y crear incentivos tributarios para la reinversión de utilidades.

## Bibliografía

- Aarón, H J. (1982): *Economic Effects of Social Security*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- AFP Habitat (1992): 10 años de historia del sistema de AFP, Santiago de Chile.
- Arrau, P. (1992): El nuevo régimen previsional chileno, *Regímenes previsionales*, Seminario Internacional de Reforma al Régimen Previsional, Santafé de Bogotá, Fundación Friedrich Ebert de Colombia/FESCOL/FAUS/Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID).
- \_\_\_\_\_ (1994): *Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993*, Serie Financiamiento del desarrollo, N° 19, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- \_\_\_\_\_ (1996): *Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994*, Serie Financiamiento del desarrollo N° 39, Santiago de Chile, CEPAL.
- Auerbach, A.J. y L.J. Kotlikoff (1990): Demographics, fiscal policy and US saving in the 1980s and beyond, en L.H. Summers (ed.), *Tax Policy and the Economy*, vol. 4, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Ayala, U. (1992): Un sistema pensional de capitalización individual para Colombia, A. Uthoff y R. Szalachmann (eds.), *Sistemas de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: Bolivia, Brasil, Colombia, Guatemala, México*, vol. 2, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- Banco Central de Chile (1989): *Indicadores económicos y sociales 1960-1989*, Santiago de Chile.
- \_\_\_\_\_ (1993a): *Cuentas nacionales de Chile 1985-1992 (síntesis anticipada)*, Santiago de Chile.
- \_\_\_\_\_ (1993b): *Boletín mensual*, N° 782, Santiago de Chile.
- \_\_\_\_\_ (1995): *Boletín mensual*, N° 808, Santiago de Chile.
- Barr, N. (1993): *The Economics of the Welfare State*, Stanford, California, Stanford University Press.
- Barro, R. J. (1974): Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, vol. 84, Chicago, Illinois, The University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_ (1978): *The Impact of Social Security on Private Saving: Evidence from the US Time Series*, Washington, D.C., American Enterprise Institute.
- CEPAL (1992): *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, LC/G.1701/Rev.1-P, Santiago de Chile, agosto. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.92.II.G.5.
- Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1995): *Estadísticas de las finanzas públicas 1989-1994*, Santiago de Chile.
- Diamond, P. (1995): Economic support in old age, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Feldstein, M.S. (1974): Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation, *Journal of Political Economy*, vol. 82, N° 5, Chicago, Illinois, The University of Chicago Press.
- Held, G. (1994): ¿Liberalización o desarrollo financiero?, *Revista de la CEPAL*, N° 54, LC/G.1845-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- Held, G. y A. Uthoff (1995): *Indicator and Determinants of Savings for Latin America and the Caribbean*, Working paper, N° 25, Santiago de Chile, CEPAL, abril.
- Iglesias, A. y R. Acuña (1991): *Sistema de pensiones en América Latina, Chile: experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991*, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- Klevens, J. (1996): Poor treatment: Low income workers in the Chilean pension system, Princeton, New Jersey, Princeton University, Bachelor of Arts Thesis.
- Leimer, D. R. y S. D. Lesnoy (1982): Social security and private saving: New time-series evidence, *Journal of Political Economy*, vol. 90, N° 3, Chicago, Illinois, The University of Chicago Press.
- Marfán, M. (1984): Una evaluación de la nueva reforma tributaria, *Colección estudios CIEPLAN*, N° 13, Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).
- Ramos, J. (1994): Síntesis del planteamiento de la CEPAL sobre la equidad y transformación productiva, *Desarrollo Productivo*, N° 17, Santiago de Chile, CEPAL.
- Schulthess, W. y G. Demarco (1993): *Sistema de pensiones en América Latina: Argentina: evolución del Sistema Nacional de Previsión Social y propuesta de reforma*, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (1994): *El sistema chileno de pensiones*, Santiago de Chile.
- Uthoff, A. (1995): Reformas a los sistemas de pensiones en América Latina, *Revista de la CEPAL*, N° 56, LC/G/1874-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- Uthoff, A y R. Szalachmann (eds.) (1992): *Sistema de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma. Costa Rica, Ecuador, Uruguay, Venezuela*, vol. I, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- \_\_\_\_\_ (1993): *Sistema de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma. Bolivia, Brasil, Colombia, Guatemala, México*, vol. 2, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- \_\_\_\_\_ (1994): *Sistemas de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma. El Salvador, Honduras, Jamaica, Paraguay, Trinidad y Tabago*, vol. 3, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos.
- Vial, J. y J. Marfán (1995): Políticas para el crecimiento económico en los 90: el caso de Chile, Notas técnicas de CIEPLAN, N157, Santiago de Chile, CIEPLAN.