

INT-0883

Distr.
INTERNA

LC/IN.110
13 de noviembre de 1990

ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



REFORMA PREVISIONAL EN CHILE
RESULTADOS DE LA EXPERIENCIA CON UN SISTEMA
DE CAPITALIZACION INDIVIDUAL
(Primera versión sólo para comentarios)*

*/ Este trabajo fue preparado por el señor Augusto Iglesias, Consultor del Proyecto CEPAL/PNUD RLA/90/001 "Políticas Financieras para el Desarrollo", con la colaboración del señor Rodrigo Acuña. Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

90-11-1830

4

4

4

4

INDICE

	<u>Página</u>
1.- <u>INTRODUCCION</u>	1
2.- <u>CRISIS DE LOS SISTEMAS DE REPARTO</u>	3
2.1. ¿Porqué fracasan los sistemas de reparto en Latinoamérica?	3
2.2. La experiencia chilena	8
3.- <u>OPCIONES PARA UNA REFORMA A LOS SISTEMAS DE PENSIONES: EL CASO CHILENO</u>	10
3.1. Alternativas para la reforma previsional.	10
3.2. Opciones para el diseño de un sistema de capitalización individual.	12
4.- <u>SISTEMA DE CAPITALIZACION INDIVIDUAL EN CHILE</u>	15
4.1. Organización de la Seguridad Social en Chile.	15
4.2. Descripción del sistema de A.F.P..	20
5.- <u>RESULTADOS DEL CASO CHILENO</u>	52
5.1. Afiliados y Cotizantes	52
5.2. Pensiones	59
5.3. Mercado de A.F.P.	81
5.4. Fondos de Pensiones	81
6.- <u>PROBLEMAS Y RESTRICCIONES PARA UNA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES</u>	87
6.1. Problemas de la Transición.	87
6.2. Mercado de Capitales.	100
6.3. Industria del Seguro.	109
6.4. Competencia.	109
7.- <u>DESAFIOS PENDIENTES</u>	131
7.1. Cobertura.	131
7.2. Morosidad.	137
7.3. Costos y Eficiencia.	139
7.4. Información a los afiliados.	145
7.5. Poca adhesión al sistema.	145



1.- INTRODUCCION

La Seguridad Social, entendida como un conjunto de programas estructurados para atender estados de necesidad de los trabajadores, nace en Chile al comenzar la década de los 20, aunque existen algunas instituciones que ofrecían beneficios parciales y que datan desde mucho antes (1858) (1).

El año 1924 se crea la Caja de Seguro Obrero (u Obligatorio) con el objeto de dar los beneficios de atención médica, subsidios por enfermedad y pensiones de vejez e invalidez a sus adherentes, principalmente trabajadores manuales. Originalmente estos programas se basaban en un régimen de reparto con apoyo estatal. Posteriormente, en 1925, se crea la Caja de Previsión de Empleados Particulares, y la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas basadas en un sistema de capitalización sin apoyo estatal. Simultáneamente, se autoriza a las empresas privadas para que constituyan otras entidades que administren las cotizaciones previsionales de sus trabajadores, destinadas a financiar pensiones más otros beneficios que cada entidad decidiera ofrecer.

Aunque la mayoría de las instituciones formadas durante este período comenzaron basadas en un sistema de capitalización, pronto se rompió la relación entre aportes y beneficios, los que se extendieron hacia segmentos de afiliados que no habían realizado los aportes correspondientes. El sistema se transformó entonces, de hecho, en uno de reparto (formalmente el cambio se produjo en 1952). Simultáneamente, en ausencia de una política reglamentaria general para todas las entidades, se fueron modificando los distintos programas de seguridad social de acuerdo a presiones sectoriales y a los equilibrios políticos de cada momento, fomentándose así la proliferación de instituciones que se formaban con la intención de responder a las necesidades particulares de distintos grupos de trabajadores.

Los efectos del crecimiento inorgánico no tardaron en sentirse, y llevaron al sistema de seguridad social a una situación de crisis difícil de solucionar por la gran cantidad de intereses sectoriales comprometidos. Las manifestaciones más importantes de esta crisis fueron la discriminación entre trabajadores y el desfinanciamiento.

Esta situación lleva a que, con mucha anterioridad a 1980, se generalizara en Chile la percepción de que el sistema de seguridad social necesitaba reformas profundas. Ya en 1956 la Misión Económica Klein-Sacks sugirió algunos cambios de importancia que no se implementaron. Iguales recomendaciones surgieron de una comisión ad-hoc convocada en 1960 (Comisión Prat), y se incluyeron también en un proyecto de ley enviado al Congreso Nacional por el Presidente Frei en 1968, que no fue aprobado. Sin embargo, aún existiendo consenso en el diagnóstico, no fue posible introducir modificaciones sustanciales al sistema de pensiones hasta el año 1978, durante el cual se dictan normas que suprimieron las jubilaciones por años de servicio ofrecidas por algunas instituciones de seguridad social y uniformaron las edades para pensionarse, las que se fijaron en 60 años para las mujeres y 65 años para los hombres.

(1) Ver: Bustamante (1988); Cheyre (1988) y P.Universidad Católica de Chile (1983).

Finalmente, en 1980, se dicta el D.L. 3.500, que comenzó a regir el lro. de Mayo de 1981, y que estableció un régimen de pensiones basado en la capitalización individual con contribuciones definidas y administración privada de los fondos, obligatorio para los trabajadores dependientes que se incorporaran a la fuerza de trabajo, y voluntario para quienes ya estaban afiliados a alguna institución del sistema "antiguo" y para los trabajadores independientes.

Esta solución, que para muchos ayuda a resolver definitivamente los problemas estructurales de los sistemas de reparto, ha despertado gran interés, especialmente en otros países de América Latina, algunos de los cuales están usando el modelo chileno como referencia para sus propios proyectos de reforma. Resulta entonces oportuno examinar tanto el origen conceptual del nuevo sistema de pensiones en Chile, como sus características particulares y resultados obtenidos después de nueve años de operación, con el objeto de extraer lecciones que puedan servir para su propio perfeccionamiento y el diseño de nuevos sistemas de pensiones en otros países. Este es el objeto del presente trabajo.

En la sección 2 se presentarán, con la ayuda de una identidad contable muy simple, los elementos que están debilitando actualmente la base financiera de los sistemas de reparto en Latinoamérica, y que obligan a pensar en reformas de fondo a los planes de pensiones basados en este mecanismo de financiamiento. Luego, se presentan los antecedentes del caso chileno previo a la reforma de 1980. En la sección 3 se discutirá, a nivel general, las opciones de reforma que estaban abiertas en Chile, cuales son sus ventajas y desventajas relativas, y las razones por las cuales se escogió la forma de capitalización que caracteriza al sistema de A.F.P.. Luego, en la sección 4, se describe la organización de la Seguridad Social en Chile con objeto de precisar el lugar que ocupan los sistemas de pensiones, y se presentan las características principales del nuevo esquema basado en la capitalización individual. En la sección 5 se presentan los principales resultados del nuevo sistema chileno, aunque se advierte que estos, por no corresponder al equilibrio proyectado de largo plazo, sirven como indicación de la velocidad y forma en que se puede llegar a la situación deseada, luego de la reforma. La sexta sección incluye un análisis de los problemas que presenta la transición desde un sistema de pensiones a otro, con especial énfasis en el impacto fiscal de la reforma, y de las condiciones que se deberían producir en el mercado de capitales y en la industria de seguros de vida para asegurar el éxito de un esquema como el chileno. Además, se discuten los problemas a resolver para crear un entorno competitivo entre los administradores privados de Fondos de Pensiones. Finalmente, en la última sección se analizan aquellos problemas aún no plenamente resueltos por la reforma - o creados por ella - y que seguramente marcarán la agenda de perfeccionamiento futuro del sistema.

2.- CRISIS DE LOS SISTEMAS DE REPARTO

2.1. ¿Porqué fracasan los sistemas de reparto en Latinoamérica?

Un sistema de pensiones basado en el "reparto" (o pay-as-you-go-) se caracteriza como aquel donde los gastos de cada período se cubren con los ingresos recaudados por concepto de contribuciones del mismo período. En su forma más pura, este sistema mantiene la tasa de cotización constante y ajusta ingresos y gastos cambiando el nivel de beneficios. Alternativamente, y para dar mayor estabilidad tanto en el nivel de contribuciones como en el de beneficios, el sistema puede hacer uso de pequeñas reservas acumuladas para este efecto. En ausencia de estas reservas, las variables de ajuste son, inevitablemente, los beneficios y las contribuciones, más eventuales aportes directos del gobierno y ganancias por mayor eficiencia. El mecanismo de equilibrio financiero se puede mostrar a través de la siguiente identidad contable:

EGRESOS

INGRESOS

$$(1) \quad N.P. \times P.P. \times S.B. = N.A. \times T.C. \times S.I. - C.A. + A.G.,$$

donde:

N.P. = Número de pensionados (Vejez, Invalidez y Sobrevivencia).
P.P. = Monto de la Pensión Promedio (% Salario Base).
S.B. = Salario Base Promedio de pensionados (Puede ser igual al último S.I. o ser un promedio de S.I. históricos).
S.I. = Salario Imponible Promedio de trabajadores (cotizantes).
N.A. = Número de asegurados cotizantes.
T.C. = Tasa de Cotización.
C.A. = Costo de Administración.
A.G. = Aportes de Gobierno.

Esto significa que el monto de la pensión promedio expresado como porcentaje del salario base será igual a:

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

La fórmula (2) es útil para identificar los distintos elementos que afectarán el monto de la pensión y, por lo tanto, que influyen en las posibilidades de financiamiento de un sistema basado en el reparto.

Así, el equilibrio financiero del sistema se deteriorará siempre que:

- a) Disminuya la proporción de cotizantes (aportantes) a beneficiarios (pensionados).
- b) Aumente el salario base para efectos del cálculo de la pensión.
- c) Aumenten los costos de administración del sistema.
- d) Disminuyan los aportes de gobierno.
- e) Caigan de los salarios imponibles reales.

Frente a estos fenómenos y en ausencia de reservas líquidas las respuestas posibles son: disminuir el valor del beneficio; subir la tasa de cotización; aumentar los aportes de gobierno; o, disminuir los gastos de administración. Sin embargo, no existe absoluta flexibilidad para el uso de estas herramientas de ajuste financiero.

La disminución en el valor del beneficio se puede hacer directamente ajustando el porcentaje del salario base cubierto por el programa, o indirectamente, disminuyendo la relación de salario base a salario imponible mediante la inflación, tal como se explicará más adelante. Sin embargo, los gobiernos difícilmente podrán sustraerse a la presión por garantizar un nivel mínimo real a las pensiones, lo que acota el uso de este mecanismo.

Por otra parte, altas tasas de cotización previsional encarecen el costo del trabajo y son por lo tanto, ineficientes y regresivas. Además, su efectividad como mecanismo de recaudación disminuye mientras más alta sea su valor, pues aumenta la evasión y morosidad. Finalmente, aún suponiendo que se genera los incentivos para administrar adecuadamente un sistema centralizado, estatal y no competitivo, también existen límites para el ahorro en costos de administración. En consecuencia, si existe una tendencia permanente hacia la caída en los ingresos, la única variable de ajuste termina siendo los aportes fiscales o, en otras palabras, uso de ahorro fiscal para el financiamiento del gasto en seguridad social.

La demografía ha sido el factor principal que, precisamente, ha marcado una tendencia decreciente en la relación de ingresos a beneficios en los regímenes de reparto, con el agravante que está fuera del control de la autoridad. Además, existen otros elementos, relacionados a la operación práctica de regímenes de pensiones con administración centralizada y no competitiva, fácilmente identificables en prácticamente todas las experiencias reales de este tipo, que también afectan negativamente su capacidad de financiamiento (1).

Aunque desde un punto de vista teórico se puede argumentar que el efecto de un aumento en la tasa de dependencia (relación de pasivos a activos) se compensa por un aumento en los salarios reales, aliviándose así - o eliminando - la tensión financiera de largo plazo de un sistema de reparto, la evidencia señala que las tasas históricas de crecimiento en salarios reales no han sido suficientes para compensar el crecimiento en la relación de beneficiarios a aportantes. Por ejemplo, en el caso chileno, durante el período 1960 - 1980 los salarios reales crecieron a una tasa promedio anual de aproximadamente 4%, mientras que la razón de dependencia aumentó al 8,3%. Esto, sin considerar los eventuales aumentos en costos de administración, los efectos de la infla

(1) Ver Mesa-Lago (1985) y (1989).

ción, y el hecho que el incremento en el salario cotizante puede ser menor que el aumento en salarios reales por diferencias entre la composición de la fuerza de trabajo y de la población contribuyente al régimen de pensiones.

A continuación, describiremos brevemente los distintos elementos que se pueden reconocer en prácticamente todas las referencias con sistemas de reparto, especialmente en países latinoamericanos, y que han marcado una tendencia hacia su desfinanciamiento y consecuente baja capacidad para ofrecer beneficios suficientes a la población (1).

Tendencias demográficas. Las proyecciones demográficas de muchos países en desarrollo, muestran una clara tendencia hacia la caída en la relación de contribuyentes a beneficiarios del sistema de seguridad social, como resultado del aumento en las expectativas de vida de la población y caídas en la tasa de natalidad. Este hecho, fuera del control de los administradores del régimen de pensiones, deteriora las posibilidades de financiamiento de un sistema de reparto.

Extensión de beneficios a grupos que no aportan. La razón de aportantes a beneficiarios también cae en el tiempo, cuando se rebajan los requisitos para obtener beneficios o se aumenta el número de beneficiarios que no aportan. La existencia de pensiones por años de servicio ("jubilación"), la extensión de beneficios a grupos que no pagan contribuciones y la falta de rigurosidad para la calificación de pensiones de invalidez, son elementos que tradicionalmente han contribuido a este fenómeno.

Bajos topes impositivos. Comúnmente la legislación fija topes salariales para el cálculo de las contribuciones a la seguridad social. Esto limita la base imponible y deteriora las posibilidades de financiamiento de un sistema de reparto cuando, como es también común, la relación de beneficios a aportes es menor a medida que aumenta el nivel de renta. Además, si el tope no está indexado, caerá proporcionalmente la recaudación de contribuciones.

Beneficios no relacionados a las contribuciones. Bajo un sistema de reparto las pensiones no están directamente relacionadas a las contribuciones, de tal forma que las diferencias en beneficios entre trabajadores tienden a ser menores que las diferencias en contribuciones. Como resultado de esta disociación entre aportes y beneficios, se generan fuertes incentivos para evadir el pago de las contribuciones correspondientes ya sea automarginándose del sistema o subdeclarando ingresos.

(1) Ver Mesa-Lago (1985 y 1989) y Cheyre (1988), donde se documentan los fenómenos descritos a continuación.

Incentivos para aumentar artificialmente el valor de las pensiones. Las fórmulas de cálculo de los beneficios de pensión de vejez, invalidez, sobrevivencia y jubilación pueden dar fuertes incentivos para la sobre-declaración de remuneraciones en el período inmediatamente anterior a la fecha en que se solicita el beneficio. Específicamente esto sucede cuando el salario base se calcula como el promedio de un período muy corto de cotizaciones.

Por otra parte, dada la fórmula de cálculo del salario base, que habitualmente es igual al promedio de los últimos tres a cinco años de remuneraciones nominales, cuando hay inflación este salario cae. En consecuencia, existe incentivo para solicitar los beneficios de pensión en épocas de baja inflación. El efecto de esta situación es disminuir aún más la relación de contribuciones a beneficios, debilitando también la solvencia financiera de los sistemas de reparto.

Transferencias de recursos entre programas. La administración integrada de distintos programas de seguridad social, favorece la transferencia de recursos desde aquellos que generan excedentes hacia los que muestran déficit, problema también común a las experiencias con sistemas de reparto. En la medida que estas transferencias se reconozcan explícitamente como deuda de los programas deficitarios, y que esta deuda se cancele oportunamente en condiciones de mercado, este hecho no tendría mayor importancia.

Sin embargo, las diferencias en la naturaleza de los programas impide que en la práctica los programas acreedores recuperen el capital, lo que implica su propia insolvencia futura.

Esta situación se produce cuando se consolida el financiamiento de programas de seguro con programas de ayuda asistencial, y cuando se acepta la inversión de las reservas acumuladas por los programas excedentarios en activos específicos a una determinada prestación social, sin uso alternativo. Los programas asistenciales, casi por definición, no pueden generar excedentes de operación pues están sometidos a presión constante para repartir el máximo de beneficios a segmentos de la población con altos grados de necesidad. Por lo tanto, difícilmente serán deudores solventes y menos aún respecto a otro programa social competitivo como el de pensiones.

El uso de reservas para financiar la inversión en activos fijos, tiene matices algo diferentes. Durante la primera etapa de un sistema de pensiones, cuando la población asegurada es relativamente joven y aún no se han adquirido derechos para acceder a los beneficios, se pueden generar excedentes que representan una fuente de financiamiento de bajo costo para los otros programas de la seguridad social. Este hecho estimula la inversión en proyectos cuya rentabilidad (social y económica) no necesariamente es máxima. Además, en esta etapa inicial, se tiende a subestimar la velocidad con que disminuirán estos excedentes en el tiempo, por lo que se financian proyectos con plazos de

recuperación mayores que los necesarios ex-post. En definitiva, lo que sucede es que se esconden los costos verdaderos de los programas deficitarios a través de transferencias desde los programas con superávit, comprometiéndose así la solvencia futura de éstos.

La situación de muchos sistemas de pensiones basados en el reparto corresponde exactamente a esta descripción. Los excedentes acumulados por los programas de pensiones durante algunos años se usan para financiar, por ejemplo, los programas de salud y otros beneficios sociales, y sólo pueden ser recuperados posteriormente mediante una fuerte caída en el valor de estos beneficios o aumentos en la tasa de cotización. Sin embargo, como estas alternativas no resultan factibles, se llega a una situación de hecho en que los programas de pensiones no tienen reservas y se financian exclusivamente con contribuciones de cada período ("sobre la marcha").

Altos costos de administración. En Latinoamérica los sistemas de seguridad social basados en el reparto han asignado proporciones crecientes de sus ingresos a cubrir costos de administración. Estos recursos consumidos en la administración se restan directamente de los beneficios. El origen del problema se encuentra en el carácter centralizado y no competitivo de un sistema de este tipo, que no enfrenta los incentivos adecuados para actuar con eficiencia.

Caída en la inflación. La tendencia de la inflación puede afectar directamente el monto de las pensiones que paga un sistema de reparto. Esto se debe a que, tal como decíamos, el monto de los beneficios se fija como una proporción del salario imponible promedio durante algún número de años ("el salario base") sin corregir (o corrigiendo parcialmente), para efectos del cálculo, el valor nominal de estos salarios históricos. Así, a mayor inflación, menor será el salario base y menor será, en consecuencia, el monto de la pensión; a menor inflación mayor será el salario base y mayor la pensión. Por ejemplo, con inflación anual de 20% y suponiendo salarios reales constantes, el salario promedio de tres años representará sólo 84% del salario del último año, y el salario promedio de cinco años sólo el 72%. El monto de las pensiones caen en cada caso un 16% o 28%, respecto a una situación con salarios indexados para efectos del cálculo del salario base. Por lo tanto, alcanzar la estabilidad de precios muchas veces puede significar la insolvencia financiera de un sistema de reparto.

Por otra parte, la posibilidad de financiamiento inflacionario disminuye cuando se indexa el valor de las pensiones que se otorga y se fija un monto mínimo para éstas, prácticas también bastante comunes.

En resumen, los programas de pensiones basados en el reparto muestran una clara tendencia hacia la caída en la relación de ingresos y gastos. Esta situación se debe a la influencia de algunos factores que, tal como se indica en el próximo capítulo, podrían al menos en teoría corregirse, pero también

a problemas estructurales que sólo se resuelven con una transformación profunda del sistema, que implique cambios en la estructura de financiamiento y en el conjunto de incentivos para los partícipes.

2.2. La Experiencia Chilena

El año 1979, existían en Chile 32 instituciones previsionales distintas, aunque sólo tres de ellas (Servicio de Seguro Social para obreros; Caja de Empleados Particulares y Caja de Empleados Públicos) reunían al 94,1% de los cotizantes.

Estas 32 instituciones administraban más de cien regímenes previsionales diferentes, caracterizados por una enorme variedad en los requisitos que debían cumplir distintos grupos de trabajadores para acceder a pensiones similares, y fuertes diferencias en los montos de las pensiones recibidas. A modo de ejemplo, en el Cuadro # 1 se muestra el monto teórico máximo posible de la pensión de vejez que habrían recibido trabajadores con igual renta, según estuviesen afiliados al Servicio de Seguro Social; a la Caja de Empleados Particulares (Empart); a la Caja de Empleados Públicos (Canaempu); o a la Caja Bancaria de Pensiones.

Cuadro # 1
Pensión Máxima Posible
(Remuneración Imponible de \$ 40.000)

	<u>Pensión/Remuneración</u>
S. Seguro Social	60,8%
Empart	86,8%
Canaempu	78,0%
Caja Bancaria de Pensiones	69,6%

Fuente: Cheyre (1988).

Estas discriminaciones, en general, desfavorecían a los trabajadores de menor renta a quienes se calculaba la pensión sobre salarios base más reducidos, debían cumplir con requisitos más estrictos de años trabajados para tener derecho a la pensión y no gozaban de beneficios de pensiones por antigüedad.

Por otra parte, la base financiera del sistema se debilitó como consecuencia de:

- i) Una caída en la relación de aportantes a beneficiarios de los distintos programas, situación que se explica tanto por razones de tipo demográfico, como por ineficiencias administrativas y sometimiento a presiones sectoriales que llevaron a rebajar los requisitos para acceder a los distintos beneficios. Es así como, por ejemplo, la

razón entre trabajadores aportantes y beneficiarios en el Servicio de Seguro Social, cayó entre 1960 y 1980 desde 10,8 hasta 2,2;

- ii) Los fuertes incentivos para la subdeclaración de ingresos durante gran parte de la vida activa de los trabajadores, pues las pensiones se calculaban sólo sobre la base de los salarios recibidos durante los últimos años trabajados (entre cinco y tres años según el programa); y
- iii) Aumento en costos de administración.

Una vez que se manifestaron los efectos de estos problemas, se recurrió a distintas soluciones que, por su carácter parcial e indirecto, no tuvieron resultados efectivos.

El financiamiento inflacionario fue una alternativa que operó a través de dos caminos diferentes. En primer lugar, para estimar el sueldo base sobre el que se calculaban las pensiones, las remuneraciones percibidas durante los tres últimos años se consideraban a su valor nominal, sin ajustar por los cambios en el nivel de precios. Así, por ejemplo, con tasas de inflación promedio anual de 20%, el sueldo base representaría sólo el 84% de la última remuneración, disminuyendo también la pensión en forma proporcional. De esta forma, en períodos de inflación creciente el déficit presupuestario consolidado del sistema antiguo tendía a disminuir, y lo contrario sucedía durante los períodos de inflación decreciente. Por otra parte, tampoco existían mecanismos automáticos de reajustabilidad de las pensiones, cuyo valor real, en consecuencia, fluctuaba en el tiempo según fuese el monto de los ajustes que discrecionalmente decidiera la autoridad, los que, a su vez, eran función de la situación presupuestaria fiscal.

En repetidas ocasiones, se recurrió también a incrementos en las tasas de cotización para asegurar el financiamiento del sistema. Es así como, por ejemplo, entre 1960 y 1977 (1) el costo de los programas subió desde 45,8% del sueldo imponible a 48,3% en el caso del Servicio de Seguro Social (con un máximo de 56,9% en 1974); desde 50,1% a 56% en el caso de Empart (con un máximo de 64,7% en 1974) y desde 25,75% a 56,5% en el caso de Canaempu (con un máximo de 58,75% en 1974) (2).

El alza de las cotizaciones tampoco fue, sin embargo, suficiente y el fisco debió hacer aportes crecientes al sistema, los que alcanzaron al 32,3% del Gasto Fiscal total en 1978.

(1) En 1978 se dictan reformas de importancia al sistema.

(2) Tasas incluyen cotizaciones por concepto de pensiones, salud, accidentes del trabajo y otros.

3.- OPCIONES PARA UNA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES: EL CASO CHILENO

3.1. Alternativas para la reforma previsional

Aún cuando existía en Chile consenso sobre la necesidad de reformar el sistema de pensiones basado en el reparto, no coincidían las opiniones en torno a la forma específica del cambio.

Desde un punto de vista conceptual, las opciones se podían clasificar en tres grandes grupos: reformas para aumentar la eficiencia administrativa del sistema vigente; cambio hacia sistemas de beneficios definidos con acumulación de reservas financieras (esto implica volver al origen de casi todos los sistemas de reparto); o, cambio hacia un sistema de contribuciones definidas con acumulación de reservas financieras.

La primera opción, reforma administrativa al sistema de reparto (1), significaba uniformar los distintos regímenes de pensiones, racionalizar la administración, y ajustar beneficios y tasas de contribución a la realidad financiera del sistema. Esta alternativa se descartó tanto sobre la base de argumentos conceptuales como técnicos. La primera perspectiva queda bien resumida en las palabras del entonces Ministro del Trabajo, Sr. José Piñera E.: "El error básico (del sistema de reparto) radicaba en la concepción colectivista del hombre y la sociedad que (lo) inspiró. Dicha inspiración proviene de una noción ideológica errada sobre la naturaleza y conducta del ser humano. El sistema de reparto desestimó múltiples evidencias sobre la conducta humana, según la cual los hombres se esfuerzan más cuando ese esfuerzo va relacionado con una determinada recompensa..... En consecuencia, la gran lección para el diseño del nuevo sistema era no descuidar la libertad de elección y decisión de los individuos, ni romper con el vínculo indispensable entre esfuerzo personal y recompensa"(2). Se sumó a esta argumentación el análisis del impacto de los cambios demográficos - aumentos en la proporción de la población de mayor edad - sobre la estabilidad financiera del sistema, para rechazar la opción de una reforma que no cambiaría la base misma de financiamiento y la estructura de incentivos del esquema entonces vigente.

La posibilidad de pasar a un esquema de beneficios definidos con acumulación de reservas financieras o, en otras palabras, venta de rentas vitalicias por parte de Compañías de Seguro

(1) Ver Arellano (1980) y Arellano (1981).

(2) Piñera, José: "Fundamentos de la Reforma Previsional", en Baeza y Manubens, eds. (1988).

de Vida (estatales o privadas), tampoco fue aceptada dado el alto riesgo - costo - para cumplir con los compromisos adquiridos. En el caso de gran parte de las economías latinoamericanas, incluyendo el caso de Chile al momento de la reforma, las variaciones en las tasas de interés a lo largo del tiempo, junto a la inexistencia de mercados financieros en los cuales se transen instrumentos con una madurez similar a las obligaciones de pensión y a la dificultad de anticipar variaciones en las expectativas de vida, obligan a operar a las compañías de seguros de vida con altos volúmenes de capital. Esto significa que los beneficiarios deben financiar un sistema de alto costo pagando comisiones elevadas, o asumiendo diferenciales en tasas de interés y primas. Este resultado se refuerza por la limitada competencia que se podría producir en un sistema con fuertes requerimientos de capital, y que no permita o dificulte el traspaso de los trabajadores de una institución administradora a otra.

Quedaba entonces la alternativa de un sistema de contribuciones definidas, con acumulación de reservas financieras (capitalización).

El sistema de capitalización de contribuciones definidas no tiene los problemas antes señalados, pues fija el monto de la contribución y no del beneficio, asociando la magnitud de este último a lo que resulte de los aportes recibidos más el retorno de las inversiones realizadas durante la vida activa. De esta manera, se supera el problema de exigir altos capitales para la operación de las instituciones administradoras, quienes no asumen compromiso patrimonial respecto a los beneficios; se facilita el traspaso de una institución a otra; se posibilita el ahorro voluntario como mecanismo para ajustar el monto de los beneficios a lo deseado por cada individuo, y se elimina el impacto de los cambios demográficos sobre las posibilidades de financiamiento.

Se optó, en consecuencia, por esta última alternativa, estableciendo una relación directa entre aporte y beneficio para cada trabajador. Esto significaba favorecer también la capitalización sobre una base individual antes que colectiva. En consecuencia con el mismo enfoque filosófico, se asignó al Estado una participación "subsidiaria" consistente en las responsabilidades de reglamentar y fiscalizar la operación del sistema y de garantizar la "solidaridad en la base" a través de una pensión mínima a la que tienen derecho los trabajadores que no puedan financiar una pensión de monto superior y cumplan con un mínimo de contribuciones durante su vida activa.

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

Una vez decididas las características básicas del nuevo sistema de pensiones, existían otra serie de opciones claves que podían dar lugar a esquemas muy diferentes en sus modalidades de operación (1).

Administración Privada

Se optó por un régimen de administración privada, luego de reconocerle al Estado un rol subsidiario en el sistema de pensiones. Esto significaba dejarle la responsabilidad de proveer las necesidades de los sectores más pobres a través de un uso adecuado de las herramientas tributarias y de subsidio, fijar el marco regulatorio para la acción privada y fiscalizar la correcta operación del sistema, pero sin comprometer directamente recursos fiscales en la administración de los distintos programas.

Se favoreció así la acción de entidades competitivas que comprometieron su propio patrimonio en la gestión, siendo éste el elemento clave que promovió la eficiencia.

Esta decisión se apoyó invocando la evidencia histórica, en este y otros campos, respecto a la ineficiencia asociada a la administración burocrática estatal, por la ausencia de incentivos adecuados.

Especialización en Beneficios

En el caso chileno se decidió limitar los beneficios que otorgaría el nuevo sistema exclusivamente a las pensiones por concepto de vejez, invalidez y sobrevivencia, y fijar un giro exclusivo a las instituciones que administrarían los fondos. Aparentemente, se pretendía así alcanzar tres objetivos: en primer lugar, garantizar la eficiencia administrativa del sistema; luego, no dejar espacio para que eventuales presiones de poderes políticos y sectoriales rompieran la equidad que se intentaba alcanzar, introduciendo otro tipo de programas, eventualmente discriminatorios y regresivos; y, tercero, permitir focalizar adecuadamente el gasto público en seguridad social hacia aquellos programas que se dirigen exclusivamente hacia grupos de trabajadores de menores ingresos.

Separación de A.F.P. y Fondo de Pensiones

Otra opción de importancia se refería a definir la responsabilidad de las entidades privadas en el nuevo sistema. Al respecto, se tomó la decisión de separar patrimonialmente cada Fondo de Pensiones de la A.F.P. que lo

(1) Ver Piñera, op.cit.

administra, de tal forma que la rentabilidad de los fondos acumulados por el trabajador fuese la resultante del proceso de inversión y no dependiera del resultado del negocio de administración propiamente tal. Esto significa, además, que se eliminó la posibilidad que el administrador garantice el retorno del Fondo, disminuyendo así los requisitos de capital necesario para participar en el negocio y fomentando la competencia. En concordancia con esta decisión, se asignó al Estado una responsabilidad principal en cuanto a fiscalizar la correcta administración de cada Fondo, dictándose reglas muy precisas de diversificación de inversiones para garantizar la seguridad de los recursos.

Sistema sustitutivo y no complementario

Se decidió que el nuevo sistema de pensiones sustituyera al régimen anterior de reparto básicamente por razones de eficiencia económica. En primer lugar, pues se concluyó que el sistema de capitalización permite financiar a menor costo mayores beneficios que el régimen de reparto. Aceptadas las ventajas de un sistema de capitalización, no se podía justificar el mantener un régimen de pensiones paralelo financiado a alto costo, con el único objeto de proveer un nivel básico de pensiones a los beneficiarios. Además de la duplicidad de costos de administración a nivel agregado que resultaría de la operación simultánea y permanente de dos regímenes de pensiones con su respectiva institucionalidad, uno de ellos generaría efectos redistributivos adversos por su efecto sobre el empleo, existiendo alternativamente la posibilidad de mantener un programa de pensiones mínimas para los trabajadores que efectivamente lo necesitaran, pero financiado en forma no regresiva. Por otra parte, los costos de administración de un sistema de capitalización obligatorio que sólo tenga carácter complementario, pueden ser demasiado altos en relación a los recursos que se captan pues existen economías a escala de importancia.

Finalmente, tampoco se puede descartar que, tras la decisión de construir un régimen sustituto, hubiese la intención de promover un ordenamiento financiero del régimen antiguo, obligando a éste a reconocer el total de deudas acumuladas con los contribuyentes y a constituir así, vía ahorro fiscal, las reservas necesarias para su financiamiento.

Seguros para el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia

Se optó también por financiar las pensiones por concepto de invalidez y sobrevivencia (viudez y orfandad) con un seguro colectivo, escogiéndose de esta forma la misma solución que prácticamente todos los regímenes previsionales conocidos. El autoseguro de este tipo de riesgo es una alternativa de alto costo para cualquier trabajador que, por lo tanto, no permite garantizar una cobertura adecuada.

Sin embargo, existía la opción de escoger un seguro colectivo sin reservas ("reparto"). Bajo esta modalidad, los siniestros se pagan período a período con las cotizaciones correspondientes de los trabajadores activos, mientras que según la opción que finalmente se implementó los siniestros se pagan con los recursos acumulados en los fondos de reserva.

Razones similares a las que llevaron a favorecer un régimen de capitalización para las pensiones de vejez, sirven para explicar la opción de seguro con reservas financieras para el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

Específicamente: la permeabilidad de un contrato intergeneracional a las presiones políticas; la dificultad para manejar un sistema con primas (cotizaciones) variables; y la necesidad de garantizar compromisos financieros de largo plazo.

En Noviembre de 1980 se publica la Ley de Reforma Previsional (D.L. 3.500), incorporando todos estos elementos al esquema de Seguridad Social en Chile, que pasó así a ser el primero en el mundo en definir un régimen de pensiones de carácter obligatorio basado en la capitalización individual con administración privada y competitiva.

Este sistema, cuyas principales características se presentarán en la sección siguiente, coexiste temporalmente con un sistema administrado por el Estado, que cancela los beneficios de aquellos trabajadores que ya estaban pensionados al momento de la reforma y recauda las cotizaciones de quienes decidieron no cambiarse al sistema de A.F.P.. Naturalmente, el tamaño del sistema estatal, que por ley no puede captar a quienes se van incorporando a la fuerza de trabajo, disminuye en el tiempo - hasta eventualmente desaparecer - a medida que envejece la población de actuales cotizantes y beneficiarios.

4.- SISTEMA DE CAPITALIZACION INDIVIDUAL: EL CASO CHILENO

4.1. Organización de la Seguridad Social en Chile

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

Estos programas se financian con aportes de los trabajadores (pensiones y salud), de las empresas (accidentes del trabajo), y con recursos fiscales en el caso de las asignaciones familiares, los subsidios, parte de los gastos médicos y de las pensiones mínimas.

El desarrollo de la seguridad social chilena ha seguido una tendencia hacia la "especialización" de las instituciones participantes en la administración de ciertos programas. Además, los distintos programas de seguridad social se han diferenciado entre aquellos que "sustituyen remuneraciones" - tal como los programas de pensiones, accidentes del trabajo y salud - y los "programas de ayuda", que corresponden a las pensiones asistenciales, atención de salud a extremadamente pobres, subsidios familiares, pensiones mínimas y subsidios de desempleo. La administración de los programas que "sustituyen remuneración" se ha dejado preferentemente a instituciones privadas - con y sin fines de lucro - financiadas a través de las cotizaciones pagadas por trabajadores o empleadores según sea el caso, mientras que la administración de los programas de ayuda se ha dejado a instituciones fiscales - o privadas sin fines de lucro - financiadas con aportes fiscales.

Esta forma de organización de la seguridad social - y las características de cada programa - reflejan una decisión en el sentido de utilizar sólo los "programas de ayuda" para efectos de alcanzar metas de redistribución de ingreso, y limitar los "programas sustituidores de remuneración" a cumplir con el objetivo de asegurar un ingreso a los trabajadores - y a sus familias - cuando pierdan capacidad de trabajo por vejez, invalidez, muerte o enfermedad. Aunque el análisis detallado de los programas de Seguridad Social en Chile está fuera del alcance del presente trabajo, resulta interesante advertir las aparentes ventajas de esta forma de organización para mejorar la eficiencia en la administración de los distintos beneficios

y para focalizar adecuadamente el gasto público en aquellos grupos en mayor estado de necesidad. En sentido contrario, se podría argumentar que la fragmentación en la administración de la seguridad social, impide lograr economías a escala y encarece la operación del sistema.

En el Cuadro # 2 se identifican los principales programas de seguridad social en Chile, el tipo de organización que los administra y su cobertura. Se advierten allí al menos dos excepciones a la forma general de organización antes reseñada. En primer lugar, en la administración de los programas de pensiones participa junto a las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.), una institución pública, el Instituto de Normalización Previsional (I.N.P.); y, en segundo lugar, se observa también participación estatal en la administración de los beneficios de Salud, a través del Fondo Nacional de Salud (Fonasa). La participación estatal en los programas de pensiones se explica pues la reforma previsional de 1980 dió libertad a los trabajadores que registraban cotizaciones en el sistema anterior para mantenerse en él y, además, el fisco retuvo la obligación de pagar los beneficios que ya se habían devengado. Es así como el I.N.P. aún paga la mayor parte de las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, y recauda cotizaciones de los trabajadores que no se cambiaron al sistema de A.F.P.. El Fonasa, por su parte, financia la atención médica de aquellos que no han comprado seguros de salud en las instituciones privadas (Isapres) ya sea por extrema pobreza, o por no encontrar programas que les parezcan satisfactorios y puedan financiar con sus niveles de renta.

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

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

El Ministerio de Salud administra los programas del Fondo Nacional de Salud y fiscaliza a las Isapres. El Ministerio del Trabajo y Previsión Social, a través de la Superintendencia de Seguridad Social (S.S.S.), coordina la acción del Instituto de Normalización Previsional y fiscaliza a las Cajas de Compensación y Mutuales. A través de la Superintendencia de A.F.P., este Ministerio vigila y controla a las Administradoras de Fondos de Pensiones. El Ministerio de Hacienda, a través de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S.), fiscaliza a las Compañías de Seguros de Vida y también a las A.F.P., cuando

C U A D R O N° 2

PROGRAMAS DE SEGURIDAD SOCIAL 1989

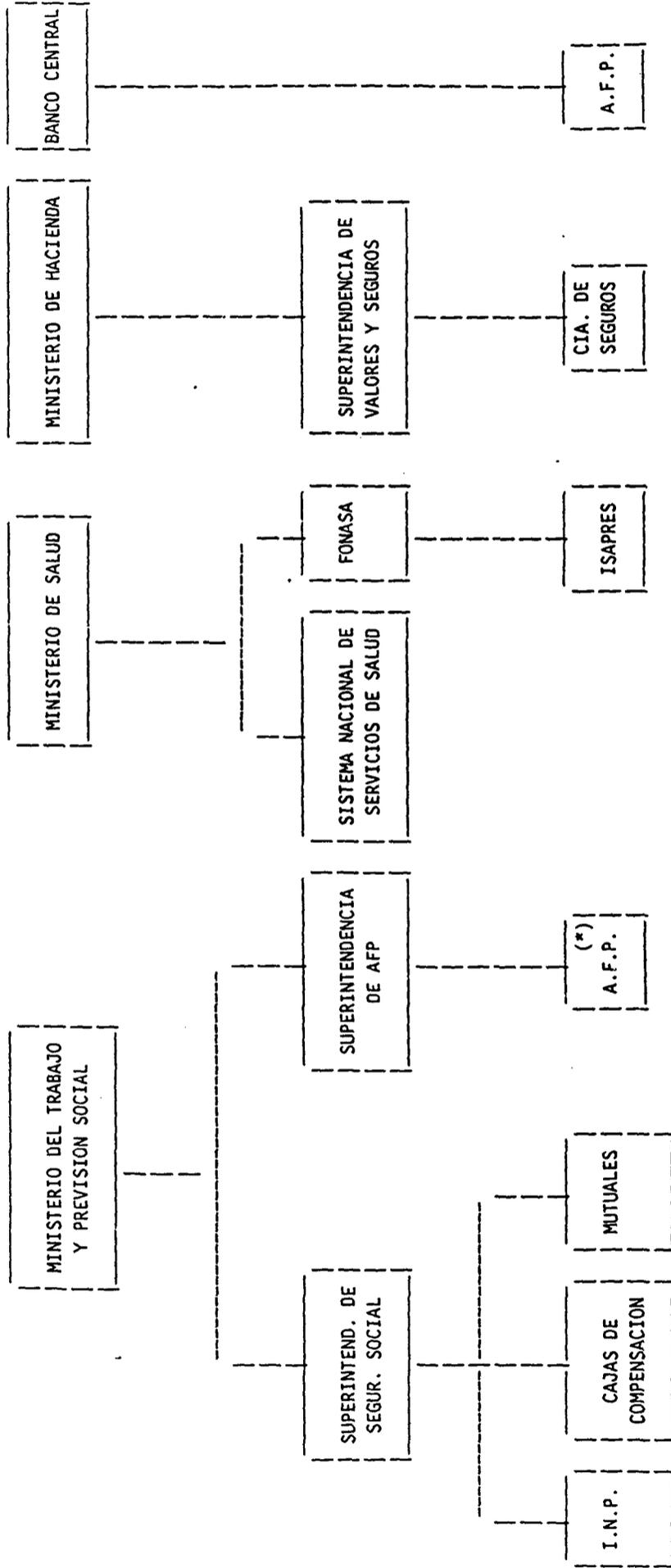
Programa	Entidad Administradora	Afiliados (miles)	Beneficiarios (miles)	Financiamiento	
				Trabajador	Empleado Fiscal (d)
Asignación Familiar	Cajas de Compensación I.de Normalización Previsional	1.600 a/ 1.010 b/c/	680 a/ 655 a/		+ +
Subsidio único familiar	Municipalidades Y I.de Normalización Previsional	-	888 c/		+
Pensiones	I.de Normalización Previsional A.F.P. y Cías. de Seg.	345 b/c/ 3.470	1.001 c/ 67 c/	23,2 13,4	
Pensiones asistenciales	Intendencia Regional Y I.de Normalización Previsional	-	290 c/		+
Pensión Mínima garantizada	Tesorería Gral.de la República	-			+
Accidentes del trabajo	Mutuales I.de Normalización Previsional	1.750 c/ 860 c/b/	27 c/	1,5 (d)	+
Enfermedad	Fonasa Isapres	2.030 a/b/ 570 a/b/		7% 7%	
Seguro de Desempleo	Cajas de Compensación I.de Normalización Previsional	1.600 c/ 1.010 c/	19 16		+ +

Fuente: Arellano, 1990, C.I.E.D.E.S. y elaboración propia.

- a/ Cifras a Diciembre 1988 en base a información de la S.S.S..
- b/ Cotizantes. Excluye FF.AA. y Carabineros.
- c/ Cifras provisionales a Diciembre 1989 en base a información de S.S.S., S.A.F.P.y C.I.E.D.E.S..
- d/ Estimación. Tasa depende de siniestralidad en cada empresa.

CUADRO Nº 3

ESTRUCTURA DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN CHILE



(*) Las A.F.P. quedan también sometidas a la fiscalización de la S.V.S. cuando son emisores de valores de oferta pública. La Comisión Clasificadora de Riesgos, organismo autónomo, debe aprobar los instrumentos en los cuales invierten los Fondos de Pensiones.

a las A.F.P., cuando éstas son emisoras de valores de oferta pública. De hecho, la S.V.S. fiscaliza a todos los emisores de instrumentos financieros de oferta pública y, por esta vía, contribuye a la fiscalización de las inversiones de los Fondos de Pensiones - responsabilidad que está radicada, sin embargo, en la S.A.F.P. - y completa su control sobre las inversiones de las Compañías de Seguros de Vida. El mismo Ministerio, a través de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (S.B.I.F.), fiscaliza el funcionamiento del mercado de capitales y las instituciones partícipes, contribuyendo así también por la vía indirecta, a la fiscalización de las inversiones de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros.

El Banco Central de Chile tiene la responsabilidad de: custodia física de los títulos representativos de las inversiones de los Fondos de Pensiones (aunque puede autorizar a otras instituciones para prestar este servicio); generar las instrucciones para la inversión del Encaje de las A.F.P.; fijar los límites máximos de inversión de los Fondos de Pensiones (sin embargo, la ley indica que instrumentos constituyen inversiones autorizadas, establece el valor mínimo que pueden tomar los límites fijados por el Banco Central y fija algunos límites máximos de inversión); y, calcular la tasa de interés de actualización necesaria para el cálculo de los capitales necesarios de cada afiliado que accede a pensiones de invalidez o sobrevivencia.

Por último, existe un organismo autónomo, la Comisión Clasificadora de Riesgos, con la responsabilidad de establecer la metodología de clasificación obligatoria para todas las inversiones de los Fondos de Pensiones y de aprobar los proyectos respectivos que las A.F.P. deben presentar mensualmente.

4.2.- Descripción del sistema de A.F.P.

Las principales características del sistema de pensiones implementado en Chile a partir de 1981 son: la existencia de contribuciones definidas y de beneficios variables que se financian con los aportes efectuados por cada trabajador y la rentabilidad obtenida en la inversión de dichos recursos (capitalización individual); la libertad para escoger institución administradora; la administración privada de los Fondos de Pensiones; y el rol subsidiario del Estado, que se expresa a través de la regulación y fiscalización del sistema y el pago de pensiones mínimas.

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

La administración del sistema es responsabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones, A.F.P., quienes cobran comisiones como retribución por esta labor. Parte de esta responsabilidad consiste en asegurar a los trabajadores contra el riesgo financiero de la invalidez y sobrevivencia e invertir los Fondos de Pensiones. Este proceso de inversión está estrictamente regulado con el objeto de ofrecer la máxima seguridad a los fondos de los trabajadores. Destaca el hecho que el Fondo de Pensiones y la A.F.P. están separados jurídicamente, de forma tal que un mal resultado en la gestión de la administradora no compromete al Fondo de Pensiones.

A continuación se analiza con más profundidad las principales características del sistema de A.F.P..

4.2.1. La Afiliación al nuevo sistema de pensiones

a) Condiciones para incorporarse al sistema de A.F.P.

El D.L. 3.500 de 1980 establece que todos los trabajadores dependientes tienen la obligación de incorporarse al régimen de A.F.P. Los trabajadores independientes pueden voluntariamente incorporarse, al igual que aquellos trabajadores que sean o hayan sido imponentes de alguna institución del régimen antiguo. Los miembros de las Fuerzas Armadas mantienen, sin embargo, su régimen de pensiones y no tienen obligación de adherirse al nuevo esquema.

El trabajador no puede estar afiliado a más de una A.F.P. o cotizar en ambos regímenes previsionales. Por regla general, todo trabajador que se cambie desde el sistema antiguo al nuevo, no puede revertir su decisión.

El trabajador escoge libremente la A.F.P. de su preferencia. No se autoriza la afiliación por grupo o por empresa. Las A.F.P. no pueden rechazar la solicitud de inscripción de ningún trabajador que lo solicite y éstos tienen total libertad para cambiarse de una a otra en cualquier momento. Sin embargo, el trámite de traspaso demora aproximadamente cuatro meses, lo que impide a un afiliado cambiarse de A.F.P. más de tres veces en el año.

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

b) Origen de las afiliaciones y traspasos entre A.F.P.

Los trabajadores se incorporan a una determinada A.F.P. concurriendo hasta algún lugar de atención al público, o a través de un agente de venta de la A.F.P. respectiva.

Los vendedores son remunerados por cada A.F.P. principalmente según la renta imponible del afiliado, por lo que concentran su acción comercial en aquellos segmentos de afiliados de mayores ingresos. Este hecho explica que menos de la mitad de las nuevas afiliaciones al sistema se materialice a través de vendedores (Ver Cuadro # 4), pues generalmente los trabajadores que se incorporan por primera vez a una A.F.P. carecen de experiencia laboral, y reciben rentas relativamente bajas.

Distinta es la situación de los traspasos de afiliados entre A.F.P.. Estas realizan importantes esfuerzos comerciales por ganar participación de mercado, especialmente en el segmento de afiliados con mayor renta. Esto significó que del total de movimientos de afiliados en el año 1989 un 54% correspondió exclusivamente a traspasos de afiliados entre una A.F.P. y otra (Ver Cuadro # 4), los que se materializaron en más de un 90% a través de un vendedor.

C U A D R O N° 4
MOVIMIENTOS DE AFILIADOS
(1989)

(1) Nuevas Afiliaciones al Sistema	269.463
- Locales	156.705
- Vendedores	112.758
(2) Traspasos entre A.F.P.	318.864
(3) Total Movimientos [(1) + (2)]	588.327
(4) Promedio Afiliados Año	3.326.923
(5) Movimientos/Promedio Afiliados [(3) / (4)]	17,7%
(6) Traspasos/Total Movimientos [(2) / (3)]	54,2%
(7) Traspasos/Promedio Afiliados [(2) / (4)]	9,6%

Fuente: S.A.F.P. y estimaciones propias.

4.2.2. Beneficios

El sistema de A.F.P. ofrece los beneficios de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, y administración de la cuenta de ahorro voluntario. Cada una de las pensiones tiene su propia forma de financiamiento y puede pagarse según tres modalidades distintas: Retiro Programado; Renta Vitalicia Inmediata; y, Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida (Ver Cuadro # 5).

a) Modalidades de Pensión

Retiro Programado. Al escoger esta modalidad de pensión, el trabajador mantiene su cuenta individual en la A.F.P. a la que estuviese afiliado, y retira anualmente (en mensualidades) la cantidad que resulte de dividir el "saldo acumulado" por el "capital necesario" para pagar una unidad de pensión al afiliado y, fallecido éste, a sus beneficiarios con derecho a pensión (viuda, hijos con derecho a pensión y padres en ausencia de los anteriores). Esta anualidad se expresa en U.F. y se recalcula cada doce meses.

El "saldo acumulado" es igual al total de cotizaciones pagadas (obligatorias y voluntarias), más los traspasos

C U A D R O N° 5

ALTERNATIVAS DE PENSION: CARACTERISTICAS PRINCIPALES

	ALTERNATIVAS DE PENSION		
	RETIRO PROGRAMADO	RENTA TEMPORAL CON RENTA VITALICIA DIFERIDA	RENTA VITALICIA
Administración de los Fondos	A.F.P.	A.F.P. Cía.de Seguros	Cía. de Seguros
Posibilidad de cambiar modalidad de Pensión	Permanente	Se puede adelantar renta vitalicia	No existe
Monto Pensión	Variable cada año	Variable y luego Fijo	Fijo
Propiedad Fondos	Afiliado	Afiliado Cía.de Seguros	Cía. de Seguros
Unidad de Reajuste	U.F.	U.F.	U.F.

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. 3.500.

desde la cuenta de ahorro individual, más la rentabilidad de las inversiones, más el monto del Bono de Reconocimiento, más el aporte adicional de la A.F.P., en el caso de las pensiones de invalidez y sobrevivencia (1), menos el costo de las comisiones pagadas con recursos del fondo.

Por su parte, el "capital necesario" depende de la expectativa de vida del grupo familiar y de una tasa de descuento que se fija en base a la rentabilidad real promedio del Fondo de Pensiones y la tasa de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas de acuerdo al D.L. 3.500.

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

Renta Vitalicia. Los afiliados pueden contratar el pago de la pensión con una Compañía de Seguros de Vida que eligen libremente, la que se compromete a pagarles una renta mensual hasta su fallecimiento y, posteriormente, a pagar pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios. El monto de la renta mensual que se pacte deberá ser constante en el tiempo y estar expresado en unidades reajustables (U.F.). Una vez que el afiliado ha suscrito el contrato respectivo, que es irrevocable, la A.F.P. debe traspasar a la Compañía de Seguros los fondos de la cuenta individual que sean necesarios para pagar la prima correspondiente.

No se puede optar por la modalidad de renta vitalicia cuando ésta es inferior a la pensión mínima. Por otra parte, si la renta vitalicia contratada es superior al 120% de la pensión mínima garantizada por el Estado, y al 70% de la remuneración imponible promedio mensual de los últimos diez años, el afiliado puede disponer libremente del excedente que quedare en la cuenta de capitalización luego de cancelar la prima.

En caso de elegir esta modalidad, se pierde la propiedad de los fondos traspasados a la Compañía de Seguros elegida, por lo que no se genera herencia.

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

(1) Ver letra b) Aporte Adicional.

La renta vitalicia que ofrece la Compañía de Seguros depende de la tasa de interés implícita a la cual está dispuesta a recibir los fondos que se le traspasan. Además, en el caso de la pensión de vejez anticipada (1), es importante también la tasa a la cual se reciba el Bono de Reconocimiento, pues este instrumento no se puede liquidar sino hasta que el afiliado cumpla la edad legal (60 años las mujeres y 65 años los hombres). Las Compañías de Seguro compiten activamente a través de estos parámetros.

Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida. Esta modalidad de pensión fue incorporada a partir del año 1988 con el objeto de permitir a los trabajadores que desearan optar por el retiro programado, cubrirse del riesgo financiero de la longevidad. Al optar por una Renta Temporal, el afiliado contrata con una Compañía de Seguros de Vida el pago de una renta mensual fija en unidades reajustables a contar de una fecha futura posterior al momento que se pensiona, y que se fija en el contrato. Durante el tiempo que pasa desde la fecha que solicita esta modalidad y la fecha en que comienza a recibir la renta vitalicia, el pensionado recibe mensualmente una pensión financiada con fondos que se retienen en la cuenta de capitalización de la A.F.P. especialmente para este propósito. Esta pensión temporal se calcula de una forma similar a la usada para estimar los retiros programados.

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

b) Financiamiento de las Pensiones

El D.L. 3.500 establece que las pensiones se financian con el saldo acumulado en la cuenta individual de cada afiliado. El "saldo acumulado" es igual al "capital acumulado" por el trabajador en su cuenta individual, más el Bono de Reconocimiento, más los traspasos que el afiliado realice desde su cuenta de ahorro voluntario, más el aporte adicional que la A.F.P. debe hacer cuando se trata de casos de invalidez y sobrevivencia, y que financia con un seguro que contrata con alguna Compañía de Seguros de Vida. Por último, el "capital acumulado" en la cuenta individual es igual a: la suma de cotizaciones pagadas durante toda su vida activa, más la rentabilidad obtenida por la inversión de esos recursos, menos las comisiones cobradas por la A.F.P. con cargo al fondo (2) (Ver Cuadro N° 6).

Cotizaciones. Todo trabajador dependiente cotiza mensualmente el 10% de su remuneración imponible, hasta un tope de 60 U.F., en la A.F.P. donde esté afiliado. Esta cotización es de cargo del propio trabajador, pero el empleador la retiene y la paga directamente a la A.F.P. que corresponda. El trabajador independiente cotiza (optativo)

(1) Ver más adelante en esta misma sección.

(2) Comisión fija; Comisión por traspaso desde otra A.F.P.; Comisión porcentual sobre el saldo (hasta 1987).

C U A D R O N° 6

FINANCIAMIENTO DE LAS PENSIONES

<u>PENSIONES DE VEJEZ</u>	<u>PENSIONES DE INVALIDEZ Y SOBREVIVENCIA</u>
+ Capital Acumulado	+ Capital Acumulado
+ Cotizaciones (Obligatorias y Voluntarias)	+ Cotizaciones (Obligatorias y Voluntarias)
+ Rentabilidad inversiones	+ Rentabilidad
- Comisiones	- Comisiones
+ Bono de Reconocimiento	+ Bono de Reconocimiento
+ Traspasos desde la cuenta de ahorro voluntario	+ Traspasos desde la cuenta de ahorro voluntario
	+ Aporte Adicional (Financiado con Seguro)

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. 3.500.

directamente en la A.F.P. el mismo 10% sobre la renta declarada.

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

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

Bono de Reconocimiento. El Bono de Reconocimiento es un instrumento expresado en dinero, emitido por las instituciones de previsión del régimen antiguo, por un valor estimativo del monto actualizado de cotizaciones pagadas a ellas por los afiliados que se traspasaron al sistema de A.F.P.

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

Aporte Adicional. El aporte adicional es el monto, expresado en U.F., que resulta de la diferencia entre el capital necesario para financiar las pensiones de referencia y la suma del capital acumulado por el afiliado en su cuenta individual, y el Bono de Reconocimiento, a la fecha en que el afiliado fallece o se dictamina la invalidez.

Este aporte es responsabilidad de la A.F.P. respectiva que, para garantizar su pago, debe contratar un seguro que lo cubra con alguna Compañía de Seguros de Vida. La A.F.P. financia la prima de este seguro con parte de lo que recauda por concepto de comisión porcentual sobre la renta imponible(1).

(1) Ver punto 4.2.3. letra b).

Una vez enterado el aporte adicional en la cuenta del afiliado, queda constituido el total del saldo acumulado, y éste puede optar por la modalidad de pensión que desee. En caso que seleccione una Renta Vitalicia, firmará el contrato respectivo con la Compañía de Seguros elegida, que puede ser la misma con la cual la A.F.P. tenga el contrato para cubrir los riesgos de aporte adicional.

El aporte adicional fue incorporado como fuente de financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia en 1988. Con anterioridad a esa fecha, una vez producido el siniestro, la A.F.P. traspasaba a la Compañía de Seguros de Vida con la que tuviese el contrato respectivo, el capital acumulado en la cuenta individual del trabajador que se invalidaba o fallecía - incluyendo el valor del Bono de Reconocimiento ya liquidado - para que esta misma Compañía pagara la pensión correspondiente. Ese procedimiento se cambió, obligándose a la Compañía de Seguros de Vida a hacer el aporte en la A.F.P., para que el afiliado tuviese así libertad de escoger posteriormente aquella que le ofreciera mejores condiciones. Sin embargo, la Compañía con la cual la A.F.P. tiene el contrato respectivo tiene la obligación de ofrecer como mínimo las pensiones de referencia que fija la ley.

c) Tipos de Beneficios

c.1. Pensión de Vejez

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

No se aplica ningún otro requisito distinto a la edad, como, por ejemplo, mínimo de cotizaciones o antigüedad en el sistema, para tener derecho a este beneficio, simpleza que se justifica pues la pensión se financia con los propios aportes capitalizados del trabajador. En base al mismo principio, no existe impedimento alguno para que un individuo que recibe una pensión del sistema antiguo y que ha vuelto a trabajar, pague cotizaciones en alguna A.F.P. y llegue a obtener una segunda pensión.

Aunque los requisitos que se debe cumplir para obtener una pensión de vejez son simples, el proceso de tramitación de solicitud de pensión es engorroso y se ha traducido, en la práctica, en una demora promedio superior a los tres meses - existiendo casos que se tramitan por más de nueve meses - en otorgar efectivamente el beneficio desde que éste se solicita (Ver Cuadro # 7). Este problema se ha resuelto recientemente (Octubre 1990) a través del cálculo de una pensión preliminar que se comienza a pagar en un plazo

C U A D R O N° 7

TIEMPO PARA OBTENER PENSION
(Marzo 1990)

<u>PENSION</u>	<u>TIEMPO PROMEDIO (*)</u> (Meses)
Vejez por Edad	3,06
Vejez Anticipada	9,68
Invalidez	7,90
Sobrevivencia	8,64

* Recientes medidas adoptadas por la S.A.F.P. (Octubre 1990), han acelerado significativamente el pago de pensiones.
FUENTE: Elaboración propia en base a información de A.F.P. Habitat.

aproximado de diez días desde que se presenta la solicitud, con el saldo que el trabajador posee en su cuenta. Con ello el trabajador dispone de una fuente de ingresos mientras se finalizan los trámites de la pensión definitiva.

Monto de la Pensión. El monto de la pensión de vejez depende del saldo acumulado por el afiliado en su cuenta de capitalización individual, de la expectativa de vida del grupo familiar (calculado en base a tablas de mortalidad y expectativas de vida establecidas por el Instituto Nacional de Estadísticas) y de una tasa de descuento. Bajo la modalidad de retiro programado el monto de la pensión se recalcula todos los años en función de los parámetros señalados, utilizando como tasa de descuento un promedio ponderado entre la rentabilidad de las inversiones del Fondo respectivo y la tasa de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas según el D.L. 3.500. En caso de optar por una renta vitalicia, el trabajador recibe una pensión fija hasta su fallecimiento.

c.2. Pensión de vejez anticipada.

La ley permite anticipar la pensión de vejez siempre que se cumplan algunos requisitos:

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

La opción de jubilación anticipada ha estado abierta en la práctica a un número limitado de trabajadores, y principalmente bajo la modalidad de renta vitalicia. Esto se debe a que hasta Marzo de 1990 las A.F.P. sólo podían considerar el Bono de Reconocimiento como parte del capital acumulado para efectos de calcular la pensión de retiro programado, en el momento que este instrumento se liquidaba.

En consecuencia, resultaba muy difícil que un afiliado lograra financiar una pensión de retiro programado superior al 50% de la renta imponible promedio, exclusivamente con las cotizaciones capitalizadas que había acumulado en el nuevo sistema durante un máximo de nueve años (1981-1990).

Por otra parte, la posibilidad de obtener una renta vitalicia de monto superior al mínimo establecido en la ley, depende del valor al cual la Compañía de Seguros esté dispuesta a aceptar el Bono de Reconocimiento.

Como las tasas de retorno implícitas en otros instrumentos de renta fija que pueden ser objeto de inversión de las Compañías de Seguro superan por dos o tres puntos el 4% al que se capitaliza el Bono de Reconocimiento, el afiliado debe aceptar un fuerte castigo en su valor si desea transferirlo, junto a su saldo acumulado, a una Compañía de Seguros, lo que naturalmente disminuye el monto de la pensión que puede financiar.

La posibilidad de traspasar el bono por simple endoso (sólo autorizado a partir de 1990) debería facilitar la opción de pensión anticipada, especialmente bajo la modalidad de retiro programado.

c.3. Pensión de Invalidez

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

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

La alternativa de invalidez parcial comenzó a operar en el mes de Agosto de 1990. Antes de esa fecha los afiliados sólo tenían acceso al beneficio de pensión por invalidez total.

Monto de la pensión de invalidez. En el caso de los trabajadores dependientes la Ley distingue entre afiliados que estaban trabajando al momento de invalidarse y quienes estaban cesantes, y fija distintos montos para las pensiones de invalidez total y parcial. En el Cuadro # 8 se indican las pensiones de referencia para cada caso particular.

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

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

C U A D R O N° 8
MONTO PENSION INVALIDEZ

<u>TIPO DE AFILIADO</u>	<u>MONTO PENSION (*)</u>
<u>Cotizante</u>	
Invalidez Total	70% Ingreso Base
Invalidez Parcial	50% Ingreso Base
<u>Cesantes con Derecho a Seguro(**)</u>	
Invalidez Total	50% Ingreso Base
Invalidez Parcial	35% Ingreso Base
<u>Cesantes e Independientes</u> <u>sin derecho a seguro</u>	
Invalidez Total	Depende del Saldo acumulado en la cuen ta individual (no hay aporte de la Compa- ñía de Seguros).
Invalidez Parcial	

(*) Ingreso Base es igual al promedio mensual de las rentas imponibles de los últimos diez años ajustadas por inflación e incluyendo los meses no cotizados. En el caso de trabajadores con menos años de afiliación, se calcula en base al período efectivamente afiliado con un mínimo de dos años.

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

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. N° 3.500

En todos los casos anteriores, la Compañía de Seguros entera en la cuenta individual del trabajador el aporte adicional que sea necesario para pagar las respectivas pensiones. Una vez efectuado este aporte, el trabajador decide la modalidad de pensión que prefiere.

Por último, el monto de la pensión de trabajadores dependientes con un período de cesantía superior a doce meses y de trabajadores independientes que no se encuentren cotizando al momento de ocurrir la invalidez, depende del saldo que tengan acumulado en su cuenta individual, sin que tengan derecho a ningún aporte de la Compañía de Seguros.

Calificación de Invalidez. La invalidez es calificada por una Comisión de médicos que funciona en cada región del país, y que depende de la S.A.F.P.. Los dictámenes de estas comisiones pueden ser apelados por el afiliado, la A.F.P., o la Compañía de Seguros con la cual se tenga contratada la prima respectiva, ante una Comisión Médica Central formada por tres médicos y dependiente de la misma S.A.F.P..

Previo a la incorporación del beneficio de invalidez parcial en 1990, los dictámenes de invalidez eran definitivos. Sin embargo, actualmente se establece que dichos dictámenes serán revisados luego de tres años, pudiendo quedar sin efecto en caso que se haya producido recuperación en el trabajador. Este cambio, que se hizo operativo desde Agosto de 1990, merece algunas críticas. En primer lugar, puede perjudicar a trabajadores que después de estar tres años sin trabajar pierdan el derecho a pensión y deban reincorporarse a la fuerza de trabajo en condiciones sumamente desventajosas. En segundo lugar, y contra el efecto esperado, no induce rehabilitación, pues si el trabajador recupera la capacidad de trabajo perderá el beneficio.

La falta de normas estandarizadas para calificar cada solicitud de invalidez y las dificultades de los afiliados para llegar a presentar sus casos ante las comisiones respectivas, han sido los principales problemas del funcionamiento de las Comisiones Médicas durante estos años. La situación ha mejorado luego que se obligó a las A.F.P. a financiar los gastos de las Comisiones Médicas, y que se han ido perfeccionando y estandarizando los criterios médicos para decidir la invalidez con la experiencia acumulada.

Las dificultades del proceso de calificación de invalidez han incidido también en la demora con que se paga el beneficio luego que éste se solicita. Tal como se muestra en el Cuadro # 7, transcurren en promedio ocho meses antes que un afiliado reciba su primer pago de pensión, lapso que se explica tanto por las ineficiencias

recién comentadas, como por la demora en la liquidación del Bono de Reconocimiento (cuyo valor es revisado por la entidad fiscal responsable antes de pagarlo) y por el tiempo que toman las Compañías de Seguro en analizar todos los antecedentes necesarios para el cálculo del pago que deben hacer a la A.F.P. respectiva. Al igual que en las pensiones de vejez, los pagos de pensión de invalidez se han acelerado desde Octubre de 1990 con el cálculo de pensiones preliminares efectuados una vez que se ha decretado la invalidez.

c.4. Pensiones de Sobrevivencia

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

Existe también demoras en pagar la pensión de sobrevivencia (Ver Cuadro # 7) que se explican tanto, en el caso de afiliados fallecidos no pensionados, por la revisión del valor del Bono de Reconocimiento que hace la entidad fiscal responsable (Instituto de Normalización Previsional), como por las dificultades para calificar a todos los beneficiarios con y sin derecho a pensión.

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

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

La Compañía de Seguros debe efectuar el aporte adicional a la cuenta del afiliado que sea necesario para pagar las respectivas pensiones. Sin embargo, en el caso de afiliados dependientes con un período de cesantía superior a doce meses y de afiliados independientes que

no estaban cotizando al momento de ocurrir el siniestro, el monto de las pensiones de sobrevivencia de sus beneficiarios se calcula en base al saldo acumulado en la cuenta del afiliado, sin que tengan derecho a ningún aporte de la Compañía de Seguros.

Las pensiones de sobrevivencia generadas por afiliados pensionados por invalidez y vejez que fallecen estando recibiendo una renta vitalicia, se calculan sobre la base de la pensión recibida, aplicando los mismos porcentajes que corresponden al ingreso cubierto por el seguro.

Por último, los trabajadores inválidos o pensionados por vejez acogidos a la modalidad de retiro programado dan origen a pensiones de sobrevivencia que dependen del saldo acumulado en la cuenta.

En el Cuadro # 9, se indican las pensiones correspondientes a cada tipo de beneficiario como porcentaje del ingreso base y del ingreso cubierto por el seguro. A éstas hay que sumar un beneficio para los familiares del afiliado fallecido, quienes tienen derecho a retirar de la cuenta individual una cantidad igual a UF 15 por concepto de cuota mortuoria.

c.5. Ahorro Voluntario.

A partir de 1988 se autorizó a los afiliados a las A.F.P. para efectuar depósitos voluntarios que no tienen el carácter de cotizaciones previsionales, y que se abonan en una cuenta especial a su nombre.

Estos depósitos se pueden hacer directamente en la A.F.P. respectiva o mediante descuentos por planilla. En este último caso, el trabajador da un mandato a su empleador para que retenga el monto o la proporción de la remuneración que indique, y la deposite mensualmente en la cuenta de ahorro voluntario, simultáneamente con el pago de la cotización previsional obligatoria a la cuenta de capitalización.

Los afiliados independientes depositan directamente en esta cuenta y están autorizados - desde fines de 1988 - para dar un mandato a la A.F.P. que permita a esta traspasar mensualmente fondos desde su cuenta de ahorro voluntario a su cuenta de capitalización individual con el fin de cubrir la cotización para pensiones, y también pagar otras cotizaciones previsionales que corresponda (por ejemplo, salud).

Se autoriza hasta cuatro retiros anuales de libre disposición desde la cuenta de ahorro voluntario, sin limitaciones de monto. Los traspasos hacia la cuenta de capitalización no se incluyen para el límite de cuatro retiros anuales.

C U A D R O N° 9

MONTO PENSION SOBREVIVENCIA (*)

<u>BENEFICIARIO</u>	<u>PORCENTAJE DEL INGRESO BASE CUBIERTO POR EL SEGURO</u>	<u>MONTO PENSION</u>	
		<u>AFILIADO COTIZANTE</u>	<u>AFILIADO CESANTE CON DERECHO A SEGURO</u>
- Cónyuge con hijos con derecho a pensión	50%	35% Ingreso Base	25% Ingreso Base
- Cónyuge sin hijos con derecho a pensión	60%	42% Ingreso Base	30% Ingreso Base
- Hijos con derecho a pensión	15%	10,5% Ingreso Base	7,5% Ingreso Base
- Madre de hijos naturales con derecho a pensión	30%	21% Ingreso Base	15% Ingreso Base
- Madre de hijos naturales sin hijos con derecho a pensión	36%	25% Ingreso Base	18% Ingreso Base
- Padres con derecho a pensión	50%	35% Ingreso Base	25% Ingreso Base

(*) Ingreso Base es igual al promedio mensual de las rentas imponibles de los últimos diez años, ajustadas por inflación e incluyendo los meses no cotizados. En el caso de trabajadores con menos años de afiliación, se calcula en base al período efectivamente afiliado con un mínimo de dos años. Ingreso cubierto por el seguro es igual al 70% del ingreso base en caso de afiliados cotizantes y 50% del ingreso base en caso de afiliados cesantes. Las pensiones de sobrevivencia generadas por pensionados de vejez e invalidez acogidos a renta vitalicia se calculan como porcentaje de la pensión recibida.

En los casos de afiliados cesantes e independientes sin derecho a seguro y de afiliados pensionados por invalidez o vejez acogidos a retiro programado, los montos de las pensiones de sobrevivencia dependen del saldo acumulado en la cuenta individual. En todo caso, las pensiones de los beneficiarios deben guardar las mismas relaciones establecidas en el cuadro.

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. N° 3.500.

Esta cuenta fue concebida como un instrumento de ahorro sistemático para trabajadores de bajo nivel de ingresos, grupo que generalmente tiene acceso limitado a las formas más tradicionales de ahorro financiero por los altos costos de transacción en relación a su bajo monto de ahorro potencial. Se pensaba, además, que este ahorro sistemático permitiría aumentar el monto de la pensión futura o adelantar la edad de jubilación. Por esta razón, se autorizó también a los afiliados para que traspasaren todo o parte de los fondos de su cuenta de ahorro voluntario a su cuenta de capitalización individual.

En Marzo de 1990 se introdujo una modificación a la Cuenta de Ahorro Voluntario, permitiendo que los saldos acumulados en éstas se acrediten como ahorro previo para efectos de postular a los subsidios de vivienda que ofrece el Ministerio de Vivienda. Este cambio, que se hará efectivo tan pronto se apruebe una modificación reglamentaria, aunque efectivamente puede dar un estímulo importante al ahorro para vivienda, seguramente significará aumentos de costos de administración para las A.F.P..

Para efectos de su inversión, los recursos de ahorro voluntario se consolidan con el Fondo de Pensiones respectivo y se invierten siguiendo las mismas pautas de éstos.

4.2.3. Administración del sistema privado de pensiones

a) Las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.)

Giro. Las A.F.P. son Sociedades Anónimas cuyo giro exclusivo es administrar sólo un Fondo de Pensiones y otorgar las prestaciones y beneficios que establece el D.L. 3.500. La Ley exige a las A.F.P. tener un capital mínimo que depende del número de afiliados (Ver Cuadro # 10) y, además, mantener un fondo, denominado Encaje, que debe ser como mínimo igual al 1% del Fondo de Pensiones (1). No existen otras restricciones de importancia para formar una A.F.P..

Las A.F.P. pueden pagar pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia; recaudar las cotizaciones correspondientes; administrar las Cuentas Individuales de los trabajadores; invertir los Fondos de Pensiones; tramitar la obtención del Bono de Reconocimiento y administrar cuentas de ahorro voluntario. Se permite también que ciertas Administradoras (las que cumplan una condición de patrimonio mínimo) presten a otras A.F.P. los servicios

(1) Ver letra c.4. del punto 4.2.4.

C U A D R O N° 10

CARACTERISTICAS DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (A.F.P.)

Tipo de Sociedad	:	Sociedad Anónima.										
Giro	:	Pago de Pensiones; Recaudación de cotizaciones; Administración de Cuentas Individuales e Inversión de Fondo de Pensiones; Administración de Cuentas de Ahorro Voluntario; Tramitación de Bono de Reconocimiento.										
Patrimonio Mínimo	:	Según número de Afiliados. <table><thead><tr><th>Afiliados</th><th>Patrimonio Mínimo *</th></tr></thead><tbody><tr><td>0 - 4.999</td><td>: UF 5.000.-</td></tr><tr><td>5.000 - 7.499</td><td>: UF 10.000.-</td></tr><tr><td>7.500 - 9.999</td><td>: UF 15.000.-</td></tr><tr><td>10.000 -</td><td>: UF 20.000.-</td></tr></tbody></table>	Afiliados	Patrimonio Mínimo *	0 - 4.999	: UF 5.000.-	5.000 - 7.499	: UF 10.000.-	7.500 - 9.999	: UF 15.000.-	10.000 -	: UF 20.000.-
Afiliados	Patrimonio Mínimo *											
0 - 4.999	: UF 5.000.-											
5.000 - 7.499	: UF 10.000.-											
7.500 - 9.999	: UF 15.000.-											
10.000 -	: UF 20.000.-											
Regulación	:	Debe mantener Encaje igual o superior al 1% del Fondo de Pensiones. Sujetas a lo dispuesto en el DL. 3.500 y sus Reglamentos. Inversiones sujetas a regulación parcial por parte del Ban- co Central y la Comisión Clasificadora de Riesgos. Fiscalizadas por la S.A.F.P. y la S.V.S.										

(*) Valor UF al 31 de Octubre de 1990: \$ 6.649,54
Fuente: Elaboración propia.

de recaudación, administración de cuentas individuales e inversión del Fondo de Pensiones, aunque hasta la fecha no se ha firmado ningún contrato de este tipo.

Separación Patrimonial. La Ley establece la completa separación entre el Fondo de Pensiones y la Sociedad Administradora (A.F.P.). Esta última debe llevar una contabilidad separada del Fondo de Pensiones que administra, fondo que, a su vez, es un patrimonio independiente y distinto al de la A.F.P. De esta manera, una eventual falencia de la Sociedad Administradora no afecta al fondo que ésta administra, cuyos afiliados deberán, en ese caso, traspasar sus fondos a otra entidad.

b) Ingresos de las A.F.P.

Los ingresos de las A.F.P. provienen fundamentalmente del cobro de comisiones a sus afiliados (90% de los ingresos totales en 1989). Adicionalmente, reciben ingresos de la inversión del Encaje y de la Reserva Prima y de fuentes no operacionales. Los recursos de la Reserva Prima están destinados al pago del seguro de invalidez y sobrevivencia a las Compañías de Seguros de Vida y, por lo tanto, permanecen en forma transitoria en la A.F.P..

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

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

Pueden estar sujeto a cobro de comisiones el depósito de las cotizaciones y la transferencia del saldo de la cuenta desde una A.F.P. a otra (sólo puede cobrar la A.F.P. que recibe los fondos). Además, las A.F.P. pueden cobrar por concepto de retiros para pensión y desde la cuenta de ahorro voluntario. Aunque la ley no fija el monto de las comisiones, si establece las bases sobre las cuales éstas se pueden cobrar:

- Comisión por depósitos periódicos : Porcentaje de renta imponible y/o suma fija.

Las administradoras incurren también en costos propios de la administración de las cuentas individuales (incluyendo aquí la recaudación de cotizaciones, abono de cuentas, información al afiliado, pago de pensiones y administración del fondo), donde el ítem más importante es el pago de remuneraciones, seguido de los gastos de administración propiamente tal y de los gastos de computación.

Dada la competencia existente en el mercado de A.F.P., las administradoras asumen también gastos en esfuerzos comerciales para atraer nuevos afiliados, donde una fracción importante corresponde a las remuneraciones de los vendedores. El resto se destina a gastos de comercialización, tales como publicidad en medios de prensa, folletos y artículos promocionales, seminarios y charlas.

4.2.4. Inversión de los Fondos de Pensiones

El Fondo de Pensiones que administra cada A.F.P. está formado por la suma de los saldos de las cuentas de capitalización individual más la suma de los saldos de las cuentas de ahorro voluntario. El valor de cada fondo se expresa en "cuotas", con un valor unitario. El valor de la cuota cambia diariamente de acuerdo a los resultados que obtenga la A.F.P. respectiva en la inversión del Fondo de Pensiones: reajustes; intereses; dividendos y ganancias de capital. El número total de cuotas cambia cuando se depositan cotizaciones, se pagan pensiones, se traspasan los fondos a otra A.F.P. o Compañía de Seguros, o se pagan comisiones financiadas con los recursos del Fondo de Pensiones.

a) Reglas de Inversión de los Fondos de Pensiones

Los Fondos de Pensiones pueden invertirse exclusivamente en instrumentos financieros autorizados por ley. Las normas legales establecen distintos mecanismos de protección de los fondos acumulados que quitan grados de libertad a la gestión de sus administradores y que tienen como objetivo limitar el riesgo, buscar transparencia en las operaciones y facilitar la fiscalización. Entre estas normas destacan: la diversificación por instrumento y emisor; la clasificación de riesgo de los títulos que pueden ser adquiridos por los Fondos; la obligación de efectuar las transacciones en mercados autorizados; la valorización estandarizada de las inversiones; y, la separación entre Fondo de Pensiones y A.F.P..

Adicionalmente, la ley protege al trabajador de un desempeño ineficiente de su A.F.P. en la inversión del Fondo, exigiéndole una rentabilidad mínima relativa a la rentabilidad promedio de todos los Fondos, frente a la cual tienen que responder los dueños de la A.F.P. con sus propios recursos en caso de ser necesario.

Sólo existen límites máximos, y no mínimos, de inversión por instrumento o por emisor. Los límites los fija el Banco Central, existiendo, sin embargo, algunos parámetros que son establecidos por el mismo D.L. 3.500 y por la Comisión Clasificadora de Riesgos.

- a.1. Límites de Inversión por tipo de Instrumento. En el Cuadro # 11 se muestran los límites de inversión por instrumento actualmente vigentes para los Fondos de Pensiones. La normativa que establece límites de inversión ha experimentado numerosos cambios durante estos años, abriendo cada vez más oportunidades a los Fondos de Pensiones, para evitar que el rápido crecimiento en el total de recursos acumulados agotara los límites originales y provocara una excesiva concentración de estos Fondos en pocos instrumentos. Los cambios han sido graduados para garantizar que los mercados financieros alcanzaran el grado de profundidad y eficiencia suficientes para garantizar una adecuada intermediación de los recursos previsionales y para asegurar también que las A.F.P. acumularan experiencia en la administración de estos recursos.

Actualmente los Fondos de Pensiones están autorizados a invertir virtualmente en todos los activos financieros disponibles en el mercado de capitales chileno, con la excepción de acciones de A.F.P., Compañías de Seguros, Administradoras de Fondos de Inversión y Administradora de Fondos Mutuos, y cuotas de Fondos Mutuos.

- a.2. Límites por Emisor. En el Cuadro # 12 se resumen los límites de inversión en instrumentos emitidos por cada emisor que deben respetar los Fondos de Pensiones. Estos límites dependen del tamaño del fondo inversionista, del patrimonio del emisor, y de la clasificación de riesgo del instrumento respectivo. En el caso de las acciones, se ha establecido también un límite por emisor que depende del grado de concentración de su propiedad, distinguiéndose dos tipos de empresas: aquellas en las cuales ningún accionista (o grupo de accionistas relacionados) concentra más del 50% de participación, y las que tienen concentración de propiedad superior al 50%.

En el primer caso, se establece un límite de inversión que es función decreciente del grado de concentración; y en el segundo caso un límite máximo igual al 1% de las acciones del emisor o 1% del fondo de pensiones, según cual cantidad resulte menor (Ver Cuadro # 13).

Esta forma de fijar los límites de inversión en acciones ha generado algunos problemas de importancia, pues permite que los Fondos de Pensiones de menor tamaño relativo destinen una mayor proporción de su portfolio a

C U A D R O N° 11

FONDOS DE PENSIONES: LIMITES DE INVERSION

<u>LIMITES POR INSTRUMENTO</u>	<u>% FONDO DE PENSIONES</u>
1.- INSTRUMENTOS ESTATALES	45%
2.- LETRAS HIPOTECARIAS	80%
3.- DEPOSITOS A PLAZO, TITULOS REPRESENTATIVOS DE CAPTACIONES O GARANTIZADOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS	50%
- DE CORTO PLAZO(MENOS DE UN AÑO)	30%
4.- BONOS DE EMPRESAS PUBLICAS Y PRIVADAS	50%
5.- CUOTAS DE OTROS FONDOS DE PENSIONES	20%
6.- ACCIONES DE SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS (SUMA DE a+b+c)	30%
a.- SOCIEDADES PROPIEDAD DESCONCENTRADA	30%
b.- SOCIEDADES INMOBILIARIAS	10%
c.- SOCIEDADES CON PROPIEDAD CONCENTRADA	10%
7.- CUOTAS DE FONDOS DE INVERSION (1)	10%
8.- EFECTOS DE COMERCIO	10%
9.- INSTRUMENTOS FINANCIEROS EMITIDOS EN EL EXTRANJERO	10% (1)(2)

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. 3.500.

- (1) Para que esta autorización se haga efectiva, falta la aprobación del reglamento.
- (2) Durante 1990 el límite es igual a 1%. Cada año se aumenta el límite en un punto porcentual, hasta el quinto año, cuando se establece el 10% señalado.

C U A D R O N° 12

FONDOS DE PENSIONES: LIMITES DE INVERSION POR EMISOR (*)

INSTITUCIONES DEL ESTADO	- 45% FONDO
INSTITUCIONES FINANCIERAS	MENOR CANTIDAD ENTRE: - 15% FONDO - 3 x PATRIMONIO x Fi/Ft **** - 2,5 x Pi/Pt **** X FACTOR DE RIESGO x VALOR FONDO
BONOS DE EMPRESAS	MENOR CANTIDAD ENTRE: - 20% EMISION - (0,8 x CAPITAL CONTABLE NETO EMISOR x Fi/Ft x FACTOR DE RIESGO) - INV.EN BONOS DE FILIALES DE EMISOR
BONOS DE EMPRESAS LEASING	MENOR CANTIDAD ENTRE: - 20% EMISION - (0,8 x 2 x CAPITAL CONTABLE NETO EMISOR x Fi/Ft x FACTOR DE RIESGO) - INV. EN BONOS DE FILIALES EMISOR
ACCIONES DE SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS **	MENOR CANTIDAD ENTRE:
- PROPIEDAD DESCONCENTRADA**	- 7% FONDO x FACTOR DE CONCENTRACION
- SOCIEDADES INMOBILIARIAS	- 7% ACCIONES x FACTOR DE CONCENTRACION
- PROPIEDAD CONCENTRADA	- 7% FONDO x FACTOR DE CONCENTRACION - 20% ACCIONES x FACTOR DE CONCENTRACION - 1% FONDO - 1% ACCIONES
INVERSION EN ACCIONES Y BONOS DE UN MISMO EMISOR	- 7% FONDO
FONDOS DE PENSIONES	- 5% FONDO
CUOTAS DE FONDOS DE INVERSION***	MENOR CANTIDAD ENTRE: - 5% FONDO DE PENSIONES - 10% CUOTAS SUSCRITAS FONDO DE INVERSION
EFFECTOS DE COMERCIO	MENOR CANTIDAD ENTRE: - 20% EMISION - MULTIPLO UNICO x (2 CAPITAL CONTABLE NETO EMISOR x Fi/Ft x FACTOR DE RIESGO) - INV.EN BONOS DE FILIALES DE EMISOR
EMISORES EXTRANJEROS	- 0.5% FONDO

* Los límites de inversión se rebajan a la mitad (o se anulan en el caso de las acciones) cuando el emisor es accionista en más del 1% de la A.F.P., o cuando existe relación entre el emisor y accionistas, ejecutivos o directores de la A.F.P.

** En el caso de Sociedades Bancarias o Financieras el porcentaje accionario es de 2,5%.

*** En el caso de la inversión total en Fondos de Inversión en capital de riesgo, el límite no puede exceder al 5% del Fondo.

**** Fi/Ft = Fondo inversionista/Total Fondos de Pensiones. Pi/Pt= Patrimonio emisor/Total Patrimonio instituciones financieras.

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. 3.500.

C U A D R O N° 13

FONDOS DE PENSIONES: LIMITES POR EMISOR PARA LA INVERSION EN ACCIONES

Acciones	Porcentaje Accionista Controlador (C)	Factor de Concentración	Límite de Inversion (*)
Acciones de Emisores con propiedad desconcentrada	C < 20%	1	7.0% Acciones o Fondo
	20% < C < 30%	0.8	5.6% Acciones o Fondo
	30% < C < 40%	0.6	4.2% Acciones o Fondo
	40% < C < 45%	0.4	2.8% Acciones o Fondo
	45% < C < 50%	0.3	2.1% Acciones o Fondo
	C > 50%	0	No se puede invertir
Acciones de Emisores con propiedad concentrada	Sin límite	-	1.0% Acciones o Fondo
Acciones de Sociedades Inmobiliarias	C < 20%	1	20% Acciones o 7% Fondo
	20% < C < 30%	0.8	16% Acciones o 5.6% Fondo
	30% < C < 40%	0.6	12% Acciones o 4.2% Fondo
	40% < C < 45%	0.4	8% Acciones o 2.8% Fondo
	45% < C < 50%	0.3	6% Acciones o 2.5% Fondo
	C > 50%	0	No se puede invertir

(*) Se aplica la cantidad que resulte menor entre ambos límites.

FUENTE: Elaboración propia en base a D.L. 3.500

la inversión en acciones y obtengan así ventajas de rentabilidad sobre los fondos de mayor tamaño cuando los precios de estos títulos están en alza, tal como ha sucedido durante los tres últimos años (1). Este efecto se produce pues para los fondos más grandes el límite restrictivo es, en la mayoría de los casos, el porcentaje sobre el total de acciones de las empresas, mientras que para los fondos más pequeños el límite restrictivo es el porcentaje sobre el fondo de pensiones que administran.

- a.3. Clasificación de Riesgo. Desde 1985, los límites de inversión por emisor dependen también de una clasificación de riesgo. Todos los meses las A.F.P. deben preparar un proyecto de clasificación de riesgo para la mayoría de los instrumentos financieros de oferta pública, siguiendo una metodología descrita en un reglamento ad-hoc que dicta la S.A.F.P.(2).

Estos proyectos de clasificación se presentan a la Comisión Clasificadora de Riesgos, quien decide la clasificación definitiva en base a las mismas pautas reglamentarias y publica los resultados en el Diario Oficial. Esta Comisión es un organismo autónomo que está formado actualmente por siete miembros, cuatro elegidos por las A.F.P. más los Superintendentes de Valores y Seguros, de Bancos y de A.F.P.. Las resoluciones que dicte la Comisión Clasificadora deben ser consideradas obligatoriamente para efectos de la diversificación de inversiones de los Fondos de Pensiones.

En el caso de los instrumentos de renta fija, existen cinco categorías de clasificación de riesgo (A; B; C; D y E). A cada una de estas categorías se asocia un determinado factor, decreciente mientras mayor sea el riesgo del instrumento. Este factor se incorpora al cálculo de límites de inversión, de tal forma que el límite máximo de inversión en cada instrumento es menor mientras mayor sea su riesgo. Por otro lado, en el caso de las acciones existen dos categorías para efectos de la inversión de los Fondos: aprobadas o rechazadas.

-
- (1) La rentabilidad real del IPSA fue de 120% en 1986, 42% en 1987, 45% en 1988, y 56% en 1989.
- (2) Decreto Supremo N° 35, de 1985, del Ministerio del Trabajo y Previsión Social. A partir de Marzo de 1990 la metodología de clasificación es responsabilidad de la Comisión Clasificadora de Riesgos. Sin embargo, mientras esta comisión no publique dicha metodología en el Diario Oficial, sigue rigiendo el citado decreto supremo.

b) Valorización de las Inversiones

Las inversiones de los Fondos de Pensiones se valorizan diariamente, utilizando cada A.F.P. los mismos precios para cada instrumento. Estos precios son fijados por la S.A.F.P. de acuerdo a procedimientos estandarizados, que distinguen el caso de los instrumentos únicos y seriados. Para los instrumentos únicos, el criterio general de valorización es costo histórico con devengamiento lineal. Los instrumentos seriados, en cambio, se valorizan a precios de mercado, al igual que las acciones, que se valorizan según los precios promedio de mercado registrados durante los últimos diez días de transacción. Esto significa que, actualmente, más del 85% de los portfolios totales se valoriza sobre una base de mercado, y su valor cambia en una u otra dirección según los movimientos de tasas de interés y precios de acciones.

La valorización diaria a precios de mercado tiene algunas ventajas importantes, entre las que destaca: imposibilidad de discriminar entre instituciones partícipes (se limitan riesgos de discrecionalidad estatal); induce eficiencia en la toma de decisiones financieras; se evitan transferencias anticipadas de riqueza; se captura el cambio en el riesgo crediticio de los instrumentos financieros. Sin embargo, existen también algunos problemas que se acentúan en épocas de fuertes fluctuaciones en los niveles de tasa de interés y precios de acciones o, en términos más generales, cuando los mercados de capital no funcionan eficientemente y los precios de mercado "spot" no reflejan en forma adecuada el valor económico de los activos.

El primer problema se produce con la calidad de información que reciben los afiliados, pues todas las fluctuaciones de precio de los activos se traducen en fluctuaciones en los valores de las cuotas y, en consecuencia, cambios en las rentabilidades de cada Fondo de Pensiones. Esta situación, que se analiza en la sección 7.4., puede inducir a decisiones erradas de los afiliados que van a preferir una u otra A.F.P. por una diferencia en resultados puntuales de corto plazo.

En segundo lugar, se pueden producir transferencias de riqueza que, aún cuando sean aleatorias, no son convenientes. El problema podría ser particularmente importante en el caso de quienes se pensionan por renta vitalicia, pues el monto de la pensión depende del saldo acumulado. Así, por ejemplo, quienes jubilen en períodos de tasas crecientes de interés se verían perjudicados frente a quienes jubilen en períodos de tasas decrecientes. Aunque en estos casos existe un efecto parcialmente compensador por el cambio en la tasa implícita para el cálculo del capital necesario y de las rentas

vitalicias que ofrecen las Compañías de Seguro, es indudable que no resulta eficiente imponer a través del sistema de valorización de inversiones un grado importante de inestabilidad a las pensiones (1).

Por último, un sistema de valorización a precios de mercado puede sesgar las inversiones de los Fondos de Pensiones en favor de instrumentos de corto plazo. Actualmente, y como resultado del sistema de valorización que se aplica y de la información que se entrega a los afiliados, las estrategias de inversión de los Fondos de Pensiones están muy orientadas a la obtención de ganancias de capital en base a proyecciones del nivel y estructura de las tasas de interés. Además, la creencia que los precios de los instrumentos de inversión de más largo plazo fluctúan con mayor intensidad que los de corto plazo, lleva a disminuir el plazo promedio del portfolio de inversiones (2).

A pesar de los problemas señalados, el sistema de valorización actualmente vigente parece el más indicado, pues gran parte de estos problemas podrían ser minimizados si se mejora el tipo de información que recibe el afiliado. En la sección 7.4. se vuelve a discutir este punto.

c) Otros Resguardos para las Inversiones de los Fondos de Pensiones.

El D.L. 3.500 y una serie de normas reglamentarias que lo acompañan, han establecido otro conjunto de resguardos a las inversiones de los Fondos de Pensiones cuyos objetivos son asegurar la transparencia de las transacciones con recursos de los Fondos de Pensiones; evitar que los resultados financieros de la gestión de la A.F.P. respectiva afecten al fondo que ésta administra; proteger físicamente los títulos representativos de las inversiones; y, proteger al afiliado de una mala administración financiera del Fondo de Pensiones.

c.1. Mercados Financieros. La ley obliga a realizar las transacciones de títulos financieros efectuadas con los recursos de un Fondo de Pensiones en un mercado secundario formal. Estos, a su vez, se definen como aquellos en que vendedores y compradores están simultánea y públicamente participando en la determinación de precios de los títulos que se transan.

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

(2) Ver Walker (1990).

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

El objeto de estas normas legales es evitar que se transfiera parte del patrimonio de los Fondos de Pensiones hacia terceras personas, mediante transacciones a precios distintos al valor de mercado. Sin embargo, para alcanzar este objetivo - que no se puede cuestionar - de forma eficiente, es necesario contar con un mercado de capitales competitivo, en el cual existan distintas alternativas de intermediación abiertas para el inversionista. En caso contrario, la restricción para invertir sólo a través de mercados formales facilitará que los operadores con poder monopólico obtengan importantes utilidades, aumentando los costos de transacción de las A.F.P. y, en consecuencia, los costos de administración de todo el sistema.

Aunque en Chile durante varios años sólo existió un mercado secundario formal (la Bolsa de Comercio de Santiago), en la actualidad, atraídos por la rápida expansión en el volumen de intermediación financiera, ya están funcionando otros dos mercados secundarios formales, la Bolsa de Comercio de Valparaíso y la Bolsa de Valores de Santiago (electrónica), generándose una competencia de precios que ha permitido reducir los costos unitarios de transacción. Este fenómeno se ha visto reforzado por una fuerte competencia entre los operadores al interior de cada mercado.

c.2. A.F.P. y Fondo de Pensiones. El patrimonio de los Fondos de Pensiones es independiente del patrimonio de las A.F.P. En consecuencia, si se produce la quiebra de la Administradora, no existe pérdida patrimonial para los afiliados quienes deberán, sin embargo, transferir la administración de sus recursos a otra A.F.P.. Además, la ley establece la inembargabilidad de los Fondos de Pensiones, con excepción de los fondos depositados en la cuenta de ahorro voluntario.

c.3. Custodia. A lo menos el 90% de los títulos representativos de las inversiones de los Fondos de Pensiones y del Encaje debe estar en custodia en el Banco Central de Chile o en las instituciones que éste autorice. Sin embargo, hasta la fecha el Banco Central de Chile concentra toda la custodia de títulos del sistema de A.F.P..

c.4. Encaje y Seguro de Rentabilidad. De acuerdo a una exigencia legal, las A.F.P. son responsables de obtener cada mes una rentabilidad real de doce meses para el Fondo de Pensiones que no sea inferior a la cantidad que resulte menor entre:

- a) La rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los Fondos menos dos puntos porcentuales; y
- b) El cincuenta por ciento de la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los Fondos.

Con el objeto de garantizar esta rentabilidad mínima se exige formar una "Reserva de Fluctuación de Rentabilidad", que será parte del Fondo de Pensiones, y un "Encaje" de propiedad de la A.F.P. La Reserva de Fluctuación de Rentabilidad se forma con los excesos de rentabilidad que obtenga un Fondo, calculados como la diferencia entre la rentabilidad real efectiva de los últimos doce meses y la rentabilidad promedio real del sistema en igual período más dos puntos porcentuales, o más el 50% de ésta, según cual cifra resulte mayor. El Encaje, por otra parte, es un patrimonio de la A.F.P. y debe ser igual o mayor en todo momento al 1% del Fondo de Pensiones que ésta administre.

Si en un determinado mes la rentabilidad real de los últimos doce meses es inferior a la rentabilidad mínima antes señalada, la A.F.P. debe cubrir la diferencia, primero, con los recursos de la Reserva de Fluctuación y, luego, con el Encaje. Si estos fondos no son suficientes, y la A.F.P. no entera la diferencia, ésta se disuelve y el Estado complementa la rentabilidad hasta alcanzar el nivel mínimo establecido.

La exigencia del Encaje obliga a las A.F.P. a mantener un activo inmovilizado (sujeto a similares normas de inversión que el Fondo de Pensiones) y a capitalizarse según el ritmo de crecimiento de los Fondos de Pensiones.

4.2.5. Rol del Estado en el Sistema de A.F.P.

Las cuatro principales características del nuevo sistema de pensiones chileno son: contribuciones definidas, capitalización individual, administración privada y libertad de los trabajadores para escoger A.F.P.. El rol del Estado en un esquema de este tipo se limita a la definición del marco regulatorio, a la fiscalización y al apoyo financiero a los trabajadores de menores ingresos.

a) Fiscalización y Regulación

La regulación en un sistema de contribuciones definidas debe estar orientada hacia dos objetivos principales: asegurar la operación eficiente y transparente del sistema; y, proteger el patrimonio acumulado por los trabajadores en el fondo de pensiones de tal forma que los

beneficios futuros (pensiones) sean lo máximo posible. Además, el marco regulatorio debe propender a maximizar la cobertura del sistema y debe evitar que se afecten negativamente otros objetivos de política económica, tales como facilitar una adecuada movilidad de la mano de obra; evitar redistribución regresiva del ingreso; y, - asegurar un desarrollo eficiente del mercado de capitales.

En el caso chileno se han utilizado mecanismos de regulación directos e indirectos para garantizar el cumplimiento de estos objetivos. En primer lugar, la ley y una serie de normas reglamentarias que la acompañan, define estrictamente todos los requisitos que se deben cumplir para formar una A.F.P., las características de su operación, procedimientos de afiliación, características de los beneficios a ofrecer, condiciones bajo las cuales se puede acceder a ellos, y obligaciones de información al público. Para proteger el patrimonio de los trabajadores afiliados, se ha establecido, además, normas para la evaluación y diversificación de las inversiones, la separación patrimonial entre cada fondo y su entidad administradora, limitaciones a la inversión en instrumentos financieros emitidos por instituciones relacionadas a la A.F.P. administradora del fondo respectivo, y la obligación de efectuar todas las transacciones con recursos del Fondo de Pensiones a través de mercados financieros formales con información pública de los precios (1).

Por otra parte, para facilitar el control y supervisión del sistema se estableció que las A.F.P. serían empresas de giro exclusivo y se formó una institución especializada de fiscalización: la Superintendencia de A.F.P.. A ésta le corresponde la vigilancia y control de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones, y se constituyó como organismo autónomo que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

b) Rol asistencial del Estado

En Chile, el Estado asumió la responsabilidad de ofrecer un ingreso mínimo a todos los trabajadores que cumplan ciertos requisitos y que, llegado el momento del retiro, no tengan acumulado un fondo suficiente para financiar una pensión de dicho monto. No existe ningún impuesto proporcional a los salarios (o de cualquier otro tipo) para financiar este gasto fiscal en pensión mínima, lo que evita las distorsiones de un impuesto al trabajo.

Además, en el caso de afiliados que opten por pensiones de renta vitalicia pagadas por una Compañía de Seguros, el Estado también garantiza su pago en caso de quiebra de la Compañía, estableciendo, sin embargo, una cobertura parcial que alcanza al 100% del monto de la pensión mínima, y al 75% del exceso sobre ésta, con un tope de UF. 45 por cada pensionado o beneficiario.

(1) En las secciones anteriores de este capítulo analizamos en detalle cada uno de estos aspectos.

5.- RESULTADOS DEL CASO CHILENO

5.1. AFILIADOS Y COTIZANTES

5.1.1. Evolución de los afiliados

La cifra total de afiliados al sistema de A.F.P. ha aumentado año a año desde 1.400.000 en Diciembre de 1981 hasta 3.470.800 en Diciembre de 1989, con un crecimiento promedio anual superior al 18%.

Al momento de la reforma se dió un fuerte incentivo para promover el traspaso de trabajadores al nuevo sistema por la vía de rebajar la tasa de cotización (Ver Sección 6.1.). Se observa así que, luego de un año y medio de operación, ya se habían incorporado al sistema de A.F.P. aproximadamente 1,5 millones de trabajadores, equivalentes al 40% de la Fuerza de Trabajo (Ver Cuadro # 14). El número total de afiliados siguió creciendo a tasas crecientes hasta 1984, año a partir del cual las tasas de crecimiento registran una tendencia descendente (Ver Cuadro # 15).

Al analizar la estructura de afiliados, se observa que aunque el sistema permite la afiliación de independientes, éstos se encuentran subrepresentados en relación a su participación en la Fuerza de Trabajo. A Diciembre de 1989, sólo el 3,5% de los afiliados correspondía a trabajadores independientes, mientras que este grupo representa aproximadamente el 26% de la masa laboral. Estas cifras ponen en evidencia un problema común a todos los sistemas de pensiones obligatorios, que se refiere a la dificultad de dar adecuada cobertura a los trabajadores por cuenta propia, grupo que, además, suele encontrarse entre los más pobres de la población. Cualquier solución para ser efectiva exige, además de garantizarles el acceso a los programas de pensiones, dar el incentivo adecuado para que colaboren voluntariamente a su financiamiento.

Por otra parte, la representación de las mujeres y los trabajadores de regiones sobre el total de afiliados, corresponde más cercanamente a su participación en la fuerza de trabajo.

Distribución de Afiliados entre A.F.P.

Aunque como resultado de las diferencias en el total de traspasos netos para cada A.F.P., más la afiliación de recién incorporados a la fuerza de trabajo, se han producido cambios en las participaciones relativas de cada institución dentro del sistema, los niveles agregados de concentración no muestran grandes variaciones. Así, las tres A.F.P. de mayor tamaño concentraban en Diciembre 1989 un 65,4% del total de afiliados, y las cinco mayores A.F.P. un 83,5% (Ver Cuadro # 16). Estos porcentajes han sido relativamente estables durante los últimos tres años, especialmente en el caso del indicador de concentración de las cinco mayores.

C U A D R O N° 14

SISTEMA DE A.F.P.: EVOLUCION DE AFILIADOS

(Miles a Diciembre de cada año)

Año	Fuerza de Trabajo (1)	Afiliados Totales (2)	(2)/(1) % (3)	A F I L I A D O S			Distribución Geográfica		
				Por Sexo		Por Tipo de Trabajo		Santiago (8)	Regiones (9)
				Hombres (4)	Mujeres (5)	Dependientes (6)	Independientes (7)		
1981	3.687,9	1.400,0	37,9	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	
1982	3.660,7	1.440,0	39,3	1.050,7	383,7	1.374,1	65,9	673,7	766,3
1983	3.767,7	1.620,0	43,0	1.174,7	439,4	1.546,1	72,2	759,6	860,4
1984	3.890,7	1.930,4	49,6	1.343,2	584,5	1.846,1	84,2	880,2	1.050,1
1985	4.018,7	2.283,8	56,8	1.565,6	718,0	2.190,1	93,7	1.054,0	1.229,8
1986	4.270,0	2.591,5	60,7	1.746,1	845,1	2.485,3	106,2	1.191,7	1.399,8
1987	4.354,4	2.890,7	66,4	1.917,3	973,0	2.777,8	112,9	1.323,5	1.567,2
1988	4.551,6	3.183,0	69,9	2.080,9	1.101,8	3.065,9	117,1	1.450,0	1.773,0
1989	4.674,6	3.470,8	74,2	2.239,9	1.230,7	3.349,3	121,5	1.575,8	1.895,1

Fuente: S.A.F.P. y elaboración propia.

C U A D R O N° 15

CRECIMIENTO EN AFILIADOS, EMPLEO Y FUERZA DE TRABAJO

Año	Crecimiento Afiliados (1)	Crecimiento Fuerza de Trabajo (2)	Crecimiento Empleo(*) (3)	(1)/(3)
1981	-	3,6%	0,5%	--
1982	2,9 %	- 0,7%	- 19,3%	--
1983	12,5 %	2,9%	9,0%	1,39
1984	19,2 %	3,3%	8,8%	2,18
1985	18,3 %	3,3%	9,8%	1,87
1986	13,5 %	6,3%	13,8%	0,98
1987	10,4 %	2,0%	5,7%	1,82
1988	10,1 %	4,5%	8,5%	1,19
1989	9,0 %	2,7%	3,9%	2,31

* Excluye programas de empleo de emergencia (PEM y POJH).

Fuente: Estimaciones propias con información de S.A.F.P. e I.N.E..

C U A D R O N° 16

DISTRIBUCION AFILIADOS ENTRE A.F.P.

(Diciembre de cada año)

	3 Mayores A.F.P.	5 Mayores A.F.P.	Resto Sistema (Total -5 Mayores)	Número A.F.P.
1981	67,03%	81,79%	18,21%	12
1982	60,25%	77,20%	22,80%	12
1983	58,55%	75,84%	24,16%	12
1984	59,31%	74,78%	17,96%	12
1985	62,36%	82,74%	17,26%	11
1986	61,62%	83,41%	16,59%	12
1987	63,22%	83,88%	16,12%	12
1988	64,44%	83,67%	16,33%	13
1989	65,44%	83,52%	16,48%	13

Fuente: Estimaciones propias en base a información de S.A.F.P..

5.1.2. Evolución de los cotizantes

Tal como se puede ver en el Cuadro N° 17, el número total de cotizantes a las A.F.P. creció sostenidamente entre 1982 y 1989, a una tasa promedio anual de 11,5%.

Las cifras muestran un importante aumento entre 1983 y 1987 (promedio de 13,8%), que incluso superó al también fuerte aumento de 9,4% registrado por el empleo en el mismo período (Ver Cuadro N° 18). Sin embargo, en términos absolutos el incremento de los ocupados fue, mayor al de los cotizantes, debido a que una parte de estos últimos (anteriormente cesantes) pertenece al sistema antiguo.

En los años 1988-1989 el crecimiento de los cotizantes se atenúa considerablemente, registrando un aumento anual promedio muy similar al de la fuerza de trabajo ocupada (5,9% vs. 6,2%), como debiera esperarse en el mediano y largo plazo. Esto queda de manifiesto en la estabilidad de la relación cotizantes/empleo entre 1987 y 1989 (Ver Cuadro N° 17).

La distribución de cotizantes por A.F.P. señala una leve tendencia hacia una mayor concentración, pues en 1982 un 63,6% de los cotizantes pertenecía a las tres mayores A.F.P., mientras en 1989 la cifra subió a 67,4%. En el caso de las cinco mayores A.F.P., también se observa esta tendencia, principalmente por la fusión de dos A.F.P. a partir de 1985, aunque durante los dos últimos años la situación ha tendido a cambiar (Ver Cuadro N° 19).

El porcentaje de afiliados que cotizan disminuyó de 73,6% a 65,3% entre 1982 y 1989 (Ver Cuadro N° 17). Llama la atención este comportamiento, pues corresponde a un período de fuerte crecimiento del empleo. Esto puede deberse al hecho que las personas que se retiran de la fuerza de trabajo, ya sea porque se van voluntariamente, los despiden o se pensionan (retiro programado), siguen apareciendo en las estadísticas como afiliados, pero no como cotizantes.

C U A D R O N° 17

SISTEMA DE A.F.P.: EVOLUCION DE COTIZANTES
(MILES A DICIEMBRE DE CADA AÑO)

AÑO	EMPLEO * PRODUCTIVO (1)	AFILIADOS TOTALES (2)	COTIZANTES TOTALES (3)	(3)/(1) % (4)	(3)/(2) % (5)
1981	3.102,8	1.400,0	N.D.	N.D.	N.D.
1982	2.503,9	1.440,0	1.060,0	42,3	73,6
1983	2.730,1	1.620,0	1.230,0	45,1	75,9
1984	2.970,8	1.930,4	1.360,0	45,8	70,5
1985	3.260,4	2.283,8	1.558,2	47,8	68,2
1986	3.711,5	2.591,5	1.749,4	47,1	67,5
1987	3.924,4	2.890,7	2.023,7	51,6	70,0
1988	4.256,9	3.183,0	2.167,6	50,9	68,1
1989	4.424,8	3.470,8	2.267,6	51,3	65,3

* Excluye programas de empleo de emergencia (PEM y POJH).
FUENTE: S.A.F.P., I.N.E., y elaboración propia.

C U A D R O N° 18

CRECIMIENTO EN COTIZANTES, AFILIADOS Y EMPLEO
(%)

AÑO	CRECIMIENTO COTIZANTES TOTALES (1)	CRECIMIENTO AFILIADOS (2)	CRECIMIENTO EMPLEO PRODUCTIVO (3)	(1)/(3) (4)
1981	--	--	0,5	--
1982	N.D.	2,9	- 19,3	N.D.
1983	16,0	12,5	9,0	1,8
1984	10,6	19,2	8,8	1,2
1985	14,6	18,3	9,8	1,5
1986	12,3	13,5	13,8	0,9
1987	15,7	10,4	5,7	2,8
1988	7,1	10,1	8,5	0,8
1989	4,6	9,0	3,9	1,2

FUENTE: Estimaciones propias con información de S.A.F.P. e I.N.E.

C U A D R O N° 19

DISTRIBUCION DE COTIZANTES ACTIVOS
(DICIEMBRE DE CADA AÑO)

AÑO	3 MAYORES A.F.P.	5 MAYORES A.F.P.	RESTO SISTEMA (TOTAL - 5 MAYORES)
1981	N.D.	N.D.	N.D.
1982	63,6	79,0	21,0
1983	60,2	76,1	23,9
1984	62,0	77,2	22,8
1985	62,7	84,2	15,8
1986	63,8	85,1	14,9
1987	65,3	85,4	14,6
1988	65,9	84,7	15,3
1989	67,4	84,6	15,4

FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de la S.A.F.P..

5.2. PENSIONES

5.2.1. Pensiones de Vejez

A fines de 1989 existían 20.000 pensionados por vejez en el nuevo sistema, número que representa sólo el 0,5% de los afiliados (Ver Cuadro # 20). Aunque el crecimiento en el número de pensiones de vejez pagadas desde 1981 ha sido importante, la proporción entre trabajadores activos y pasivos en el nuevo sistema sigue siendo muy alta. Esto se debe a la baja edad promedio de los afiliados a las A.F.P., hecho que se explica, a su vez, porque las A.F.P. reciben a todos los nuevos trabajadores dependientes que se incorporan a la fuerza de trabajo, y porque la mayoría de los trabajadores de mayor edad que estaban cercanos a jubilar en el sistema antiguo no se traspasaron al nuevo luego de la reforma.

La mayor parte de las pensiones de vejez corresponden a retiros programados. Esto se debe, en parte, a que una buena proporción de quienes se han pensionado por vejez en el nuevo sistema de pensiones no tuvieron derecho a optar por una renta vitalicia, pues sus saldos acumulados no les alcanzaron para obtener una pensión igual o superior a la mínima.

Sin embargo, el crecimiento en el número de pensiones vitalicias de vejez ha sido en los últimos años mucho mayor que el de las pensiones por retiro programado.

El monto promedio de las pensiones de vejez también ha crecido en forma sistemática, alcanzando \$ 28.845 en 1989 (Ver Cuadro # 21). Esto se explica pues la tasa a la cual se han capitalizado las cotizaciones durante estos años es superior a la tasa de capitalización del Bono de Reconocimiento, de tal forma que mientras mayor sea la proporción de cotizaciones pagadas en relación al monto del Bono, mayor será la pensión que se puede financiar. Por otra parte, el Bono de Reconocimiento es una representación parcial de las cotizaciones pagadas en el sistema antiguo, lo que tiende a desmejorar las pensiones de aquellos que estuvieron afiliados un mayor número de años a este sistema.

Por las mismas razones anteriores no se puede pensar que el monto de pensiones actualmente pagadas - y que representan un bajo porcentaje de la renta imponible (Ver Cuadro # 21) - refleje adecuadamente los valores esperados de equilibrio de largo plazo. Proyectar pensiones de vejez - y su relación con la renta imponible - en un régimen de capitalización individual es un ejercicio complejo, pues ellas dependen de factores tales como: rentabilidad de inversiones; costo de comisiones pagadas con recursos del fondo acumulado; densidad de las cotizaciones en el tiempo; evolución de la renta imponible; y expectativa de vida y composición del grupo familiar. Sin embargo, para fines referenciales se ha estimado pensiones de vejez para algunos casos probables.

C U A D R O N° 20

NUMERO DE PENSIONES PAGADAS EN EL NUEVO SISTEMA PREVISIONAL

(En Diciembre de cada año)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987(1)	1988(1)	1989(1)
VEJEZ :								
% Afiliados	N.D.	393	1.730	2.647	4.835	7.980	12.589	19.952
Retiros Programados	N.D.	0,02	0,09	0,12	0,19	0,28	0,40	0,54
Renta Vitalicia	N.D.	392	1.721	2.501	4.021	5.801	8.390	12.456
	N.D.	1	9	146	814	2.179	4.199	7.496
INVALIDEZ :								
% Afiliados	791	2.272	4.058	5.729	7.979	10.620	12.786	14.388
	0,06	0,14	0,21	0,25	0,31	0,37	0,40	0,42
SOBREVIVENCIA :								
% Afiliados	3.674	8.506	14.297	18.050	22.851	27.315	30.846	34.873
Viudez	0,3	0,53	0,74	0,79	0,88	0,95	1,0	1,0
Orfandad	1.108	2.521	4.340	5.872	7.740	9.797	11.506	13.512
Otras (2)	2.566	5.821	9.665	11.768	14.539	16.847	18.669	20.547
	N.D.	164	292	410	572	671	671	814
TOTAL	N.D.	11.171	20.085	26.426	35.665	45.915	56.221	69.213
% Afiliados	N.D.	0,71	1,13	1,27	1,56	1,86	1,76	1,99

(1) Excluye las pensiones que corresponden a primer pago. Incluye pensiones por vejez anticipada.

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

FUENTE: Boletín Estadístico Mensual S.A.F.P. e información directa de la S.A.F.P..

C U A D R O N° 21

MONTO PROMEDIO DE PENSIONES PAGADAS Y RENTA IMPONIBLE

(En \$ de Diciembre 1989)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
RENTA IMPONIBLE PROMEDIO(1)	90.600	70.571	60.821	54.297	51.890	44.650	55.843	60.893	63.942
PENSIONES:									
VEJEZ (2) :	-	-	15.849	17.525	16.866	19.780	20.643	25.188	28.845
Retiros Programados	-	-	15.838	17.376	15.177	15.679	14.124	11.995	20.099
Renta Vitalicia	-	-	19.990	46.013	45.794	40.036	37.999	32.250	43.379
INVALIDEZ	N.D.	72.364	64.046	53.055	49.058	48.627	48.044	50.265	50.249
SOBREVIVENCIA									
Viudez	N.D.	26.667	24.815	21.519	20.613	20.774	20.179	21.130	14.783
Orfandad	N.D.	7.663	6.973	6.030	5.784	6.048	5.859	6.147	4.473
Otras (3)	N.D.	N.D.	6.690	6.706	7.802	9.108	12.618	11.812	12.168
TOTAL (Miles de \$)	N.D.	106.451	252.566	385.647	504.473	719.933	979.839	1.327.268	1.602.947

(1) Promedio ponderado por el número de cotizantes a cada nivel de renta.

(2) Incluye pensiones por vejez anticipada.

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

FUENTE: Boletín Estadístico Mensual S.A.F.P. e información directa de la S.A.F.P..

Los resultados de este ejercicio, que se muestran en el Cuadro # 22, sugieren que el sistema de A.F.P. podría llegar a financiar pensiones superiores al 70% de la renta imponible para todos los afiliados hombres y superiores al 50% para los afiliados mujeres. La pensión de vejez de estas últimas tiende a ser menor que la de los hombres, como proporción de la renta imponible, porque las mujeres se retiran a más temprana edad (por lo que su fondo es menor) y tienen, además, mayores expectativas de vida (por lo que deben recibir pensión durante un mayor número de períodos). Aunque esta situación ha provocado cierta controversia, no existe una solución simple al problema dentro del marco impuesto por la capitalización individual.

5.2.2. Pensión de Vejez Anticipada

El número de pensiones de vejez anticipada que se paga es bastante bajo, aunque el valor absoluto de estas pensiones es mayor que las pensiones de vejez normal (Ver Cuadro # 23). Este resultado no corresponde a una situación de equilibrio en el largo plazo, y se debe a que la renta imponible promedio de quienes están en condiciones de optar al beneficio de jubilación anticipada es superior a quienes jubilan por vejez normal.

5.2.3. Pensiones Mínimas

Mientras no se llegue a la situación de equilibrio de largo plazo que está implícita en las estimaciones anteriores, las pensiones efectivamente pagadas serán probablemente inferiores en relación a la renta imponible y, de hecho, un porcentaje significativo de los pensionados recibirán el monto mínimo garantizado por el Estado. Esto sucede pues el grupo que se jubilará durante los próximos años realizó gran parte de sus cotizaciones en el sistema antiguo, y su pensión queda determinada fundamentalmente por el Bono de Reconocimiento. Además, este grupo tuvo, en promedio, baja densidad de cotizaciones durante la primera mitad de la década de los ochenta, producto de los altos niveles de desempleo que se observaron en Chile.

Por otra parte, siempre existirá un grupo de la población que, debido a su bajo e inestable nivel de ingreso imponible, no estará en condiciones de financiar pensiones suficientes para sostener un nivel de consumo mínimo, y que requiere de ayuda estatal. En el caso de Chile, ésta llega a través de la pensión mínima garantizada por el Estado.

Al respecto, un estudio de 1986 concluye que aproximadamente un 37% de los afiliados al nuevo sistema no serían capaces de obtener una pensión superior a la mínima (1). Aunque muchos de los supuestos utilizados en esa proyección parecen hoy - después de cuatro años - pesimistas, el resultado sirve para destacar un hecho elemental, pero importante de recordar: no es posible, salvo que se asignen subsidios estatales directos o se aumenten fuertemente las tasas de cotización, que un

(1) Ver Ortuzar, (1986).

C U A D R O N° 22

ESTIMACION DE PENSION DE VEJEZ

RENDA IMPONIBLE INICIAL	MONTO PENSION MENSUAL		PENSION COMO % RENTA PROMEDIO *	
	<u>HOMBRE</u>	<u>MUJER</u>	<u>HOMBRE</u>	<u>MUJER</u>
\$ 25.000	\$ 31.228	\$ 21.913	73.18	51.35
\$ 40.000	\$ 51.004	\$ 35.800	74.70	52.43
\$ 100.000	\$ 130.109	\$ 91.345	76.23	53.52
\$ 200.000	\$ 261.950	\$ 183.920	76.73	53.88
\$ 360.000	\$ 472.896	\$ 332.040	76.96	54.04

FUENTE: Elaboración propia.

SUPUESTOS UTILIZADOS:

- 1) 5% de Rentabilidad Fondos de Pensiones.
- 2) Comisión Fija promedio del Sistema a Junio 1990.
- 3) Crecimiento de Rentas Imponibles: 2% anual hasta los 50 años.
- 4) Edad inicio vida laboral: 22 años.
- 5) Afiliado hombre supone cónyuge de 60 años.
- 6) Afiliado mujer no supone beneficiarios.
- 7) Períodos no cotizados: 7% como porcentaje del total.

* Promedio últimos 10 años.

C U A D R O N° 23

PENSION DE VEJEZ ANTICIPADA
(En \$ de Diciembre de 1989)

AÑO	NUMERO PENSIONES PAGADAS (1)	MONTO			MONTO PENSION VEJEZ EDAD (5)	RELACION PENSION ANTICIP./ PENSION EDAD (4)/(5) (6)
		RETIROS PROGRAM. (2)	RENTA VITALICIA (3)	TOTAL * (4)		
1988	771	70.185	51.227	51.350	25.188	2.04
1989	2.824	101.145	44.436	45.099	28.845	1.56

FUENTE: Elaboración propia en base a información de la S.A.F.P.

Corresponde al promedio ponderado por el número de pensiones pagadas en cada modalidad.

sistema de pensiones mejore la situación de los individuos al jubilar respecto a su situación durante la época de trabajo; por lo tanto, si un porcentaje importante de la población ha recibido remuneraciones insuficientes, no podrá cambiar su nivel de ingresos al pensionarse. Este es el caso, en la actualidad, de una parte de la población en Chile.

5.2.4. Pensiones de Invalidez

El número de pensiones de invalidez pagadas por el sistema de A.F.P. a fines de 1989 llegó a 14.388, representando un 0,4% de los afiliados (Ver Cuadro # 20).

Esta cifra debería registrar un aumento importante en los próximos años, especialmente en 1990 y 1991, como consecuencia de las recientes modificaciones introducidas al D.L. 3.500 que permitieron a los afiliados acogerse a pensión de invalidez con una pérdida de la capacidad de trabajo sólo superior a 50%, bajando el límite de 67% que regía anteriormente.

En cuanto al monto de las pensiones de invalidez, de las cifras del Cuadro # 21 llama la atención el alto nivel de éstas respecto a la renta imponible promedio, y la caída que registran entre 1983 y 1987. Esta situación se explica por el hecho que hasta antes de Junio de 1983 la pensión de invalidez podía llegar hasta un 150% del ingreso base, el cual se calculaba considerando las rentas imponibles de los últimos doce meses, lo que inducía a sobredeclarar ingresos durante algunos meses con el objeto de aumentar el monto de la pensión. Actualmente, la pensión de invalidez sólo puede llegar al 70% del ingreso base, que a partir de Enero de 1988 corresponde al promedio de las rentas imponibles de los últimos diez años.

5.2.5. Pensiones de sobrevivencia

Las pensiones de sobrevivencia suman 34.873 a Diciembre de 1989, cifra que incluye 13.512 pensiones de viudez y 20.547 pensiones de orfandad. Esta cifra representa un 1% de los afiliados (Ver Cuadro # 20).

El monto de las pensiones de sobrevivencia y orfandad registra entre 1983 y 1987 una significativa disminución, por las mismas razones que explicamos para las pensiones de invalidez (Ver Cuadro # 21).

Por último, cabe señalar que el pago total de pensiones totalizó \$ 1.603 millones en 1989, cifra que representó un 0,7% de las cotizaciones recaudadas y un 0,1% de los Fondos de Pensiones acumulados a Diciembre de 1989.

5.3. MERCADO DE A.F.P.

5.3.1. Evolución Número de A.F.P. y Propiedad

Desde 1981 hasta 1989 no se registran cambios importantes en el número de A.F.P. en funcionamiento. En 1981 existían 12 A.F.P.; la cifra baja a 11 durante 1985 como consecuencia de la fusión entre Alameda y San Cristobal, que da origen a Unión; en 1986 y 1988 se crean dos nuevas A.F.P., elevándose el número a 13 en la actualidad.

El hecho que el número de Administradoras en el mercado se haya mantenido relativamente estable durante estos años, a pesar de la disminución en los requisitos legales para formar A.F.P (reducción del Encaje y del Capital mínimo), puede explicarse por la existencia de importantes economías de escala en la industria, como se muestra más adelante.

Esta característica de la industria podría implicar que sólo pueden alcanzar estabilidad financiera en el largo plazo aquellas instituciones con un número relativamente alto de afiliados, o las que atraen y logran mantener a grupos de altos ingresos, factores que limitan el número máximo de instituciones administradoras que pueden participar con éxito en el mercado.

En cuanto a la propiedad de las A.F.P., se puede distinguir cuatro grupos: las relacionadas a organizaciones gremiales o de trabajadores; aquellas en las que existe participación extranjera; las controladas por grupos pequeños de accionistas y las que tienen un gran número de accionistas independientes. Sin embargo, precisamente en el caso de estas últimas existe también un accionista extranjero con participación mayoritaria (Bankers Trust en el caso de Provida y Aetna en el caso de Santa María) (Cuadro # 24).

Al comenzar el sistema en 1981, varias instituciones financieras decidieron formar una A.F.P.. Surgen así Provida, relacionada al Banco de Santiago; Santa María, al Banco de Chile; Invierta, al Banco de Concepción; San Cristobal, al B.H.C.; Alameda, al BHIF; y, El Libertador, al Banco Edwards. Posteriormente, y como resultado de la crisis del sistema financiero en 1982, estas instituciones se ven obligadas a liquidar su participación en las distintas A.F.P. y se produce el cambio más importante en la estructura de propiedad de las A.F.P. durante los primeros nueve años de operación. Así, toma participación en la propiedad de Provida el Bankers Trust; en Santa María, Aetna; en el Libertador, la Compañía de Aceros del Pacífico; en Invierta una sociedad de inversiones y se fusionan A.F.P. Alameda y A.F.P. San Cristobal, creándose A.F.P. Unión con participación mayoritaria del American International Group.

CUADRO N° 24

A.F.P.: PATRIMONIO, PROPIEDAD Y PARTICIPACION DE MERCADO

(a Diciembre, 1989)

A.F.P.	Patrimonio (US\$)	Propiedad *	Accionista Controlador (%)	Afiliados (%)
Concordia	783.890	1	30.53%	3,30
Cuprum	3.765.471	2	14.43%	1,37
El Libertador	2.116.324	1	100.00%	2,31
Futuro	338.355	2	100.00%	0,19
Habitat	14.288.747	2	52,51%	16,74
Invierta	2.371.066	1	52,00%	4,09
Magister	1.389.766	2	97.80%	1,73
Planvital	1.018.148	1	100.00%	2,71
Protección	870.169	2	N.D.	0,79
Provida	23.698.896	3/4	40.00 %	28,87
Santa María	18.209.678	3/4	51.20 %	19,83
Summa	8.565.603	1	37.20%	8,39
Unión	3.099.990	3/2	89.98%	9,69

(*): (1): Pocos accionistas nacionales; (2): Gremial o de trabajadores;
(3): Extranjeros; (4): Muchos accionistas nacionales. En 1990 el
100% de la propiedad de Unión se consolida en accionistas
extranjeros, y el 40,6% de Protección se transfiere también a
accionistas extranjeros.

Fuente : Elaboración propia.

Además, en el caso de Provida y Santa María, se vende un importante número de acciones a pequeños accionistas a través del proceso llamado de "capitalismo popular".

En los últimos años las iniciativas para formar A.F.P. han provenido por parte de grupos de trabajadores. Así, en 1986 se crea A.F.P. Protección y en 1988 A.F.P. Futuro, ambas ligadas a trabajadores del sistema financiero (en Octubre de 1990 el grupo asegurador francés Assurances Generales de France, AGF, compra el 40,6% de Protección). Actualmente, existen proyectos de creación de nuevas A.F.P. por parte de sindicatos de trabajadores municipales y del cobre.

5.3.2. Ingresos de las A.F.P.

a) Ingresos

Los ingresos de las A.F.P. provienen fundamentalmente del cobro de comisiones. Los ingresos por este concepto han pasado de \$ 15.569 millones en 1982 (\$ de Diciembre de 1989) a \$ 33.227 millones en 1989, representando en este último año el 89,5% de los ingresos totales y el 15% de las cotizaciones (Ver Cuadro N° 25 y N° 27).

Actualmente, la mayoría de las A.F.P. sólo cobra comisiones por cotizaciones periódicas (1), como monto fijo en pesos y como proporción de la renta imponible del trabajador (Ver Cuadro N° 26). La mayor parte de los ingresos por comisiones se obtiene precisamente por la comisión porcentual sobre la renta imponible (90% en 1989). La comisión fija ha perdido importancia como fuente de ingresos de las A.F.P. debido a una acentuada caída en su valor real a partir de 1984. En el caso de la comisión porcentual, sólo se ha producido una leve reducción de su valor entre dicho año y 1989, que se ha visto compensada por un importante crecimiento del empleo y, en los dos últimos años, también de las remuneraciones reales.

La comisión fija por cotizaciones periódicas es un aspecto de la estructura de precios de las A.F.P. que ha provocado controversia. Como esta comisión se deduce del saldo acumulado en cada cuenta individual, representa una mayor proporción de los saldos más bajos. Luego, su cobro disminuye la rentabilidad de la cuenta (rentabilidad de inversiones menos costo de comisión fija) proporcionalmente más en el caso de afiliados con menor renta, con el efecto de disminuir en mayor medida la relación entre pensión futura potencial y renta imponible para éstos en comparación a aquellos de mayor renta. Así, en el período 1981-1989

(1) Sólo una A.F.P. cobra comisión por traspasos de saldo hacia su Fondo.

C U A D R O N° 25

A.F.P.: EVOLUCION DE INGRESOS POR COMISIONES
(\$ de Diciembre de 1989)

AÑO	COMISIONES RECAUDADAS MM\$ a/ (1)	COTIZACIONES MM\$ (2)	COTIZANTES (miles) b/ (3)	(1)/(2) (4)	(1)/(3) M\$ (5)
1982	15.569	87.874	1.060*	0,18	82,9
1983	16.820	81.867	1.145	0,21	71,5
1984	19.427	83.858	1.295	0,23	64,8
1985	19.292	89.094	1.392	0,22	64,0
1986	21.018	102.792	1.666	0,20	61,7
1987	22.517	109.161	1.883	0,21	58,0
1988	27.720	192.322	2.049	0.14	94,4
1989	33.227	220.175	2.199	0.15	100,1

a/ Comisiones netas del pago por prima de Seguro de Invalidez y Sobrevivencia.

b/ Promedio año.

* Corresponde a la cifra de cotizantes de diciembre de 1982.

FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes S.A.F.P..

C U A D R O N° 26

COTIZACIONES Y COMISIONES COBRADAS POR LAS A.F.P.
(A Diciembre de cada año)

AFILIADOS DEPENDIENTES (con derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia cuando cesantes)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Cotización Base (% Renta Imponible)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Comisión Fija (\$ Dic. 1989)	439	532	611	508	372	304	265	295	206
Comisión Porcent. por Mantención de saldo	0.76%	0.72%	0.88%	0.84%	0.55%	0.51%	0.33%	--	--
Comisión Porcentual sobre Renta Imponible	2.44%	2.69%	3.56%	3.57%	3.56%	3.44%	3.41%	3.56%	3.41%
Comisión por retiro	--	--	--	--	--	--	--	--	--

AFILIADOS INDEPENDIENTES (sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia cuando no cotiza)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Cotización Base (% Renta Imponible)								10%	10%
Comisión Fija (\$ Dic. 1989)								295	206
Comisión Porcent. por Mantención de saldo								--	--
Comisión Porcentual sobre Renta Imponible								3.50%	3.25%
Comisión por retiro								--	--

ENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de la S.A.F.P.. A.F.P. Futuro cobra una comisión por traspaso igual al 1% del valor del fondo. Cifras se calculan como promedio simple de las distintas A.F.P.

C U A D R O N° 27

A.F.P.: Evolución Estructura de Ingresos (*)
(Porcentaje del total de ingresos)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Ingresos por Comisiones	75,4%	80,0%	86,1%	82,6%	86,0%	85,5%	94,7%	89,5%
- Fija	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	10,5%	8,8%
- Porcentuales	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	84,2%	80,7%
Utilidad Encaje	12,0%	13,0%	5,3%	9,2%	6,7%	7,5%	3,3%	4,4%
Utilidad Reserva Prima			1,9%	3,6%	2,2%	2,2%	0,5%	0,9%
Total Ingr. Operacionales	87,4%	93,0%	93,3%	94,8%	94,9%	95,2%	98,5%	94,8%
Total Ingr. No Operacional.	12,6%	7,0%	6,7%	5,2%	5,1%	4,8%	1,5%	5,2%
Ingresos Totales (M.M.\$ Dic. 1989)	20.645	21.029	22.554	23.365	24.453	26.324	56.191	66.308

(*) Los resultados de 1988 y 1989 no son comparables con los años anteriores, pues en 1988 se cambió la forma de contabilizar los ingresos por comisión porcentual incluyéndose el total de lo recaudado por ese concepto. Con anterioridad, se incluía sólo la diferencia entre lo recaudado y el monto de la prima pagada por las A.F.P. a las Compañías de Seguro para cubrir el riesgo de invalidez y sobrevivencia. En 1989 los ingresos netos del pago de prima fueron de MM\$ 40.173; en 1988 fueron de MM\$ 30.836.

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de A.F.P.

las diferencias de rentabilidad llegaron a 18% entre las rentas de UF 60 y UF 10 (Ver Cuadro N° 28).

Aunque los resultados históricos no dejan de llamar la atención sobre el problema, la situación actual es diferente. El efecto "discriminador" de esta comisión se ha hecho apreciablemente menor por la disminución de su valor absoluto y el crecimiento de los saldos acumulados en las cuentas individuales.

La solución definitiva del problema no es fácil, pues de eliminarse la comisión fija, se pueden generar una serie de nuevos inconvenientes. La administración de cada cuenta individual contiene elementos de costos fijos que son independientes de la renta imponible de cada afiliado. En el caso de trabajadores de menores ingresos, la sola comisión porcentual no es suficiente para cubrir todos estos gastos, por lo que se requiere una comisión fija que los financie. En ausencia de dicha comisión, disminuye el incentivo para que cada A.F.P. intente afiliarse a los trabajadores de menor renta y se afecta, en consecuencia, la cobertura del sistema de pensiones. Aunque el problema puede no ser importante en grandes centros urbanos, donde las A.F.P. compensan por volumen lo que no reciben por comisiones porcentuales entre los segmentos de menor ingreso, si se manifiesta con fuerza en regiones con menor densidad poblacional que, además, suelen tener menores rentas promedio.

El costo previsional mensual (Ver Cuadro N° 29), que corresponde a la suma de todas las comisiones cobradas por las A.F.P., ha venido reduciéndose paulatinamente desde 1984, acumulando una caída de 25% en el caso de un cotizante con renta imponible de U.F. 10 (\$ 66.495 a fines de Octubre de 1990). Entre 1981 y 1983 las A.F.P. suben en forma importante las comisiones para hacer frente a los costos de puesta en marcha del sistema, a la caída en los ingresos producto del aumento en la tasa de desempleo y de la reducción de las remuneraciones reales, y al mayor costo del seguro de invalidez y sobrevivencia (1).

Las otras fuentes de ingreso de las A.F.P. corresponden a las utilidades generadas en la inversión del Encaje y la Reserva Prima (fondos cuyo objetivo es el pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia y que permanecen sólo transitoriamente en la A.F.P.), y los ingresos no operacionales. En 1989 estos ingresos representaron un 4,4%, 0,9% y 5,2% de los ingresos totales, respectivamente (Ver Cuadro N° 27).

(1) Hasta 1983 los afiliados podían asegurarse hasta el 150% del ingreso base, que se calculaba considerando las remuneraciones de los últimos doce meses. Esto se prestaba para aumentar las cotizaciones en los meses previos a la presentación de la solicitud de invalidez, con el objeto de recibir mayores pensiones.

C U A D R O N° 28
EFFECTO COMISION FIJA (*)

	REMUNERACION IMPONIBLE (**)			
	UF.10	UF. 20	UF. 45	UF. 60.0
RENTABILIDAD DE LA CUENTA (Promedio Real Anual 1981-1989)	7,1%	8,1%	8,6%	8,7%

(*) Supone igual renta real durante todo el período y cotizaciones ininterrumpidas.

(**) Valor U.F. al 31 de Octubre \$ 6.649,54.

Fuente: Elaboración propia.

C U A D R O N° 29

COSTO PREVISIONAL MENSUAL PROMEDIO *
(\$ Diciembre, 1989)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
COSTO PROMEDIO	1.819,5	2.008,1	2.678,7	2.570,2	2.454,6	2.363,7	2.291,4	2.199,0	2.008,6
VAR.PORCENTUAL	-	10.4%	33.4%	- 4.1%	- 4.5%	- 3.7%	- 3.1%	- 4.0%	- 8.7%

* Costo para un cotizante con renta equivalente a U.F. 10 (\$ 66.495 a fines de Octubre de 1990), similar al promedio del sistema.
Suma de comisiones fija, porcentual sobre saldo, y porcentual sobre remuneración imponible. Excluye cotización obligatoria del 10%. Promedio simple.
FUENTE: Cálculos propios en base a información de S.A.F.P.

b) Egresos

Las principales partidas de egresos de las A.F.P. son el pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia a las Compañías de Seguros, los gastos de administración, los pagos de remuneraciones, y los gastos de comercialización (donde se incluye la remuneración al personal de ventas).

La prima del seguro representó en 1989 un 47,2% de los egresos totales, mientras que los gastos de administración, comercialización y remuneraciones alcanzaron un 16,4%, 10,5% y 18,3%, respectivamente.

El valor del seguro de invalidez y sobrevivencia depende de la tasa de siniestralidad esperada (invalidez y fallecimiento) entre los afiliados a la A.F.P. y del costo de los siniestros. La tasa de siniestralidad depende, a su vez, de las características de estos afiliados en lo que se refiere a edad promedio y sectores de actividad; y el costo de cada siniestro es función de la edad, sexo y grupo familiar de los afiliados, de la tasa de interés y de la situación del trabajador (cotizantes, cesantes).

En el Cuadro N° 30 se presenta la estructura de los egresos de las A.F.P. desde 1982 hasta 1989, excluyéndose los pagos a las Compañías de Seguro, porque no se dispone de la evolución de esta magnitud con anterioridad a 1988.

La evolución de los egresos totales durante el período 1981 - 1989 muestra que las A.F.P. han aumentado sus niveles de eficiencia por la vía de aprovechar economías de escala y de buscar formas más adecuadas de producción y distribución. Sin embargo, esto no impide argumentar que los niveles absolutos de costos aún pueden disminuir.

Los gastos operacionales por afiliado cayeron desde \$ 14.000 el año en 1982 hasta \$ 7.000 en 1987, cifra que representa una disminución de 50,0% en cinco años (Ver Cuadro N° 31). En 1988 y 1989 los egresos operacionales por afiliado suben en relación a 1987, básicamente por un incremento en los gastos de remuneración al personal, situación que se explica, a su vez, por un fuerte aumento en el nivel de salarios reales en la economía y no por una situación particular en la industria de A.F.P. Con todo, la comparación entre 1982 y 1989 arroja una reducción de 43,6%.

C U A D R O N° 30

A.F.P.: EVOLUCION ESTRUCTURA DE GASTOS
(Porcentaje del total de Egresos)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Remuneración al Personal	20.6	25.1	27.9	29.3	32.9	33.5	34.5	34.6
Gastos Comerciales	27.3	21.0	20.3	18.9	19.2	18.3	22.1	19.8
- Rem. Personal de Ventas	12.7	13.6	12.1	14.4	15.7	15.1	17.6	15.6
- Gtos. Comercialización	14.6	7.4	8.2	4.5	3.5	3.3	4.5	4.2
Gastos Administrativos	19.7	25.3	27.3	31.3	32.5	32.2	33.3	31.1
Otros Gtos. de Operación	14.5	14.5	14.3	10.7	6.8	5.2	4.6	4.3
Total Egresos Operación	82.1	85.8	89.8	90.3	91.4	89.3	94.6	89.8
Total Egresos No Operacionales	17.9	14.2	10.2	9.7	8.6	10.7	5.4	10.2
Total Egresos(en MM\$ Dic.89)	-24.237,5	-20.126,6	-20.759,2	-20.596	-20.131	-21.573,6	-25.488,8	-29.281,8

Nota: En 1988 y 1989 se descontó del total de Egresos Operacionales la Prima por Seguro de Invalidez Y Sobrevivencia, con el objeto de hacerlos comparativos con los otros años. La Prima por Seguro de Invalidez Y Sobrevivencia fue un 51,3% y 47,2% del Total de Egresos Operacionales en 1988 y 1989, respectivamente. La cuenta Otros Gastos de Operación incluye Depreciación y Amortización del Ejercicio, Remuneración Directores Y Otros Gastos Operacionales.

FUENTE: Elaboración propia en base a Memorias de A.F.P..

C U A D R O N° 31

A.F.P.: EVOLUCION GASTOS OPERACIONALES

(Diciembre 1989)

Año	Gastos (*) Operacionales MM\$ (1)	Cotizaciones Recaudadas MM\$ (2)	Afiliados(**) (miles) (3)	(1)/(2) (4)	(1)/(3) (Miles \$) (5)
1982	19.892	87.874	1.420	0,23	14,0
1983	17.267	81.867	1.530	0,21	11,3
1984	18.642	83.858	1.775	0,22	10,5
1985	18.598	89.094	2.107	0,21	8,8
1986	18.395	102.792	2.438	0,18	7,5
1987	19.258	109.161	2.741	0,17	7,0
1988	24.102	193.322	3.037	0,12	7,9
1989	26.295	220.175	3.327	0,12	7,9

(*) : Excluyen pagos de prima a Compañías de Seguros.

(**) : Promedio año.

Fuente: Elaboración propia en base a antecedentes de Superintendencia de A.F.P. y Memorias de A.F.P.

La existencia de economías de escala en la industria de A.F.P. se puede verificar no sólo examinando la evolución de los costos a través del tiempo, sino que también comparando la situación entre A.F.P., tal como se muestra en el Cuadro N° 32.

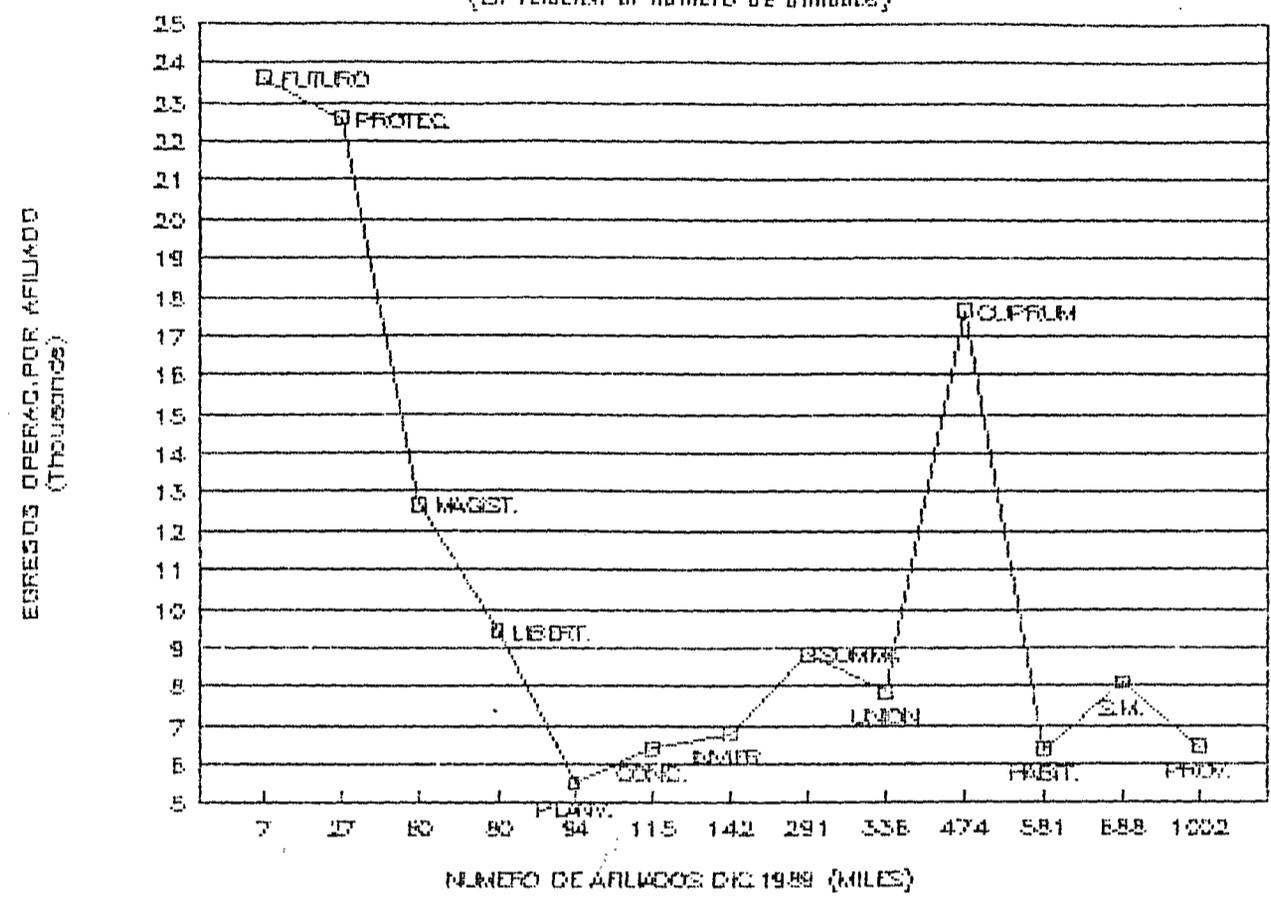
c) Resultados Financieros de las A.F.P.

El aumento ininterrumpido en los ingresos operacionales de las A.F.P. - aún después de la baja en las comisiones cobradas - y la gran estabilidad en los gastos totales (sólo alterada por el incremento de 1988 y 1989 ya comentado), han permitido un continuo mejoramiento en sus resultados. Así, la rentabilidad sobre el patrimonio ha crecido desde -18,2% en 1981 (cuando existían fuertes costos de puesta en marcha y un menor número de afiliados), hasta 47,1% en 1989, con un promedio anual de 9,5%. La rentabilidad sobre activos ha crecido desde -11,5% a 34,6% en el mismo período, con un promedio real anual de 7,6% (Ver Cuadro # 33). Al examinar las cifras llama la atención la alta rentabilidad de los últimos años, especialmente 1989. Sin embargo, los resultados de 1989 pueden no ser representativos de una tendencia, pues reflejan un aumento extraordinario de ingresos - que alcanzó 17% en términos reales - originado por aumentos en el número de cotizantes (5%) y, sobre todo, por aumentos en la remuneración imponible promedio de éstos. La reacción de las A.F.P. frente a estos cambios fue bajar fuertemente sus comisiones (8,7% en términos reales en 1989), lo que - ceteris paribus - debería afectar los resultados del año 1990 y siguientes.

Por otra parte, una fracción importante de las utilidades de las A.F.P. debe capitalizarse obligatoriamente para la constitución del Encaje, que debe crecer proporcionalmente con el Fondo de Pensiones. Así, la utilidad líquida distributable como dividendo es menor que la utilidad total. En efecto, las A.F.P. debieron capitalizar durante el período 1986 - 1989 el equivalente al 49% de sus utilidades para cumplir con la exigencia legal del Encaje. En otras palabras, las A.F.P. deben obtener como mínimo un 13,5% de rentabilidad anual sobre el patrimonio para financiar el Encaje. Esta cifra es superior al promedio histórico de rentabilidad.

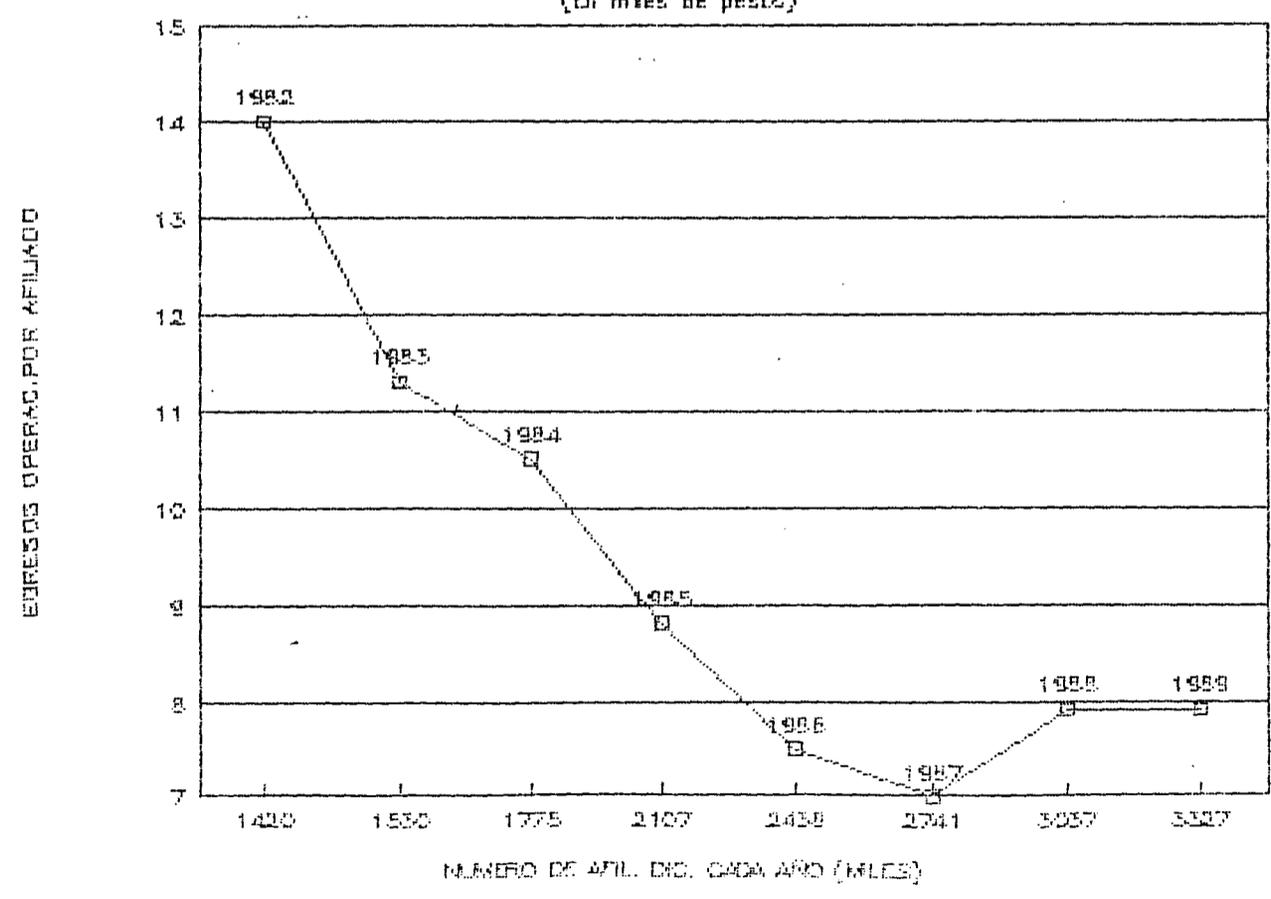
EGRESOS OPERAC. POR AFILIADO (1989)

(En relación al número de afiliados)



EGRESOS OPERAC. POR AFILIADO

(En miles de pesos)



C U A D R O N° 33

RESULTADOS A.F.P.
(PORCENTAJE)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	PROMEDIO
Rentab. de los Activos	-11.56	-11.49	-1.41	2.15	10.29	17.27	17.51	17.08	34.64	7,5
Rentab. del Patrimonio	-18.25	-17.32	-1.84	3.18	15.39	24.54	25.43	24.47	47.07	9,5
Var.Encaje/Utilidades (1)	N.D.	- 825	2,089	- 783	153	81	47	48	21	--
Var.Encaje/Patrimonio	N.D.	143	- 38	- 25	24	20	12	12	10	--

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

FUENTE: Elaboración propia en base a Memorias de cada año.

5.4. FONDOS DE PENSIONES

5.4.1. Evolución de los Fondos de Pensiones

En moneda de igual valor (Diciembre, 1989) los Fondos de Pensiones administrados por las A.F.P. aumentaron desde un total de \$ 53.681 millones a fines de 1981, hasta \$ 1.334.643 millones en Diciembre de 1989, lo que implica un crecimiento superior a veinticuatro veces (Ver Cuadro # 34).

La alta tasa de crecimiento de los Fondos de Pensiones se explica tanto por el bajo número de pensiones pagadas (la población afiliada es relativamente joven) como por la alta rentabilidad de las inversiones. También incidió en el incremento de los Fondos el importante aumento experimentado por el empleo a partir de 1983 (Ver Cuadro N° 18).

En Diciembre de 1989, el portfolio de inversiones de los Fondos de Pensiones tenía un plazo promedio de 1.209 días (renta fija), y estaba compuesto en un 90% por títulos denominados en U.F. (reajustables por inflación). Los Fondos se encontraban invertidos en instrumentos emitidos por 99 instituciones distintas, incluyendo 40 empresas privadas, 50 instituciones financieras y 3 emisores estatales.

Después del Banco Central de Chile, que reúne 38,1% de las inversiones totales, la mayor concentración por emisor se produce en los casos de la Empresa Nacional de Electricidad (Endesa) que concentra un 5,3% de la inversión total de los Fondos de Pensiones (bonos y acciones), y del Banco de Chile (Privado) que concentra el 6,45% de la inversión (depósitos a plazo y letras hipotecarias).

El sector económico que concentra el mayor porcentaje de la inversión "directa" es vivienda (a través de la inversión en letras hipotecarias) con un 20,65% de la inversión total; luego está el sector eléctrico con un 9,17%; transporte y telecomunicaciones con 6,81%; minero con 2,15%; madera y celulosa con 2,07%; industria con 0,68% y compañías de leasing con 0,27% de los fondos totales.

La estructura de inversión por instrumentos muestra que a Diciembre de 1989 un 41,6% de los Fondos de Pensiones se encontraba invertido en títulos estatales; 21,5% en depósitos y bonos bancarios; 17,7% en letras hipotecarias; 10,1% en acciones; y 9,1% en bonos de empresas.

Durante el período 1981 - 1989 se han producido cambios de importancia en la estructura de inversiones. Inicialmente, cuando los Fondos de Pensiones comienzan a acumular recursos sin que exista un mercado desarrollado para papeles de largo plazo, se produce una fuerte concentración en papeles emitidos por instituciones financieras, que llegan a representar un 73,4% de la inversión total. Luego, y a medida que el Banco Central comienza a emitir títulos de deuda para financiar los

C U A D R O N° 34

INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES
(Porcentaje del total a Dic. de cada año)

INSTRUMENTO	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
BANCO CENTRAL	27.4	4.3	14.1	16.6	20.4	26.0	29.8	30.0	38.1
TESORERIA	0.7	21.7	30.4	25.7	22.2	20.7	11.7	5.4	3.5
TOTAL TITULOS ESTATALES	28.1	26.0	44.5	42.2	42.6	46.7	41.5	35.4	41.6
DEPOSITOS Y BONOS BANC.	61.9	26.6	2.7	12.9	20.9	23.2	28.3	29.5	21.5
LETRAS HIPOTECARIAS	9.4	46.8	50.7	43.1	35.3	25.5	21.4	20.6	17.7
BONOS EMPRESAS	0.6	0.6	2.2	1.8	1.1	0.8	2.6	6.4	9.1
ACCIONES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	6.2	8.1	10.1
TOTAL TITULOS PRIVADOS	71.9	74.0	55.6	57.8	57.4	53.3	58.5	64.6	58.4
TOTAL CARTERA (MM\$ DE DIC.1989)	53.681,1	167.355,1	302.942,2	399.216,2	549.610,5	720.949,6	881.723,7	1.082.372,0	1.334.643,5

FUENTE: Boletín Estadístico Mensual S.A.F.P. y cálculos internos.

programas de ayuda a las instituciones financieras que se implementaron como consecuencia de la crisis de 1982, aumenta el porcentaje de inversión en títulos estatales y cae proporcionalmente la inversión en depósitos bancarios. La participación de los instrumentos de la Tesorería General de la República ha disminuído desde 1983, pues el Fisco no ha emitido cantidades importantes de títulos de deuda durante los últimos años. También ha caído la participación de la inversión en letras hipotecarias, aunque los Fondos de Pensiones son los principales inversionistas en este tipo de instrumentos. Esto se debe a que la oferta de letras ha crecido menos que los Fondos.

Como medio alternativo para profundizar la contribución que hacen los Fondos de Pensiones al financiamiento de vivienda, y para abrir la inversión en bienes raíces en general, en 1989 se autorizó la inversión de los Fondos de Pensiones en acciones de Sociedades Inmobiliarias, y en 1990 en cuotas de Fondos de Inversión. Las Sociedades Inmobiliarias son entidades de giro exclusivo que pueden invertir directamente en bienes raíces de uso comercial o en mutuos hipotecarios para la vivienda. Los Fondos de Inversión, a su vez, son patrimonios con administración especializada que, según las características del portfolio, se dividen en Fondos de Inversión Inmobiliarios, Mobiliarios y de Capital de Riesgo. Los Fondos Inmobiliarios pueden invertirse en bienes raíces o en distintos instrumentos de financiamiento para la vivienda. Los Fondos Mobiliarios pueden invertirse en los títulos tradicionales (bonos, acciones, instrumentos del Estado, etc.), mientras los Fondos de Capital de Riesgo pueden invertirse en algún porcentaje en empresas nuevas, que pueden representar un mayor riesgo, pero también una mayor rentabilidad.

Después que se autorizó la inversión en acciones a partir de 1985, la participación de éstas en el portfolio ha crecido rápidamente, tendencia que se explica no sólo por la búsqueda de mayor diversificación por parte de las A.F.P., sino que también por el excelente rendimiento de esta inversión durante los últimos años (2).

Durante los años 1989 y 1990 se ha autorizado también la inversión en acciones de un mayor número de empresas; en efectos de comercio; y, en instrumentos emitidos por entidades extranjeras. En los dos últimos casos, falta la aprobación del reglamento para que la autorización legal se haga efectiva.

(2) La rentabilidad real del IPISA fue de 120% en 1986, 42% en 1987, 45% en 1988, y 56% en 1989.

5.4.2. Rentabilidad Fondos de Pensiones

La rentabilidad real anual promedio de los Fondos de Pensiones entre 1981 y 1989 fue de 13,6% (Ver Cuadro N° 35), cifra que resulta bastante alta comparada con el rendimiento de 7,7% obtenido por los depósitos a plazo reajustables en el mismo período, y con las tasas de rentabilidad que usualmente se utilizan para las proyecciones de pensiones, que fluctúan entre 5% y 6%. Sin embargo, el retorno de las inversiones muestra tendencia a equilibrarse en niveles inferiores al promedio acumulado. Los extraordinarios resultados obtenidos durante los primeros años de funcionamiento del sistema de A.F.P. se explican por las altas tasas de interés vigentes en 1981 y su posterior tendencia descendente, que provocó una valorización de los Fondos de Pensiones.

Al analizar las cifras de rentabilidad año a año debe tenerse presente que los Fondos se valorizan a precios de mercado, por lo que pueden producirse fuertes ganancias o pérdidas de capital según sea la trayectoria de las tasas de interés y del mercado bursátil.

5.4.3. Rentabilidad de Cuentas de Capitalización Individual y Ahorro Voluntario

La rentabilidad de las Cuentas de Capitalización Individual difiere de la rentabilidad de los Fondos de Pensiones por el efecto de la comisión fija cobrada por las A.F.P., que se descuenta de dichas cuentas. La existencia de esta comisión implica, tal como se explicó anteriormente, diferencias de rentabilidad entre distintos niveles de renta.

Además, hasta fines de 1987 las A.F.P. cobraban también una comisión porcentual sobre mantención de saldo, que se descontaba de las cuentas previsionales de los afiliados y que, por lo tanto, influía también sobre la rentabilidad de dichas cuentas.

C U A D R O N° 35

FONDOS DE PENSIONES:
RENTABILIDAD REAL ANUAL DE LAS INVERSIONES (O CUOTA)(1)
(PORCENTAJES)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	PROMED. ANUAL 1981-1989
SISTEMA A.F.P.(2)	27.5	28.5	21.2	3.6	13.4	12.3	5.4	6.5	6.9	13.6
TASA DE INTERES PROMEDIO SISTE- MA FINANCIERO (3)	13.2	12.1	7.8	8.4	8.2	4.1	4.3	4.5	6.7	7.7

(1) Deflactado por U.F.

(2) Promedio ponderado por los Fondos de Pensiones.

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

FUENTE: Elaboración propia en base a información de S.A.F.P. y Banco Central.

C U A D R O N° 36

RENTABILIDAD REAL ANUAL CUENTAS DE CAPITALIZACION
INDIVIDUAL SISTEMA DE A.F.P.(1)
(PORCENTAJES)

RENTA	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	PROMED. ANUAL 1981-1989
10 U.F.	- 5,2	15,8	14,7	- 0,1	10,1	9,9	4,0	5,0	6,9	7,1
60 U.F.	5,3	25,5	19,4	2,4	11,6	10,9	4,5	6,5	7,3	8,7

(1) Promedio simple.

FUENTE: Elaboración propia.

La rentabilidad de las Cuentas de Capitalización depende, entonces, de la rentabilidad obtenida en la inversión de los Fondos de Pensiones y de la comisión fija. En el cuadro N° 36 se muestra los resultados obtenidos por el sistema de A.F.P. desde Junio de 1981 hasta Diciembre de 1989 y durante este último año, para una renta de 10 U.F. y de 60 U.F. Como se puede apreciar, la rentabilidad acumulada de la cuenta para una renta de 60 U.F. es superior en 18% a la rentabilidad de cuenta para una renta de 10 U.F.. En 1989 la diferencia se reduce a 5,5%.

En cuanto a la Cuenta de Ahorro Voluntario, la rentabilidad que obtienen los afiliados por sus ahorros es igual a la rentabilidad de los Fondos de Pensiones, debido a que las A.F.P. no están cobrando actualmente comisiones por el retiro de recursos de estas cuentas.

6.- PROBLEMAS Y RESTRICCIONES PARA UNA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES

6.1. Problemas de la Transición

La transición desde un régimen de reparto hacia otro de capitalización presenta una serie de problemas que deben ser resueltos satisfactoriamente para asegurar el éxito del nuevo sistema. Los aspectos más importantes a evaluar se refieren al impacto fiscal de la reforma; a la necesidad de definir el destino del sistema que es reemplazado; y a la creación de condiciones que favorezcan la rápida consolidación del esquema emergente.

6.1.1. Presupuesto del Sector Público

a) Efectos de la reforma sobre el presupuesto del sector público

Las principales consecuencias de la reforma sobre el presupuesto del sector público durante la etapa de transición, se originan en el traspaso de cotizantes desde las instituciones del régimen antiguo al sistema nuevo y en los pagos que deben efectuar aquellas instituciones a los trabajadores que se traspasan en reconocimiento de las cotizaciones que habían efectuado en ellas.

El traspaso de cotizantes de un sistema a otro provoca una reducción significativa en los ingresos por cotizaciones de las instituciones del régimen antiguo, que no tiene como contrapartida una disminución de los pagos de beneficios, pues éstas deben seguir cancelando las prestaciones a los trabajadores que ya se han pensionado.

Por otra parte, a medida que se van jubilando los trabajadores que se cambiaron de sistema, las instituciones del régimen antiguo deben pagarles los derechos que adquirieron por las cotizaciones que efectuaron en ellas. Este pago puede efectuarse de una sola vez en el momento que la persona se acoge a pensión, o en forma distribuida en el tiempo, como una proporción de la pensión que recibe el trabajador. Esta última opción alivia la situación de caja del Fisco en los primeros años de la etapa de transición, aunque mantiene una responsabilidad financiera de éste por más tiempo.

La reforma previsional genera, entonces, un problema de liquidez para el fisco durante la transición. Desde el punto de vista económico, sin embargo, no existe un aumento del déficit público en el largo plazo, pues la disminución de las cotizaciones provocada por el traslado de imponentes hacia el sistema nuevo tendrá como contrapartida una reducción de los compromisos futuros de pagos de pensión. De hecho, si el sistema hubiese acumulado reservas en proporción a sus pasivos, la reforma

tampoco debería generar problemas de caja, pues las obligaciones se pagarían liquidando los activos correspondientes.

Por otra parte, el déficit generado por la reforma en la etapa de transición debe interpretarse con cautela pues, para tener una visión completa del problema, se debería comparar estas cifras con una estimación del eventual déficit que hubiera existido en ausencia de la reforma, en la medida que se prolongara la tendencia decreciente en la relación de activos a pasivos y no fuese posible bajar el nivel de beneficios o subir las tasas de cotización.

La forma en la cual se resuelva el desequilibrio presupuestario por parte del sector público puede tener importantes consecuencias sobre variables económicas clave, como la tasa de interés y el volumen de ahorro. Las alternativas que se presentan son: reducción de gastos corrientes y/o de capital del sector público; aumento de los ingresos fiscales vía mayores impuestos y/o venta de activos; y mayor endeudamiento.

La alternativa de mayor endeudamiento público se facilita por el hecho que las instituciones del sistema nuevo comienzan a acumular importantes fondos que deben ser invertidos en activos financieros. Por otra parte, en economías que están desarrollando un proceso de privatización, la venta de activos públicos a las mismas instituciones del sistema nuevo puede representar una fuente importante de ingresos para el fisco.

b) El caso chileno

La experiencia chilena se caracterizó por un traslado masivo de trabajadores hacia las A.F.P., lo que significó una reducción importante de los ingresos por cotizaciones de las Cajas de Previsión del régimen antiguo. En los primeros años posteriores a la reforma (1982-1983), esta caída de los ingresos fue agravada por una disminución de las remuneraciones reales y una reducción en la frecuencia de pago de las cotizaciones, que fueron consecuencia del aumento en la tasa de desempleo y del deterioro de la situación financiera de las empresas originado, a su vez, en la crisis económica de ese período.

Se sumó a este efecto un aumento en el flujo de gastos esperado del régimen de reparto, como consecuencia de la modalidad escogida para cancelar la deuda con los afiliados del sistema antiguo que se cambiaban al nuevo. Recordemos que, tal como vimos en la sección 4.2., el total de esta deuda se cancela en un sólo pago al momento de pensionarse el trabajador, y no como flujo de pensiones. En consecuencia, la reforma obligó al Fisco a reconocer un déficit de importancia en el antiguo sistema previsional.

Déficit Previsional 1981-1988. Se define como déficit previsional la suma del déficit operacional de las Cajas de Previsión más los pagos por concepto de Bonos de Reconocimiento. El déficit operacional corresponde a su vez, a la diferencia entre los pagos de pensiones y los ingresos por cotizaciones. Los montos que se consideran por concepto de Bono de Reconocimiento son los pagos que efectivamente se han debido realizar a los afiliados a las A.F.P. que se han pensionado en el período y que tenían cotizaciones en el sistema antiguo. No se incluye dentro del déficit previsional otros egresos, tales como los pagos de pensiones mínimas y los pagos de pensiones asistenciales, ya que éstos no dependen del sistema de pensiones que se encuentre vigente.

Tal como se puede apreciar en el Cuadro # 37, el déficit previsional aumentó desde \$ 62.312 MM en 1981 a \$ 245.672 MM en 1989. Gran parte de este crecimiento se registró durante 1982, como consecuencia del traslado masivo de cotizantes desde las Cajas de Previsión a las A.F.P., y del significativo deterioro de la situación económica general. En 1981 el déficit previsional representó el 1,2% del P.G.B., proporción que aumentó a 3,2% en 1982 y a 3,9% en 1984, y que en los años siguientes ha fluctuado entre un 3,4% y 3,8% del P.G.B..

El componente más importante del déficit previsional es el déficit operacional, que alcanzó a \$ 193.656 MM en 1988, representando un 89,4% del déficit total. Los pagos por Bonos de Reconocimiento correspondieron al 10,6% restante, lo que equivale a \$ 23.035 MM. Este último item ha crecido significativamente entre 1981 y 1988, tanto en millones de pesos como en porcentaje del total del déficit.

El principal factor que explica el aumento del déficit operacional después de la reforma es la disminución de los ingresos por cotizaciones que registraron las Cajas de Previsión por el traslado de trabajadores a las A.F.P.. Esta reducción se puede estimar a través del volumen de recursos que han enterado los cotizantes a los Fondos de Pensiones, que pasan de \$ 41.873 MM en 1981 a \$ 80.911 MM en 1982 y a \$ 156.906 MM en 1989 (Ver Cuadro N° 38). En 1982 las cotizaciones a los Fondos representaron un 53,5% del déficit previsional de las cajas y un 1,7% del P.G.B., en tanto que en 1989 estos porcentajes fueron de 71,8% y 2,3%, respectivamente.

Déficit Previsional y su financiamiento. Los recursos de los Fondos de Pensiones constituyeron en Chile una fuente importante de financiamiento del déficit previsional entre los años 1981 y 1988. Este financiamiento fue captado por el Fisco a través de la venta a los Fondos de títulos de deuda de la Tesorería General de la República y de acciones de empresas públicas que fueron privatizadas.

C U A D R O N° 37

DEFICIT PREVISIONAL SISTEMA ANTIGUO
(Millones de \$ de 1989)

AÑO	DEFICIT OPERACIONAL (1)	BONOS DE RECONOCIMIENTO (2)	DEFICIT PREVISIONAL (3)	DEF.PREV./ P.G.B.(%) (4)	VARIACION % DEF.PREVIS. (5)
1981	62.030	282	62.312	1,16	--
1982	147.153	3.966	151.119	3,18	142,5
1983	164.185	7.719	171.904	3,66	13,8
1984	173.661	9.367	183.028	3,85	6,5
1985	166.475	11.718	178.193	3,60	- 2,6
1986	178.741	16.718	195.459	3,74	9,7
1987	189.713	21.210	210.923	3,78	7,9
1988	193.656	23.035	216.691	3,42	2,7
1989*	N.D.	N.D.	245.672	3,62	13,4

* Se utilizó la cifra de déficit previsional proyectado.

FUENTE: Cifras calculadas con información de Ortuzar y Pozo (1986)

C U A D R O N° 38

COTIZACIONES A LOS FONDOS DE PENSIONES *

AÑO	COTIZACIONES MM\$ 1989	COTIZ./P.G.B. %	COTIZ./DEF.PREV. %
1981**	41.873	0,78	67,20
1982	80.911	1,70	53,54
1983	71.044	1,51	41,33
1984	74.809	1,57	40,87
1985	77.487	1,56	43,48
1986	88.363	1,69	45,21
1987	95.977	1,72	45,50
1988	131.368	2,07	60,62
1989	156.906	2,31	63,87**

* Cotizaciones netas de pagos de pensiones y de comisiones (fija y porcentual por mantención de saldo en la cuenta individual).

** Estimación.

FUENTE: Boletines mensuales S.A.F.P., Boletín Mensual Bco. Central de Chile y Cuadro N° 37.

En el Cuadro N° 39 se muestra la inversión de los Fondos de Pensiones en títulos de Tesorería. Como se puede apreciar, esta vía de financiamiento fue muy importante en los primeros años del sistema de A.F.P., llegando a cubrir un máximo de 29% del déficit previsional durante 1983. Sin embargo, en los tres años siguientes las colocaciones netas de papeles de la Tesorería (ventas menos vencimientos) a los Fondos bajan significativamente, llegando a ser negativas en el período 1987-1989. El máximo porcentaje de inversión de los Fondos de Pensiones en papeles de Tesorería se alcanza en 1983 cuando llega a 30%. A fines de 1989 dicho porcentaje había bajado a 3,5%.

Por otra parte, a partir de 1985 el Fisco comienza a traspasar porcentajes importantes de la propiedad de algunas de sus empresas al sector privado. A fines del mismo año, se autoriza la inversión de los Fondos de Pensiones en acciones de algunas empresas, básicamente las mismas que se estaban privatizando. De esta manera, los Fondos de Pensiones compran importantes porcentajes de la propiedad de empresas estatales, especialmente durante el período 1986-1988. Así, el Fisco obtiene por esta vía una fuente significativa de financiamiento (Ver Cuadro N° 40), que le permite reducir sus niveles de endeudamiento interno.

Otras fuentes importantes de financiamiento del déficit han sido las ventas de activos de las Cajas de Previsión, y la reducción de los gastos corrientes, alternativas que significan una contribución importante del Fisco al esfuerzo de ahorro interno y que permiten, por lo tanto, magnificar el impacto de los Fondos de Pensiones como fuente de financiamiento para proyectos del sector privado (1).

Proyección del Déficit Previsional.

La evolución estimada para el déficit previsional entre el año 1990 y el año 2.015 se presenta en el Cuadro N° 41. Las cifras muestran un incremento del déficit previsional hasta el año 2.000, para luego caer sostenidamente hasta el fin del período de proyección.

(1) Ver Sección 6.2.

C U A D R O N° 39

INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN TITULOS DE TESORERIA (*)

<u>AÑO</u>	<u>MONTO</u> <u>(millones \$ 1989)</u>	<u>VAR.</u>	<u>INV. COMO % DE</u> <u>FONDOS DE PENSIONES</u>	<u>VAR. COMO %</u> <u>DEF. PREV.</u>
1981	338	338	0,7	0,5
1982	32.857	32.519	21,7	21,5
1983	83.182	50.325	30,4	29,3
1984	92.541	9.359	25,7	5,1
1985	110.432	17.891	22,2	10,0
1986	134.689	24.257	20,7	12,4
1987	93.086	- 41.603	11,7	- 19,7
1988	53.052	- 40.034	5,4	- 18,5
1989	41.891	- 11.161	3,5	- 4,5

* Fines de año.

FUENTE: Cálculos propios en base a información de la S.A.F.P. y Cuadro N° 37.

C U A D R O N° 40

INVERSION FONDOS DE PENSIONES EN ACCIONES
DE EMPRESAS PRIVATIZADAS

<u>AÑO</u>	<u>MONTO</u> <u>(MM\$ DIC.89)</u>	<u>VAR.</u>	<u>% FONDOS</u>	<u>% DEFICIT</u> <u>PREVIS.*</u>
1985	54	--	--	--
1986	27.079	27.025	3,76	13,9
1987	55.024	27.945	6,24	13,2
1988	87.474	32.450	8,08	15,0

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

FUENTE: Estimaciones propias en base a antecedentes de la S.A.F.P. y cuadro N° 37

C U A D R O N° 41

DEFICIT PROYECTADO DE LA SEGURIDAD SOCIAL

AÑO	DEFICIT SEGURIDAD SOCIAL	DEFICIT S.S./P.N.B.
	MM\$ 1989	(%)
1990	255.809	3,44
1991	265.943	3,47
1992	276.159	3,50
1993	285.877	3,52
1994	295.180	3,53
1995	301.449	3,50
1996	306.398	3,45
1997	310.358	3,39
1998	312.447	3,32
1999	312.820	3,22
2000	313.523	3,14
2001	312.178	3,03
2002	309.355	2,92
2003	305.029	2,79
2004	299.281	2,66
2005	293.095	2,53
2006	277.061	2,32
2007	269.109	2,19
2008	260.486	2,06
2009	251.298	1,93
2010	238.875	1,78
2011	225.007	1,63
2012	210.992	1,48
2013	196.717	1,34
2014	182.377	1,21
2015	167.879	1,08

Fuente: Estimado con información de Ortuzar y Pozo (1986).

Suponiendo que el P.G.B. crece a una tasa promedio de 3% durante el período analizado, observamos que el déficit previsional alcanza como máximo un 3,5% del P.G.B. hacia 1994. Después de este año la proporción entre déficit previsional y P.G.B. baja persistentemente hasta ubicarse en 1,1% en el año 2015. En ningún año de este período se sobrepasa la relación observada en los primeros años de la reforma.

6.1.2. Transición desde el régimen de reparto al sistema de capitalización

a) Los Problemas de la Transición

Se puede distinguir tres etapas en la transición desde un sistema de reparto a uno de capitalización. La primera consiste en la racionalización del régimen de reparto; la segunda en la introducción del sistema de capitalización; y la última, la consolidación de este sistema y la fusión de las distintas instituciones que operan en el antiguo régimen.

En la mayoría de los sistemas de reparto que operan en el mundo se enfrenta una situación caracterizada por la existencia de múltiples instituciones con variados regímenes de pensiones y con marcadas diferencias entre ellos, altas tasas de cotización y multiplicidad de beneficios, además de los desequilibrios financieros ya comentados.

Cuando existe libertad de elección entre el régimen nuevo y el antiguo o, en otras palabras, cuando la reforma da origen a un régimen sustitutivo del vigente, es necesario efectuar, en forma previa a la instauración de un sistema de capitalización integrado, reformas que uniformen la estructura de beneficios que entregan los distintos regímenes existentes, transfiriendo en lo posible a otras instituciones todos aquellos programas que no tengan relación directa con el pago de pensiones. En ausencia de uniformidad, resulta indudable que los trabajadores optarán por el sistema que ofrezca mayores beneficios presentes (distintos a la pensión) o condiciones más generosas para obtener los beneficios, obstaculizándose así el desarrollo del nuevo sistema.

Esto plantea el tema de las opciones que existen para motivar el traslado de los imponentes hacia el nuevo sistema. Dicho objetivo puede conseguirse simplemente obligando a los trabajadores a cambiarse, o estableciendo un esquema de incentivos que favorezca dicho cambio. En el primer caso, se maximiza el impacto negativo sobre las finanzas públicas pues se priva al régimen vigente de toda la recaudación. Además, se presentan problemas para reconocer adecuadamente los derechos adquiridos por los trabajadores que ya han pagado cotizaciones, y especialmente en el caso de aquellos que estén próximos a pensionarse. Por último, la incorporación instantánea de un gran número de trabajadores a las instituciones del

nuevo sistema dará, con seguridad, origen a problemas operativos de importancia. La estrategia del cambio voluntario, en cambio, tiene las ventajas de favorecer un desarrollo más armónico y ordenado del nuevo sistema, atenuar el impacto de la reforma sobre las finanzas públicas, y validar públicamente el nuevo esquema pues la decisión de traspaso será individual y voluntaria.

Sin embargo, aún bajo este esquema de cambio voluntario resulta muy importante considerar incentivos en favor del traslado. Desde luego, un ambiente propicio para el traspaso requiere la creación de un mecanismo adecuado que reconozca las cotizaciones que hayan efectuado los trabajadores que pertenecieron al régimen antiguo. También requiere una amplia difusión de las características fundamentales del nuevo sistema y de las ventajas que puede representar para los trabajadores.

Finalmente, cuando ya se ha producido un traslado masivo de imponentes al nuevo sistema, parece razonable fusionar las distintas instituciones del régimen antes vigente, pues éstas quedarán sobredimensionadas por el éxodo de sus afiliados. La fusión permite una operación más eficiente de estas instituciones y la venta de parte de sus activos, contribuyendo con ello a financiar el desequilibrio que se genera en el presupuesto público durante la etapa de transición.

b) Transición en Chile

Cambio en el antiguo sistema de reparto. Hacia fines de 1979 operaban en el país 32 instituciones que otorgaban prestaciones previsionales a sus afiliados. Tal como hemos visto, existían marcadas diferencias en los beneficios que se daban a los imponentes de una y otra entidad previsional, estando en peor situación relativa los afiliados al Servicio de Seguro Social, que correspondían a los obreros, aprendices y algunos grupos de trabajadores independientes.

Esta situación comenzó a corregirse con anterioridad al inicio del sistema de A.F.P.. Así, el D.L. N° 2.448 de 1979, uniformó los requisitos de tiempo y edad para pensionarse por vejez y antigüedad. Además, estableció una edad mínima para obtener este beneficio de 65 años para los hombres y de 60 años para las mujeres. No obstante, aquellos imponentes que ya tenían un considerable tiempo cotizado pudieron jubilar con menores edades.

El mismo D.L. consagró un mecanismo de reajustabilidad de las pensiones, que cada cierto tiempo permite devolver el 100% del poder adquisitivo perdido producto de la inflación, aunque en algunas oportunidades se han concedido reajustes por montos inferiores.

Sin embargo, estos cambios no eliminaron todas las diferencias entre el antiguo sistema y las A.F.P., persistiendo algunas tales como la libre afiliación vs. afiliación por tipo de trabajo, además de las diferencias estructurales en la modalidad de financiamiento y administración.

Posteriormente, una vez que se produjo un traslado masivo de imponentes a las A.F.P., las Cajas de Previsión fueron fusionadas en el Instituto de Normalización Previsional, eliminándose recién en este momento algunas normas discriminatorias, tal como la afiliación según tipo de trabajo.

Incentivos para la incorporación al nuevo sistema de A.F.P.

El traslado de trabajadores del antiguo al nuevo sistema comenzó en 1981. En el caso chileno se optó por una solución mixta, obligándose a los trabajadores dependientes que iniciaran labores después del 1° de Enero de 1983 a afiliarse a las A.F.P., pero dando libertad al resto de los trabajadores dependientes y a los trabajadores independientes para incorporarse al nuevo sistema.

Sin embargo, todos los trabajadores tuvieron un poderoso incentivo para cambiarse, consistente en un aumento de su remuneración líquida. Este incremento fue posible gracias a la disminución de la tasa de cotización desde un promedio de 25,6% en el régimen antiguo hasta 17% (incluyendo salud) en las A.F.P.. Simultáneamente, se estableció que las nuevas cotizaciones serían de cargo del trabajador y se elevó la remuneración imponible en un promedio de 17% para compensar este efecto.

Como resultado de estos cambios, aquellos trabajadores que optaron por cambiarse al nuevo sistema vieron aumentar su remuneración líquida en proporción a la diferencia entre la antigua tasa de cotización (que variaba según la institución a la que estuviesen afiliados) y la nueva tasa pareja de 17%. Así, por ejemplo, la remuneración líquida para un trabajador que antes cotizaba 25,6% subía en 11,6% si este decidía cambiarse a una A.F.P. (1).

(1) Salario líquido inicial: $W(1-0.256) = 0.744 W$. Nuevo Salario líquido $W(1-0.17) = 0,83 W$. Relación Salarios: $0.83/0.744 = 1.116$.

Las principales razones que permitieron bajar las tasas de cotización fueron la unificación de las edades de pensión (en 65 años los hombres y 60 años las mujeres), que se logró al eliminarse la jubilación por años de servicio; la reducción esperada en la evasión; y, el aumento esperado en eficiencia operativa.

Otro factor de importancia que incidió en la decisión de traspaso al sistema de A.F.P. fue el reconocimiento de las cotizaciones que los trabajadores habían efectuado al sistema antiguo, a través del Bono de Reconocimiento y, posteriormente, el complemento del Bono de Reconocimiento.

También influyeron en la decisión de cambio a las A.F.P. factores como: la propiedad privada de los fondos previsionales, la libertad de elección de la Administradora y de la modalidad de pensión, y la indexación de las pensiones a la variación del IPC.

6.1.3. Creación de las A.F.P.

La creación de las A.F.P. involucra requerimientos importantes de capital y de tecnología computacional, pues el sistema exige un seguimiento individual de la historia previsional de cada uno de sus afiliados, la contabilización rigurosa de sus cotizaciones y de la rentabilidad de las inversiones, y la máxima información a los afiliados. Una medida de la inversión requerida para formar las A.F.P. es el monto de patrimonio que estas instituciones tenían a Diciembre de 1981, primer año de funcionamiento del sistema, y que alcanzaba a US\$ 128 millones (1).

El proceso de creación de las A.F.P. fue facilitado en Chile por el abundante financiamiento de capital que existía en la época de instauración del nuevo sistema, y por la autorización para que instituciones financieras participaran en la formación de las administradoras. Así, de las doce A.F.P. que comenzaron a operar en 1981 seis tenían relaciones de propiedad con bancos.

(1) Sumando pérdidas acumuladas.

6.2. Mercado de Capitales

Una de las características más destacadas del sistema de pensiones basado en la capitalización individual es la acumulación de volúmenes crecientes de recursos financieros. Para asegurar que la administración de estos recursos cumpla con las condiciones de maximizar la rentabilidad en el largo plazo, es necesario tanto un marco regulatorio de las inversiones de los Fondos de Pensiones que reconozca los efectos de dicho crecimiento, como también la máxima eficiencia en el proceso de intermediación de los fondos. Además, la acumulación de esta importante cantidad de recursos financieros en manos de administradores privados, obliga a reflexionar sobre el eventual problema de concentración de poder económico.

6.2.1. Regulación a las inversiones de las A.F.P.

En la sección 4.2. anterior se describieron las principales normas a que están sujetas las inversiones de los Fondos de Pensiones. Estas se basan en dos principios básicos: la transparencia del proceso de inversión (y la facilidad de fiscalización) y la diversificación de los Fondos entre alternativas que no representen más que cierto nivel de riesgo, estimado éste en base a un análisis financiero estandarizado. Sin embargo, aunque conceptualmente estos criterios son inobjetable, la experiencia chilena ha demostrado que puede ser necesario cierto grado de compromiso entre ellos, para asegurar que no se vea amenazado el objetivo principal del sistema de pensiones.

Específicamente, para garantizar la máxima rentabilidad de largo plazo se hace necesario estimular la innovación financiera y la diversificación, a costa de sacrificar un nivel absoluto máximo de riesgo por instrumento, y de enfrentar mayores dificultades para la fiscalización.

El origen del problema se encuentra precisamente en la rápida acumulación de los Fondos de Pensiones, y en el consecuente crecimiento de la demanda por instrumentos financieros de estos inversionistas institucionales.

Las proyecciones de crecimiento de los Fondos de Pensiones indican que las A.F.P. deberán invertir en el futuro cercano más de US\$ 1.000 millones adicionales al año (1). Dadas las normas de inversión vigentes, esto significa una demanda de monto equivalente por activos financieros, situación que obligará a la autoridad a dejar los espacios necesarios para evitar que ella se concentre en pocos papeles, y se generen problemas de menor liquidez (y dificultades de valorización económica) y caídas en las tasas de retorno.

(1) Ver A.Iglesias et. al.(1988).

De hecho, la rápida acumulación de recursos durante los primeros años de funcionamiento del sistema de A.F.P. ha significado un aumento importante en la participación de estos inversionistas institucionales en el mercado de instrumentos financieros en los cuales están autorizados a invertir. Esto refleja que la tasa de acumulación de recursos de los Fondos de Pensiones ha sido superior a la tasa de crecimiento en la oferta de activos financieros autorizados. Tal como se observa en el Cuadro # 42, la participación de los fondos en el mercado de algunos instrumentos específicos ya es absolutamente mayoritaria.

Destaca el caso de las letras hipotecarias e instrumentos del Banco Central, con participación superior al 50%, y el caso de los instrumentos de la Tesorería General de la República, donde la participación supera el 90%.

Si esta situación no se corrige oportunamente, se producirá un aumento de importancia en el precio de estos activos, deteriorándose la rentabilidad de los Fondos de Pensiones. Para evitar los problemas que significa una caída en la tasa de rentabilidad en términos de menores pensiones, se hace necesario, en consecuencia, asegurar que las normas de inversión de los Fondos de Pensiones no segmenten exageradamente el mercado, obligando a éstos a concentrar la demanda en un rango limitado de instrumentos. Simultáneamente, el marco regulatorio debe facilitar el desarrollo del mercado de capitales, de tal manera que se produzca el grado de "securitization" de los activos de la economía necesario para satisfacer la demanda creciente de los Fondos de Pensiones por instrumentos de inversión.

Tal como se advirtió, esta tendencia hacia la mayor diversificación no está exenta de problemas, pues supone la incorporación a los portfolios de los Fondos de Pensiones de activos cada vez más heterogéneos y de difícil valorización. Sin embargo, tal dificultad es inevitable, y se debe enfrentar a través de los procedimientos de clasificación de riesgo, los límites de inversión y una adecuada fiscalización de las transacciones que se realicen (1).

6.2.2. Intermediación de los Fondos de Pensiones

Diversos autores han señalado que uno de los problemas fundamentales que puede enfrentar un sistema de pensiones con acumulación de reservas y administración privada en una economía en desarrollo, es la ausencia de un mercado de capitales lo suficientemente profundo y desarrollado, que sea capaz de intermediar eficientemente los recursos acumulados (2).

Esta observación es perfectamente válida, y debe interpretarse como advertencia para promover la creación de un marco

(1) Ver F. Pérez (1988).

(2) Ver Arellano (1986); Lacey (1987); Mesa-Lago (1989);

C U A D R O N° 42

COMPARACION FONDOS DE PENSIONES CON STOCK DE PASIVOS FINANCIEROS
(% de la inversión sobre el stock total de cada instrumento)

INSTRUMENTO	DIC. 81	DIC. 82	DIC. 83	DIC. 84	DIC. 85	DIC. 86	DIC. 87	DIC. 88	DIC. 89
DEPOSITOS	3.0	4.5	1.0	6.0	11.9	17.6	20.5	23.7	20.1
LETRAS HIPOTECARIAS	2.2	24.9	44.8	44.0	48.2	44.2	46.9	53.0	52.1
BANCO CENTRAL	10.9	9.5	16.2	38.0	22.9	29.6	31.3	28.8	38.9
TESORERIA	0.7	30.8	31.5	24.7	46.5	71.6	88.2	93.0	93.3
BONOS EMPRESAS	1.9	1.3	9.3	10.2	7.7	11.1	27.1	48.1	47.8
ACCIONES *	-	-	-	-	1.2	18.8	11.8	21.9	8.0
TOTAL	3.5	10.7	17.1	21.0	24.8	29.5	26.8	30.0	22.6

* Sólo se consideran las acciones que pueden ser adquiridas por los Fondos de Pensiones.
FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de la S.A.F.P., Banco Central de Chile y S.B.I.F.

regulatorio al mercado de capitales, que permita su desarrollo rápido y ordenado, simultáneamente a la instauración del nuevo sistema de pensiones. No es condición necesaria, por otra parte, y la experiencia chilena sirve de buen ejemplo, esperar por un mercado de capitales maduro para proceder con la reforma previsional, pues la misma acumulación de fondos y la demanda por activos financieros que este proceso alimenta, sirve de estímulo para promover la innovación, competencia y crecimiento del mercado de capitales, siempre que la regulación no se transforme en obstáculo para su desarrollo (1).

El énfasis cae, en consecuencia, en el tema de regulación de los mercados financieros. Las funciones deseables que debiera cumplir un esquema regulatorio adecuado son: promover la transparencia en las operaciones, la competencia en el mercado y, la solvencia de los intermediarios, sin limitar su flexibilidad para adaptarse a las condiciones cambiantes del entorno, para asegurar así la máxima eficiencia en el proceso de intermediación.

Precisamente en el caso chileno se puede comprobar como, junto a la reforma previsional, se produce una serie de cambios en la legislación financiera, que apuntan a crear las condiciones para que el proceso de intermediación sirva para promover efectivamente una adecuada asignación del ahorro, con la mayor eficiencia operativa, y dan forma al marco sobre el cual se desarrolla el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones (2). Así, casi simultáneamente a la reforma previsional, se dicta - en Octubre de 1981 - la Ley N° 18.045 del Mercado de Valores, que da mayor transparencia a las operaciones y favorece la competencia en el mercado de intermediación. El mismo año se dicta una nueva Ley de Sociedades Anónimas (N° 18.046), con el objeto principal de garantizar un acceso equilibrado a la información sobre las operaciones de estas sociedades, y proteger los derechos de los accionistas minoritarios. Además, en 1986 se modifica sustancialmente la Ley de Bancos (Ley N° 18.576). Antecedentes a estos cambios, la liberalización de las tasas de interés, proceso que comienza en 1974 y culmina en 1975, y la autorización para efectuar operaciones de captación y colocación de índole reajutable (1974), que se completó en 1977 con la autorización para pactar estas operaciones según la variación de la "unidad de fomento" (U.F.), cuyo valor cambia diariamente según la inflación del mes inmediatamente anterior.

La posibilidad de encontrar activos financieros cuyo valor no disminuya por efectos de la inflación, resulta muy importante para promover el ahorro de largo plazo en economías con historia de inflaciones altas y de gran variabilidad. En estas condiciones, la ausencia de indexación de los activos financieros sesga la inversión en favor de títulos de corto

(1) Ver Valdés (1990).

(2) Ver Urenda (1989) y De Tezanos y Molina (1989) para una descripción más completa de los cambios en la legislación financiera durante el período.

plazo o con tasas variables (bajo la amenaza permanente de sufrir pérdidas de capital) y en favor de activos no financieros (reales). Estas últimas alternativas no han sido aún autorizadas para ser incorporadas en el portfolio de inversiones de los Fondos de Pensiones, aparentemente por los problemas de valorización, que dificultan una fiscalización estricta.

Finalmente, el crecimiento de estos capitales institucionales ha provocado otros cambios a la normativa legal, que también promueven la innovación y competencia en el mercado de capitales. De especial importancia, resultan la creación en 1987 (Ley N° 18.660) de un sistema obligatorio de clasificación de riesgo de todos los valores de oferta pública, que permite al mercado obtener a muy bajo costo información homogénea sobre los emisores; las normas sobre constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores; y, la creación de nuevos instrumentos de inversión, tal como los Fondos de Inversión y las Sociedades Inmobiliarias (Ver Cuadro N° 43).

En conclusión, la experiencia chilena sirve para identificar las condiciones claves que permiten alcanzar la máxima eficiencia en el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones. Por una parte, se requiere un marco regulatorio a la inversión con la flexibilidad suficiente para evitar que la demanda de activos financieros se concentre en pocos instrumentos, distorsionándose así los precios relativos y dañándose la rentabilidad de largo plazo de los fondos acumulados y, por otra, se requiere también un marco regulatorio del mercado de capitales que permita el libre ajuste de precios, garantice la mayor transparencia y equidad en el uso de información, promueva la competencia en el mercado de intermediación financiera, y estimule la innovación tecnológica del sector, sin dejar de reconocer que la acumulación de capital institucional es un fenómeno que, bajo las condiciones adecuadas, puede retroalimentar decisivamente este proceso.

6.2.3. Concentración del Poder Económico

Las A.F.P. administran parte importante del ahorro privado total del país (la participación del ahorro previsional sobre el ahorro total representa aproximadamente un 16%). Esta situación ha dado lugar a un debate sobre los eventuales peligros de la concentración de poder económico en los administradores privados del sistema de pensiones (1).

(1) Ver Arellano (1985) y declaraciones a la prensa de los Superintendentes de A.F.P. y Valores y Seguros, durante Octubre de 1990.

CUADRO N° 43: REFORMAS DEL MERCADO DE VALORES LIGADAS A LA ACUMULACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

FECHA	REFORMA	RELACION CON FONDOS DE PENSIONES
	<p>Circular 574 S.V.S. Circular 585 S.V.S.</p> <p>Circular 601 S.V.S.</p>	<p>Define personas relacionadas. Obliga a informar de transacciones accionarias efectuadas por accionistas mayoritarios, directores y ejecutivos.</p> <p>Obliga a informar cualquier operación o evento que pueda afectar significativamente sus negocios.</p>
Oct. 1987	Ley N° 18.660	Obligatoriedad de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública (esto apoya las normas de diversificación de inversiones que afectan a los <u>Fondos de Pensiones</u>).
Junio 87		Acepta a los Agentes de Valores como mercado secundario formal (esto permite operar a los <u>Fondos de Pensiones con ellos</u>).
	Ley N° 18.815	Ley de Fondos de Inversión, con cuotas transables en mercado financiero (permiten a Fondos de Pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios, y en capital de riesgo). Posteriormente reglamentada por D.S. N° 864 de Oct. de 1989.
Dic. 1989	Ley N° 18.876	Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores.

FUENTE: Reproducido de Valdés (1990).

Los riesgos que pueden estar asociados a la administración privada de una parte importante de los activos financieros de un país, que incidentalmente no son conceptualmente distintos de los riesgos de la administración estatal de los mismos recursos, dependen del grado de competencia en los mercados de intermediación financiera y de "administración delegada" (A.F.P. en este caso específico), y del marco regulatorio.

Las normas de inversión de las A.F.P. han tomado especial consideración de estos elementos e incorporan disposiciones que: obligan a la diversificación de inversiones entre las alternativas autorizadas; imponen gran transparencia a cada operación financiera con recursos de los Fondos de Pensiones; y, prohíben (o limitan drásticamente) la inversión en activos financieros emitidos por entidades que tengan cualquier grado de relación de propiedad con los accionistas de la A.F.P.. Además, la ley asegura condiciones de libre entrada a la industria, y facilita la libre elección de los trabajadores, de tal forma que existen las condiciones para una competencia activa entre las A.F.P., hecho que dificulta la administración de los fondos con objetivos distintos a los que buscan los afiliados. Por último, el acelerado desarrollo del mercado de capitales durante los últimos años, la aparición de nuevos intermediadores, y el incipiente proceso de desintermediación bancaria, son elementos que caracterizan a un mercado de captación de ahorro institucional mucho más competitivo, que favorece una mayor diversificación en el destino de los Fondos de Pensiones.

Todo esto ha significado, por una parte, que no se hayan validado los temores de caídas en la tasa de retorno de la inversión fruto de eventuales acuerdos oligopólicos entre los administradores y, por otra, que ningún intermediario o emisor, con la excepción del Estado, esté captando una proporción alta de los recursos previsionales. Así, ningún emisor de acciones o bonos concentra más del 4,8% de la inversión de los Fondos de Pensiones, y ninguna institución financiera concentra más del 6,4%. (1).

Sin embargo, existe otra dimensión de este problema que también debe ser analizada, y que se refiere a la responsabilidad de las A.F.P. como inversionistas, especialmente en el caso de las acciones. Al respecto, se ha sugerido que las A.F.P. no deberían ejercer el derecho a voto que les corresponde como accionistas de las empresas donde se han invertido los Fondos de Pensiones, o que el poder de voto debería transferirse a los afiliados para que éstos lo ejercieran directamente, proposición que encuentra respuesta en quienes sostienen que las A.F.P. deberían ser extremadamente activos en el ejercicio de su mandato.

¿Cuales son los argumentos tras esta discusión? Por una parte, se plantea el riesgo que las A.F.P. puedan usar el

(1) Cifras a Septiembre, 1990. Fuente: A.F.P. Habitat

poder derivado de la inversión de los Fondos de Pensiones para administrar la empresa en acuerdo con los intereses de otros accionistas distintos a los afiliados que representan.

Por una parte, al crecer la participación de inversionistas institucionales - incluidos los Fondos de Pensiones - en la propiedad de las empresas, aumenta el riesgo que otros grupos minoritarios de accionistas tomen control de las decisiones de la empresa, en caso que los primeros no ejerzan todos sus derechos activamente. Como las A.F.P. son inversionistas de largo plazo y, además, tienen dificultades para protegerse del efecto de decisiones que estimen equivocadas por parte de la administración de una empresa, liquidando su participación de mercado (pues enfrentan el riesgo de pérdidas patrimoniales por caídas en el precio), deben necesariamente asegurar que se produzca permanente coincidencia entre sus objetivos - maximizar el valor de la empresa en el largo plazo para así maximizar rentabilidad - y los que estén marcando a la administración de ésta. Ello obliga a una participación activa en la dirección.

En el caso chileno, la ley obliga a una participación activa de las A.F.P. en aquellas sociedades de las cuales son accionistas. Así, el D.L. 3.500 establece que las A.F.P. "deberán realizar todas las gestiones que sean necesarias, y con la diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la administración de las empresas en que se hayan invertido recursos de los Fondos de Pensiones, con el objeto de velar por la adecuada rentabilidad de sus inversiones". Además, obliga a éstas a concurrir a las Juntas de Accionistas de aquellas sociedades en las que puedan llegar a tener una participación máxima del 7%, y de las Sociedades Inmobiliarias (1). Se obliga así a las A.F.P. a cautelar que la dirección de las empresas proteja adecuadamente los objetivos de largo plazo de los Fondos de Pensiones, que deberían ser consistentes, por supuesto, con los de la empresa: maximizar el valor de las acciones, para maximizar así la rentabilidad de los Fondos de Pensiones. En otras palabras, se obliga a las A.F.P. a asumir el rol de inversionistas activos antes que pasivos.

Simultáneamente, y para evitar los riesgos que las A.F.P. favorezcan decisiones de las empresas que sean consistentes con otros intereses, se aplican todas las normas de inversión antes descritas, que limitan la participación máxima de cada Fondo de Pensiones en una Sociedad Anónima y que prohíben, además, la inversión en acciones de empresas con propiedad relacionada a la A.F.P.. Estas normas se complementan con otras que obligan a las A.F.P. a informar al organismo

(1) En la práctica, esto significa que las A.F.P. deben participar en las Juntas de Accionistas y elegir directores en un total de ocho empresas, que concentraban a Septiembre de 1990 una inversión total equivalente al 8,2% de los fondos.

fiscalizador (S.A.F.P.) sobre cada una de las decisiones que toman sus representantes en las Juntas de Accionistas, y con las normas propias de la Ley de Valores respecto a la obligación de informar acuerdos de actuación conjunta entre accionistas de una misma sociedad. Por último, la competencia entre A.F.P. también debería servir como elemento que impide la concertación para fijar objetivos distintos a la maximización de valor en las empresas donde éstas participen.

A pesar de todas estas precauciones legales, y aunque la experiencia acumulada no evidencia problemas, se ha insistido en la posibilidad de transferir el derecho a voto a los afiliados de cada A.F.P.. Aunque la discusión y análisis sobre esta materia recién comienza, y no pretendemos dar un juicio definitivo al respecto, existen al menos cuatro objeciones a esta proposición que conviene analizar.

En primer lugar, los trabajadores eligen libremente la A.F.P. que les preste un servicio especializado, incluida la selección y control de un portfolio de inversiones, y pueden también cambiar libremente su decisión en cualquier momento si están en desacuerdo con la gestión. Por este servicio se cobra un precio, debiendo la A.F.P. cumplir con su tarea "con la diligencia que emplean en sus propios negocios", para lo cual compromete patrimonio propio, asumiendo las responsabilidades correspondientes.

Por otra parte, la concentración de poder ("votos") en manos del agente administrador le permite a éste influir en la empresa como accionista mayoritario, disminuyendo así el riesgo que la atomización de la propiedad entre miles de eventuales afiliados (accionistas) favorezca la toma de control de las empresas por parte de otros grupos minoritarios de accionistas, que tengan, eventualmente, intereses distintos.

En tercer lugar, se puede presumir la existencia de conflictos de intereses entre afiliados, y entre los intereses de corto y largo plazo de cada uno de ellos, si se les da poder directo sobre el proceso de inversión. Las mismas razones que sirven para justificar una seguridad social obligatoria, sirven para advertir los riesgos de dejar la administración de las reservas que financian esa previsión en manos de los aportantes. Así, la diferencia entre tasas privadas y sociales de preferencia por consumo presente y futuro, y el fenómeno del "free-rider" son dos obstáculos que también se oponen a la entrega de derechos de voto a los aportantes a un plan de pensiones obligatorio.

Por último, está el problema práctico de generar una representación adecuada para los afiliados, evitando, especialmente, que el poder se transfiera en definitiva a otros grupos de interés económico o político ajenos al objetivo de máxima rentabilidad de largo plazo para los Fondos de Pensiones.

6.3.- Industria del Seguro

6.3.1. Compañías de Seguro de Vida y Sistema de Pensiones

La creación del sistema de A.F.P. provocó un impacto profundo en el mercado de las Compañías de Seguros de Vida, al abrirse la posibilidad para los afiliados que se incorporaron a las A.F.P. y que cumplían los requisitos para pensionarse por vejez, de contratar una renta vitalicia con estas compañías. Además, la normativa legal que comenzó a regir con el nuevo sistema, obligó a las Administradoras de Fondos de Pensiones a contratar un seguro para garantizar el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia de sus afiliados.

Así, a partir del año 1981 se produjo un extraordinario crecimiento de las Compañías de Seguros de Vida, lo que se puede apreciar en el incremento de las primas recibidas por estas compañías, que registran durante los primeros dos años de funcionamiento de las A.F.P. un aumento real de 292% (Ver Cuadro N° 44). Por otra parte, entre el año 1981 y 1989 la variación real acumulada alcanza a 773%, lo que implica una tasa anual de crecimiento de 27,2%.

El fuerte crecimiento del mercado de seguros y la alta trascendencia de éste en el sistema de pensiones hicieron necesario adaptar la regulación existente para garantizar su eficiente desarrollo. Así, desde 1981 en adelante se han efectuado múltiples modificaciones (Ver Cuadro N° 48) cuyos principales objetivos han sido que las Compañías de Seguro compitan activamente en el mercado, constituyan las Reservas requeridas para responder a las obligaciones que contraen, e inviertan dichas Reservas en forma segura.

6.3.2. Seguro de Invalidez y Sobrevivencia

El seguro de invalidez y sobrevivencia fue el principal negocio de las Compañías de Seguros de Vida en los primeros años de funcionamiento del sistema de A.F.P.. Sin embargo, el mecanismo del seguro tuvo modificaciones importantes a partir de Enero de 1988, cuyo objetivo fue ampliar las posibilidades de elección de los trabajadores afiliados al sistema. Estas modificaciones cambiaron radicalmente el mercado, separando el seguro de renta vitalicia del seguro de invalidez y sobrevivencia (Ver Cuadro N° 48).

En efecto, hasta 1987 cuando se producía una invalidez o fallecimiento, la A.F.P. traspasaba los recursos acumulados en la cuenta de capitalización individual a la Compañía de Seguros con la cual tenía el contrato de invalidez y sobrevivencia para que ésta pagara las pensiones, aunque la A.F.P. seguía siendo responsable de estos pagos. Actualmente, el procedimiento obliga a la Compañía de Seguro respectiva a depositar en la cuenta individual la diferencia entre el capital acumulado por el afiliado siniestrado y el capital necesario para financiar las pensiones, dejando que el afiliado (o sus beneficiarios) decida libremente entre las distintas modalidades de pensión establecidas en el D.L. 3.500 (1)

(1) (Ver punto 4.2.2.).

C U A D R O N° 44

PRIMA DIRECTA COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA
(Millones de \$ Dic. 89)

AÑO	PRIMA	VAR.AÑO %	VAR.ACUM. %
1980	10.111,3	-	-
1981	25.796,0	155,1	155,1
1982	39.596,9	53,5	291,6
1983	43.007,7	8,6	325,3
1984	42.760,3	- 0,6	322,9
1985	51.409,8	20,2	408,4
1986	53.505,7	4,1	429,2
1987	62.988,3	17,7	522,9
1988	73.065,5	16,0	622,6
1989	88.225,7	20,8	772,5

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

De esta manera, el seguro de invalidez y sobrevivencia (ahora de aporte adicional) pasa a ser un negocio de mucho más corto plazo, creándose otro mercado diferente para el seguro de renta vitalicia. Además, tal como se explica más adelante, las modificaciones ocurridas en los contratos del seguro de invalidez y sobrevivencia lo han convertido prácticamente en un contrato de administración, pues las A.F.P. terminan en muchos casos absorbiendo buena parte de las variaciones en la siniestralidad de los afiliados y en las tasas de interés relevantes.

Otras modificaciones legales de importancia incorporadas a partir de Enero de 1988, fueron la ampliación de la cobertura del seguro a los trabajadores dependientes con una cesantía de hasta doce meses y la extensión del período considerado para el cálculo del ingreso base, desde doce a ciento veinte meses. Con esto último, se ligó mucho más el costo del seguro al ingreso efectivo del afiliado, evitándose la posibilidad de fraude mediante el expediente de cotizar más algunos meses antes de presentar la solicitud de invalidez.

Por otra parte, en el mismo año 1988 se cambia el sistema de contratación del seguro, pasando de contratos privados a un mecanismo de licitación pública, con la exigencia de publicar en prensa los resultados de la licitación efectuada. Esta modificación se introdujo con la finalidad de dar mayor transparencia y competencia al mercado del seguro de invalidez y sobrevivencia. No obstante, la A.F.P. tiene absoluta libertad para elegir la Compañía que estime de mayor conveniencia.

Por último, otro cambio significativo para el mercado del seguro de invalidez y sobrevivencia se produce a partir de Agosto de 1990, fecha en que se incorpora el beneficio de invalidez parcial y de invalidez temporal. La invalidez parcial significará un mayor costo para las Compañías de Seguros, al aumentar la siniestralidad, especialmente en un

comienzo por la existencia de un stock de afiliados que registra porcentajes de invalidez entre 50% y 66% y que hasta antes de estas modificaciones no había podido pensionarse, pues se le exigía la invalidez total, esto es, una pérdida de más de dos tercios de su capacidad de trabajo. Por otra parte, la introducción de la invalidez temporal, es decir, la revisión de la situación de invalidez del trabajador al cabo de tres años de producido el primer dictamen, podría traducirse en un menor costo para las Compañías, aunque no se crearon los incentivos en el sistema para estimular la rehabilitación.

La estrecha relación entre el negocio de las A.F.P. y el de las Compañías de Seguros de Vida determina fuertes incentivos para integrar la propiedad de ambas actividades. El tema ha sido objeto de intenso debate durante los nueve años de vigencia del actual sistema de pensiones.

Se argumenta, por una parte, que las A.F.P. tenderán a contratar el seguro de aporte adicional con alguna compañía de propiedad relacionada, creándose así el potencial para transferirle utilidades por la vía de pagar primas sobre el valor de mercado. Mientras los afiliados no sean muy sensibles al precio o costo total de comisiones pagadas, es posible que una A.F.P. pueda mantener un contrato no competitivo con alguna Compañía de Seguros. Sin embargo, a medida que la competencia de precios se hace más intensa, tal tipo de acuerdo no podrá mantenerse sin perjudicar seriamente la posibilidad de la A.F.P. de conservar su participación de mercado.

Por otra parte, como es la A.F.P. la responsable frente al afiliado de constituir el capital necesario para financiar la pensión, existe una poderosa razón para que ésta asegure un contrato con una Compañía de Seguros que le de máxima confianza y garantías de cumplimiento.

Primas del seguro de invalidez y sobrevivencia

Durante los últimos años se observa una significativa disminución en las primas cobradas por las Compañías de Seguro (Ver Cuadro N° 45), aún cuando la cobertura del seguro es mayor (se incluye a trabajadores dependientes sin cotizaciones hasta por doce meses, y los casos de invalidez parcial).

Actualmente, los contratos entre A.F.P. y Compañías de Seguro dejan mucho del riesgo en manos de las primeras. Así, las primas se fijan como porcentajes variables y los contratos incluyen cláusulas que las modifican de acuerdo con el comportamiento de la siniestralidad de la cartera de afiliados a la A.F.P. respectiva y de la tasa de interés de actualización dada a conocer por el Banco Central de Chile (1). En Diciembre de 1987 las tasas del seguro eran fijas,

(1) Esta tasa es la que se utiliza para el cálculo del capital necesario, y se determina en base a la tasa de interés promedio implícita en las rentas vitalicias otorgados de acuerdo al D.L. 3.500.

C U A D R O N° 45

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

COMPañIA	A.F.P.	DIC.87	A.F.P.	AGO.90
Aetna Chile	Sta.María	1,930	Sta.María	1,720(*)(**)
	Unión	2,150		
Consortio Nacional	Provida	2,195	Provida	1,000(**)
			Cuprum	1,470(**)
			Habitat	1,420(**)
			Futuro	1,550(**)
Construcción	Habitat	1,850		
Chilena Consolidada	Libertador	2,000		
Austral			Libertador	1,450(*)(**)
Sudamérica	Invierta	2,180		
	Cuprum	1,690		
	Concordia	1,500		
Continental			Invierta	1,200(**)
Convida			Concordia	1,243(**)
Interamericana	Magister	2,100	Unión	1,200(**)
Previsión	Protección	1,800	Protección	1,950(*)(**)
Renta Nacional	Planvital	2,780	Planvital	1,490(*)(**)
			Magister	1,020(*)(**)
Roble	Summa	2,270	Summa	1,612(*)(**)
Preban			Bannuestra	2,200

(*) Tasa variable en función de la tasa de interés de actualización dada a conocer por el Bco. Central de Chile.

(**) Tasa variable en función de la siniestralidad.

FUENTE: Superintendencia de Valores y Seguros.

modalidad que limitaba el traspaso del riesgo a las propias A.F.P.. Este cambio ha permitido en consecuencia, bajar las tasas cobradas.

Por otra parte, la siniestralidad ha tendido a reducirse en los últimos años debido a un mayor ordenamiento y estandarización de los procedimientos utilizados por las Comisiones Médicas para evaluar la invalidez. Además, el costo promedio de los siniestros ha disminuído luego de eliminarse algunos incentivos para "fabricarse" pensiones artificialmente altas (1).

Redistribución de ingresos en el seguro de invalidez y sobrevivencia

Aunque la prima que la Compañía de Seguros le cobra a la A.F.P. depende de la siniestralidad, la comisión que estas últimas le cobran a sus afiliados para financiar - entre otras cosas - el costo de la prima, es virtualmente única - sólo se hace distinción entre afiliados dependientes, independientes, y pensionados - y no discrimina entre grupos con distintos niveles de riesgo. Esto genera efectos redistributivos entre los afiliados.

El costo esperado de un siniestro depende de la edad, sexo, grupo familiar y estado de salud del afiliado, y de la tasa de interés de actualización del Banco Central de Chile (2). Sin embargo, afiliados con igual renta y edad, pero con distinto grupo familiar y estado de salud pagan la misma comisión. A las mujeres se les cobra también la misma comisión a pesar que sus maridos sólo tienen derecho a la pensión de sobrevivencia si son inválidos, en contraste con las esposas de los afiliados hombres a quienes no se les exige este requisito para acceder al beneficio.

Otro caso que, a primera vista, parece tener importantes consecuencias redistributivas es el de afiliados con igual renta y grupo familiar, pero con diferente edad; supongamos que uno tiene 29 años y el otro 64. Si este último se invalida, el costo para la Compañía de Seguros es muy bajo, pues seguramente tiene acumulado en la Cuenta Individual un saldo significativo que cubrirá gran parte de las pensiones que se generen. Por otra parte, si se invalida el afiliado de 29 años, el costo para la Compañía de Seguros es mucho mayor porque la expectativa de vida del grupo familiar es alta y el afiliado tiene menos fondos acumulados en su cuenta previsional. Sin embargo, si la situación se analiza en términos dinámicos, el efecto redistributivo desaparece, pues el afiliado que actualmente es joven y recibe un subsidio, en el futuro cuando tenga más edad subsidiará a los que en ese entonces sean más jóvenes.

Un estudio reciente (3) estima que el grupo de afiliados a las A.F.P. con edades superiores a 45 años recibe un subsidio anual equivalente a \$ 24.108 MM del resto de los trabajadores.

-
- (1) Ver punto anterior.
 - (2) Ver punto anterior.
 - (3) Valdés y Navarro (1990)

El mismo estudio calcula en \$ 2.304 MM el subsidio que se transfiere de mujeres a hombres a través del seguro de invalidez y sobrevivencia.

6.3.3. Rentas Vitalicias

En el mercado de rentas vitalicias se encuentran las mayores posibilidades de crecimiento para las Compañías de Seguros de Vida, especialmente luego de las modificaciones al seguro de invalidez y sobrevivencia que se introdujeron a partir de Enero de 1988 (1).

La fuente del crecimiento se encuentra en el incremento de los cotizantes a las A.F.P. y en el envejecimiento de la población afiliada, que actualmente tiene un bajo promedio de edad (32,8 años).

Las rentas vitalicias representan, además, un negocio de más largo plazo para las Compañías de Seguros, en comparación con el seguro de invalidez y sobrevivencia.

La libertad de elección que tiene actualmente el trabajador para determinar la modalidad de pensión y la proyección del negocio de rentas vitalicias se han traducido en una amplia competencia en el mercado.

Dicha competencia se reforzó cuando se modificó en 1988 la tasa que se utiliza para la constitución de Reservas de las Compañías de Seguros de Vida. Se pasó de una tasa fija de 3% a una tasa variable, que depende del interés de mercado de los instrumentos estatales de plazo superior a dos años y del calce entre activos (inversiones) y pasivos (pensiones por pagar) de las Compañías de Seguros. Mientras mayor es el calce, más próxima está la tasa de constitución de reservas al interés de mercado. Por el contrario, mientras menor el calce, más se acerca dicha tasa al 3%.

Como la tasa de retorno de mercado de los instrumentos estatales ha sido en los últimos años muy superior al 3%, esta medida implicó una apreciable reducción en el monto de reservas que deben constituir las Compañías de Seguros y, por lo tanto, en las necesidades de capital que se requiere para operar en el mercado de los seguros de Vida, favoreciendo una competencia de precios.

Esta mayor competencia se puede apreciar en el número de compañías que operan en el mercado, que sube de nueve en Diciembre de 1987 a doce en Junio de 1990.

6.3.4. Inversión de las Compañías de Seguros

Las Compañías de Seguros de Vida deben acumular reservas en respaldo de las obligaciones que contraen con las A.F.P. y con sus afiliados (Circular 425 S.V.S., ver Cuadro N° 48).

(1) Ver 6.3.2.

Estas reservas deben invertirse de acuerdo a la regulación dispuesta por la Superintendencia de Valores y Seguros que ha registrado importantes modificaciones entre 1981 y 1989 (Ver Cuadro N° 48), cuyo objetivo ha sido el establecimiento de normas que resguarden adecuadamente la seguridad de estos fondos. Así, se han incorporado exigencias de diversificación de inversiones por instrumento y emisor (Ver Cuadro N° 49 N° 50), asimilándolas a las normas que afectan a los Fondos de Pensiones. También se ha incorporado la clasificación de riesgo para efectos del límite de inversión en los distintos emisores, y se han ampliado las posibilidades de inversión a nuevos instrumentos, como las acciones y los mutuos hipotecarios endosables.

En el Cuadro N° 46 se muestra el importante incremento que han registrado las inversiones de las Compañías de Seguros de Vida entre 1982 y 1989, y su estrecha relación con los Fondos de Pensiones. En 1982 las inversiones eran de \$ 39.633 millones y representaban un 23,7% de los Fondos de Pensiones, mientras que en Diciembre de 1989 estos valores eran de \$ 313.999 millones y 23,5%, respectivamente.

La estructura de inversión de las Compañías de Seguros de Vida se presenta en el Cuadro N° 47. Cabe destacar el alto porcentaje invertido en instrumentos de renta fija, especialmente estatales y títulos relacionados con el sector inmobiliario (letras hipotecarias, mutuos hipotecarios, bienes raíces).

Clasificación de Riesgo Compañías de Seguros

Por otra parte, y en forma consecuentemente con la mayor libertad de elección de los afiliados, la autoridad se ha preocupado de impulsar un proceso de clasificación de riesgos de las diferentes Compañías de Seguros de Vida, de forma tal que el trabajador no sólo considere en su elección de jubilación la renta que le promete la compañía, sino que también la seguridad que ésta representa. Se espera que los resultados de la clasificación se hagan públicos en los próximos meses.

Garantía del Estado

Lo anterior debería ser compatible a futuro con una reducción de la garantía estatal a las pensiones de las Compañías de Seguros.

Actualmente, el Estado garantiza la totalidad de la pensión mínima, y el 75% de la diferencia entre este valor y 45 U.F.. Esto significa que la garantía estatal fluctúa, en la práctica, entre un 77% y 100% de la pensión total del trabajador.

C U A D R O N° 46

COMPARACION FONDOS DE PENSIONES Y CIAS. DE SEG. VIDA
(En millones de \$ Diciembre de 1989)

AÑO	FONDO DE PENSIONES (1)	CIAS. DE SEGUROS VIDA (2)	(3) (2)/(1)
1981	53.681.1	N.D.	N.D.
1982	167.355.1	39.633.0	23.7%
1983	302.942.2	65.896.3	21.8%
1984	399.216.2	98.011.2	24.6%
1985	549.610.5	124.974.4	22.7%
1986	720.949.6	162.580.9	22.6%
1987	881.723.7	210.124.5	23.8%
1988	1.082.372.0	255.842.0	23.6%
1989	1.334.643.5	313.999.2	23.5%

FUENTE: Elaborado en base a información de la S.A.F.P. y S.V.S.

C U A D R O N° 47

INVERSION COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA
(Diciembre de 1989)

INSTRUMENTO	%
Títulos estatales	32,9
Letras hipotecarias	17,4
Mutuos hipotecarios	1,5
Debentures	20,3
Depósitos	11,6
Acciones	6,2
Bienes Raíces	7,2
Otros	2,9

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

CUADRO N° 48: REFORMAS DEL MERCADO DE SEGUROS LIGADAS A LA ACUMULACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

FECHA	REFORMA	RELACION CON FONDOS DE PENSIONES
Sept.1984	Circular 425	Norma constitución de reservas para seguros de la legislación previsional.
Nov. 1985	Circulares 427 y 485	Norma las operaciones en moneda extranjera de las Cías.de Seguro (Para medir su riesgo cambio).
Agos.1987 Opera a partir de Enero de 1988	Ley N° 18.646	Separa seguro de renta vitalicia del seguro de invalidez y sobrevivencia. Crea renta vitalicia contratada a futuro (Todo esto para aumentar competencia entre Compañías de Seguro y fomentar desintegración entre Compañías de Seguro y A.F.P.).
Oct. 1987	Ley N° 18.660	a) Modifica exigencias de diversificación de inversiones de Cías de Seguros (Para asimilarlas a las normas que afectan a los Fondos de Pensiones). b) Impide a las Compañías de Seguros invertir en instrumentos del mismo grupo empresarial. c) Sujeta diversificación a clasificación de riesgo continua de cada instrumento.
Mayo 1988	Ley N° 18.707	Autoriza a Compañías de Seguros a invertir en mutuos hipotecarios endosables regidos por esta ley. Circulares 811 y 833 norman estos instrumentos y el funcionamiento de Agentes Administradores de Mutuos Hipotecarios (privados).
Junio 1988	Circular 803	Define exigencias de reservas en función del grado de riesgo de tasa de interés asumido. (Fuertes repercusiones en nivel de las rentas vitalicias y en grado de competencia, favoreciendo a jubilados del nuevo sistema).

FUENTE: Reproducido de Valdés (1990).

C U A D R O N° 49

COMPañIAS DE SEGUROS DE VIDA: LÍMITES DE INVERSIÓN

<u>LÍMITES POR INSTRUMENTO</u>	<u>(% R.T. + P.R.)(*)</u>
1.- INSTRUMENTOS ESTATALES	50%
2.- LETRAS HIPOTECARIAS	40%
3.- DEPOSITOS A PLAZO, TITULOS REPRESENTATIVOS DE CAPTACIONES O GARANTIZADOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS	40%
4.- BONOS DE EMPRESAS PUBLICAS Y PRIVADAS	40%
5.- ACCIONES DE SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS (clasificadas en 1ra.Clase)	40%
6.- ACCIONES DE SOC.INMOBILIARIAS	40%
7.- CUOTAS DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS	10%
8.- CUOTAS DE FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIOS	10%
9.- CUOTAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL DE RIESGO	5%
10.- BIENES RAICES	20%
11.- MUTUOS HIPOTECARIOS	30%

(*) R.T. = Reserva Técnica

P.R. = Patrimonio de Riesgo. Ver definición en Cuadro N° 51.

C U A D R O N° 50

COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA: LIMITES DE INVERSION POR EMISOR

LIMITES POR EMISOR

INSTITUCIONES DEL ESTADO	- Sin límite
DEPOSITOS INST.FINANCIERAS	Menor Valor entre: - 10% R.T. + P.R. - 10% Total Depósitos - Producto de 4 factores *
LETRAS CREDITO INST.FINANCIERAS	MENOR VALOR ENTRE: - 10% R.T. + P.R. - 20% L.Créd. Emitidas - Producto de 4 Factores *
BONOS DE EMPRESAS	MENOR VALOR ENTRE: - 10% R.T. + P.R. - 20% de la Serie o Emisión - Producto de 4 Factores *
ACCIONES DE S.A. ABIERTAS	MENOR VALOR ENTRE: - 7% R.T. + P.R. - 8% Acciones suscritas
ACCIONES DE SOC.INMOBILIARIAS	MENOR VALOR ENTRE: - 5% R.T. + P.R. - 20% Acciones suscritas
CUOTAS FONDOS DE INV.INMOB.	MENOR VALOR ENTRE: - 7% R.T. + P.R. - 20% Cuotas suscritas
CUOTAS FONDOS DE INV.MOBILIARIOS	MENOR VALOR ENTRE: - 7% R.T. + P.R. - 10% Cuotas suscritas
CUOTAS FONDOS DE INV.CAPITAL DE RIESGO	MENOR VALOR ENTRE: - 2,5% R.T. + P.R. - 10% Cuotas suscritas

* Ver explicación en página siguiente.

(Continúa)....

1.- LIMITES POR CONJUNTO DE INSTRUMENTOS

- a) 2+6+7+10+11 40% R.T. + P.R. (Restricción Inv.Imobiliarias)
- b) 5+6 40% R.T. + P.R. (Restricción Acciones)
- c) 7+8+9 10% R.T. + P.R. (Restricciones Cuotas Fondos de Inv.)

2.- LIMITES POR EMISOR

- a) Si el emisor pertenece al mismo grupo empresarial que la Compañía de Seguros los límites por emisor se rebajan a la mitad.
- b) El total de las inversiones en (2+3+4+5+6) emitidos por emisores pertenecientes a un mismo grupo empresarial no podrá exceder de:
 - i) 25.0% R.T. + P.R. Si Cía.de Seguros no forma parte del grupo
 - ii) 12,5% R.T. + P.R. Si Cía.de Seguros forma parte del grupo
- c) El total de las inversiones en (2+3+4+5+6) emitidos por un emisor y sus respectivas filiales no podrá exceder del 10% R.T. + P.R. (Restricción Emisor + Filiales)

3.- DEFINICIONES

- a) Los números del 1 al 11 incluidos en las fórmulas anteriores corresponden a los instrumentos señalados en el Cuadro N° 50.
- b) R.T. + P.R. = Reservas Técnicas + Patrimonio de Riesgo.
- c) Pat.de Riesgo = El mayor valor entre: i) U.F. 45.000
ii) Pas.Exig./15
- d) Patrim.Libre = Patrim.Cont. - Patrim.de Riesgo.
(El 80% del Pat.Libre puede ser invertido igual que las reservas y el Pat.Riesgo. Además, puede invertirse en Caja y Bancos, Muebles y Fondos Mutuos. El 20% restante no tiene ningún tipo de restricción).
- e) Prod.4 Fact. = $\text{Múltiplo} * \left[\frac{(\text{RT} + \text{PR Cía})}{(\text{RT} + \text{PR Merc})} \right] * \text{Pat.Cons. (1)} * \text{F.Riesgo Unico}$

(1) Para Empresas de Leasing se usa el doble del Pat.Consolidado.

NOTAS: a) Múltiplo Unico : Depósitos = 5.0
L.Hipotec. = 2.5
Debentures = 1.0

b) F.DE RIESGO : Categoría A = 1.0
Categoría B = 0.8
Categoría C = 0.4
Categoría D y E = 0

6.4. Competencia en el mercado de A.F.P.

6.4.1. Beneficio de la competencia y condiciones para asegurarla

En un sistema de pensiones de tipo obligatorio, donde la administración se ha confiado a instituciones privadas, resulta indispensable generar condiciones que garanticen un ambiente competitivo. Sólo de esta manera es posible asegurar que las instituciones administradoras entreguen beneficios a sus afiliados en forma eficiente, segura y a bajo costo.

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

La libertad de afiliación permite que los trabajadores escojan las instituciones que operan en forma más eficiente, ya sea porque obtienen las mayores rentabilidades en la administración de los fondos, dan más seguridad, cobran menores comisiones o entregan mejor servicio. En ausencia de un mercado cautivo para la administradora, ésta debe preocuparse permanentemente de mejorar su desempeño si quiere subsistir en el mediano y largo plazo.

La libertad de afiliación se fortalece cuando los trabajadores están adecuadamente informados, y pueden así escoger efectivamente las administradoras que operan en forma más eficiente y les ofrecen mejor servicio.

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

6.4.2. La experiencia Chilena

a) Libertad de afiliación

Desde los inicios del sistema los trabajadores han tenido libertad para elegir cualquier administradora del mercado. No existe afiliación por tipo de trabajo o área de actividad. Para afiliarse a una A.F.P. el trabajador sólo debe llenar una solicitud de incorporación y, para cambiarse a otra, debe completar una orden de traspaso. En este último caso, sin embargo, las formalidades que deben cumplir las A.F.P. hacen que en la práctica el trabajador se pueda cambiar hasta tres veces en el año. Tampoco existen costos importantes para los trabajadores en el traspaso de una administradora a otra.

En 1988 se eliminaron una serie de estas formalidades que hacían más difícil el cambio de A.F.P.. Antes de esa fecha, los trabajadores dependientes antiguos debían concurrir a un local de la A.F.P. respectiva para firmar una solicitud de traspaso y un libro especialmente habilitado para dejar constancia del trámite; además, el afiliado tenía que mostrar la libreta de la antigua A.F.P.. En la actualidad, el traspaso se puede efectuar en el mismo lugar de trabajo del afiliado, para lo cual sólo se requiere que le firme al agente de ventas la solicitud correspondiente, sin tener que comprobar la afiliación a la A.F.P. de la cual supuestamente es afiliado. Como consecuencia del cambio, los traspasos aumentaron en 59% durante el primer año posterior a esta modificación.

Si bien existe una amplia libertad de afiliación y de traspaso, en algunos casos se producen ciertas trabas que dificultan la elección del trabajador. Estas trabas surgen principalmente por: presión del empleador para que el trabajador se afilie a una determinada A.F.P., y rechazo de la solicitud de traspaso por parte de la A.F.P. antigua por irregularidades en ella (gran parte de éstos son reciclados).

En algunas empresas, fundamentalmente establecimientos pequeños en sectores menos formales de la economía, presionan al trabajador para que se incorpore a una A.F.P. debido a lo engorroso que puede ser para ésta el trámite de pago de cotizaciones. Se debe llenar una planilla de cotizaciones por cada A.F.P., por lo tanto, si los empleados están en todas las administradoras, al empleador le corresponderá llenar trece planillas. Además, para el pago de éstas deberá concurrir a los locales de las A.F.P. o a las instituciones que tengan convenio de recaudación con éstas (mayoritariamente instituciones financieras). A lo anterior se agregan los trámites para el pago de las cotizaciones de salud, que son similares a los de las A.F.P.. Cabe señalar que se han hecho intentos por simplificar estos procedimientos, tratando de concentrar todos los pagos en una sola planilla, sin embargo hasta ahora no se ha logrado resolver el problema.

Por otra parte, las posibilidades de elección del trabajador están también más limitadas en localidades pequeñas o lugares de baja densidad poblacional, por el menor número de A.F.P. existentes (Ver punto c).

En el Cuadro N° 51 se presentan estadísticas del número de traspasos entre A.F.P. para el período 1985-1989. Se aprecia que el número de traspasos anuales corresponde a cerca de un 14% de los cotizantes, cifra que parece bastante significativa.

C U A D R O N° 51
TRASPASOS SISTEMA DE A.F.P.
(miles de personas)

AÑO	TRASPASOS	COTIZANTES	(1)/(2) (%)
1985	211,3	1.462,3	14,4
1986	177,5	1.698,3	10,5
1987	183,4	1.910,1	9,6
1988	299,6	2.083,6	14,4
1989	309,9	2.205,7	14,1

FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de la S.A.F.P.

b) Información adecuada

De acuerdo a un estudio preparado en 1987 para la Asociación Gremial de A.F.P.(1), existe un alto grado de desconocimiento del nuevo sistema de pensiones, especialmente en las mujeres y personas de mayor edad. Otro estudio más reciente efectuado por una A.F.P.(2), concluye algo similar, añadiendo que los afiliados no perciben claramente las diferencias existentes entre las distintas A.F.P., especialmente en materia de comisiones y rentabilidad.

La falta o fallas en la información de los afiliados, favorece decisiones de traspaso sin un conocimiento acabado del afiliado respecto a sus consecuencias, ventajas y desventajas. Al respecto, otro estudio de mercado efectuado por una Administradora en 1989(3), concluye que un 48% de los traspasos se produce por el poder de convencimiento del vendedor y no por una decisión personal del trabajador, y un 7% se materializa por política de la empresa. Los resultados sugieren que, además de resguardar los intereses de los afiliados, una mejor información podría traducirse en menores costos de administración, siempre que ella desaliente traspasos eventualmente injustificados.

La Superintendencia de A.F.P. podría tener un rol más activo en esta materia, mejorando la información de los afiliados, especialmente en lo que se refiere al conocimiento de los factores fundamentales que ellos deberían considerar en su elección de A.F.P.. En el Boletín Oficial de la Superintendencia, que circula en forma mensual, la presentación de la información podría ser más completa. Por ejemplo, en lo que se refiere a rentabilidad, se muestra la rentabilidad histórica de las inversiones (cuota) y no la rentabilidad de las cuentas individuales, que es la relevante para el pago de las futuras pensiones; tampoco se presenta algún indicador de la rentabilidad futura del Fondo de Pensiones. Se incluye el costo previsional (suma de todas las comisiones que cobran las A.F.P.), pero no se entrega ningún indicador que le sirva al afiliado para comparar conjuntamente la rentabilidad y el costo de comisiones.

La información que entregan las administradoras, por otra parte, está regulada por una serie de normas legales. Una de éstas establece que cada cuatro meses las A.F.P. deben enviar a sus afiliados un informe estandarizado donde figuran las cotizaciones efectuadas, las comisiones cobradas en pesos, la ganancia del período y el saldo tanto en cuotas como en pesos.

-
- (1) Estudio Imagen y Conocimiento de Administradoras de Fondos de Pensiones, TIME, Septiembre 1987.
(2) A.F.P. Habitat (Septiembre de 1990)
(3) Estudio A.F.P. Habitat, Septiembre 1989.

Las A.F.P. también deben tener a disposición de los afiliados, en todos los locales de atención de público, un panel informativo que contenga antecedentes sobre las comisiones cobradas, valor, rentabilidad y composición del Fondo de Pensiones y otros antecedentes de la administradora. La publicidad que efectúan las A.F.P. debe cumplir, además, con ciertas normas que intentan evitar el uso inapropiado de información o de argumentación que induzca a equívocos. Las mismas normas obligan a informar el cambio de comisiones con 90 días de anticipación y exigen que la publicidad efectuada por las administradoras en materia de rentabilidad se refiera a períodos no inferiores a tres meses.

A pesar de todas estas exigencias, no se puede desconocer que los afiliados reciben información difícil de interpretar y que en algunos casos induce confusión. Destaca en este sentido, la mala calidad de la información sobre rentabilidad, problema que se analiza en la sección 7.

c) Barreras a la entrada

Existe libertad para formar A.F.P., alentada por la acción de las propias autoridades que han fomentado el ingreso de nuevas administradoras, especialmente aquellas vinculadas a grupos de trabajadores.

La exigencia de un capital mínimo que depende del número de afiliados, pero que en ningún caso excede las U.F. 20.000, junto a la obligación de mantener un Encaje igual al 1% del valor del Fondo que se administra, son las únicas barreras de tipo patrimonial en este mercado, y no parecen ser decisivas para la conveniencia o factibilidad de entrar o no a él. De hecho, ha sido bastante común que en la etapa de formación de las A.F.P. se cobre una comisión a los afiliados que se incorporan, cuyo objetivo es precisamente financiar la constitución del Encaje, aliviando la necesidad de aportar capital propio o contraer deuda para este efecto.

Más importante parece ser la existencia de una barrera natural a la entrada de nuevas A.F.P. en la industria. Las A.F.P. grandes pueden aprovechar economías a escala que les permiten competir agresivamente vía precios. Sin embargo, las A.F.P. chicas, por otra parte, tienen ventajas relativas en cuanto a la flexibilidad para constituir el portfolio de inversiones y para reestructurarlo, lo que les ha permitido obtener mejores rentabilidades que las A.F.P. grandes en los últimos años. Esto, a su vez, fortalece su posición competitiva, especialmente en los estratos de afiliados de mayor renta, que aparentemente son más sensibles al tema de la rentabilidad.

En zonas de baja densidad poblacional es donde más se aprecian los efectos de esta barrera natural de entrada. A esos lugares sólo llegan las A.F.P. más grandes, ya que las más pequeñas no pueden financiar los gastos que implica habilitar una sucursal, dado el bajo número de afiliados que ellas pueden captar. De esta manera, los trabajadores de estas zonas pueden optar a un número más limitado de administradoras.

Durante los primeros nueve años de funcionamiento del nuevo sistema de pensiones no se han producido grandes variaciones en el número de A.F.P. existentes (en 1981 habían doce administradoras, mientras que en 1990 hay trece). También ha existido en estos años una relativa estabilidad en la concentración de mercado (medida según participación de afiliados), antecedentes que sugieren una tendencia natural a la existencia de un grupo de A.F.P. grandes, que se benefician de economías de escala y pueden competir agresivamente vía precios y servicios, y de un grupo de A.F.P. chicas, que logran ser competitivas orientándose preferentemente hacia el segmento de afiliados con altas rentas imponibles.

6.4.3. Como han competido las A.F.P.

Tal como vimos en el Capítulo V, en los inicios del nuevo sistema hubo un traslado masivo de cotizantes desde las Cajas de Previsión hacia las A.F.P., estimulado en parte importante por el aumento de remuneración líquida que implicaba el cambio. Frente a esta situación, las A.F.P. destinaron importantes esfuerzos para tratar de capturar la mayor cantidad de afiliados de estas instituciones, habilitando gran cantidad de lugares de atención de público y financiando agresivas campañas de publicidad para darse a conocer entre los trabajadores. Es así como los gastos de comercialización alcanzan en 1982 (no hay información disponible para 1981) el nivel más alto de todo el período, seguido por los años 1983 y 1984 (Ver Capítulo V).

A partir del año 1984 y hasta el año 1987, cuando ya se ha producido el grueso del traspaso de afiliados desde las Cajas a las A.F.P., se aprecia una segunda etapa donde las administradoras comienzan a competir activamente vía precios. Es así como el costo previsional real (suma de todas las comisiones cobradas por las A.F.P.) baja en ese período en 14,5%. Esta estrategia se apoya con un importante aumento del número de vendedores, que suben desde un promedio de 1.208 en 1983 a 2.420 en 1985 (Ver Cuadro N° 52).

Una tercera etapa se observa a partir de 1988. En este año empiezan a regir importantes modificaciones al D.L. 3.500, como la separación del seguro de invalidez y sobrevivencia del seguro de renta vitalicia, la ampliación de su cobertura a los dependientes cesantes, la creación de la Cuenta de Ahorro Voluntario, la eliminación de la comisión porcentual por mantención de saldo, y la autorización para que los afiliados dependientes antiguos se traspassen de A.F.P. en el mismo lugar de trabajo. Con el fin de aprovechar la creación de estos nuevos beneficios para aumentar la participación de mercado, las A.F.P. incrementan significativamente los gastos de publicidad, lo que se refleja en el aumento real de 69% que registran los gastos de comercialización en 1988-1989 respecto a los dos años precedentes.

En este período, las A.F.P. también aumentan fuertemente el número de vendedores y su remuneración promedio. Así, el número de agentes de venta crece desde 2.205 en 1987 a 2.505 en 1989. Por otra parte, la remuneración promedio sube de \$ 122.740 en 1987 (\$ Dic. 1989) a \$ 152.199 en 1989. Ambos factores llevan a un incremento de la remuneración total de la fuerza de ventas de 40,9%, es decir, un promedio real anual de 18,7%.

C U A D R O N° 52
FUERZA DE VENTAS A.F.P.

AÑO	NUMERO DE VEND. PROM. AÑO	REMUN. TOTAL MM\$ DIC.89	REMUN.PROM. MENSUAL M\$ DIC.89
1982	N.D.	3.071,0	N.D.
1983	1.208	2.739,2	189,0
1984	1.681	2.519,7	124,9
1985	2.420	2.975,6	102,5
1986	2.253	3.164,1	117,0
1987	2.205	3.247,7	122,7
1988	2.643	4.487,1	141,5
1989	2.505	4.575,1	152,2

FUENTE: Elaboración propia en base a información de la S.A.F.P..

Por otra parte, la comisión fija y la comisión porcentual sobre la renta imponible registran en 1988 un incremento, producto de los cambios a la normativa incorporados a partir de ese año y de la eliminación de la comisión porcentual sobre mantención de saldo. Esto último compensó los incrementos señalados, de tal forma que el costo previsional se reduce en 1988 en 4,0%. En 1989 nuevamente cae el costo previsional, esta vez en una magnitud de 8,7%, comportamiento que ha continuado en 1990.

Otra característica de este período es la mayor importancia que adquiere la rentabilidad, como consecuencia de la creación de la Cuenta de Ahorro Voluntario y de los mayores saldos acumulados en las Cuentas de Capitalización Individual.

7.- DESAFIOS PENDIENTES

7.1. Cobertura del Sistema de A.F.P.

En discusiones recientes se ha llamado la atención sobre la supuesta baja "cobertura" del sistema de A.F.P., en relación a la situación de los años anteriores a la reforma.

Para analizar este problema, distinguiremos dos conceptos de cobertura: la cobertura "global" y la cobertura "legal". La cobertura "global" se define como el porcentaje que representan los afiliados a las A.F.P. y a las Cajas de Previsión sobre aquella parte de la fuerza de trabajo que puede adherirse a algún sistema de pensiones. Cobertura "legal", por otra parte, será el porcentaje que representan los afiliados sobre aquella parte de la fuerza de trabajo que debe legalmente estar cubierta por algún sistema de pensiones.

En ambos casos, se considerará como afiliados cubiertos a quienes tengan derecho a pensión, esto es, a quienes muestren cierta densidad mínima de cotizaciones. Así, al definir ambos conceptos de cobertura en base a cifras de afiliados y no de cotizantes estamos reconociendo el hecho que la falta de cotizaciones en uno o más períodos, no afecta el derecho del afiliado a recibir una pensión en un régimen de capitalización, aunque si disminuirá el monto de ésta.

Cobertura Global. Para obtener una buena aproximación de la cobertura global de los sistemas de pensiones se debe ajustar las cifras de fuerza de trabajo y afiliados.

En primer lugar, las personas que buscan trabajo por primera vez no pueden estar afiliadas a un sistema de pensiones y, por lo tanto, deben ser descontadas de la fuerza de trabajo para obtener el número potencial de personas que si podrían estar afiliadas.

En segundo lugar, la cifra total de afiliados incluye a los pasivos no cotizantes, que están incorporados a las A.F.P., pero que en su mayoría ya se han retirado de la fuerza de trabajo. Se debe descontar, por lo tanto, esta magnitud. Sin embargo, es posible que existan pensionados no cotizantes que sigan trabajando (la ley no los obliga a cotizar); en cuyo caso estaríamos subestimando la cobertura. Lo mismo sucedería con pensionados del sistema antiguo que continuaran trabajando, ya que a éstos no los hemos considerado como afiliados.

También hay que restar de los afiliados al nuevo sistema a aquellas personas cuyas cuentas de capitalización individual no han registrado movimientos durante más de 12 meses, por dos razones. Primero, es muy probable que esas personas se hayan retirado de la fuerza de trabajo. Segundo, quien no muestre cotizaciones por más de doce meses, difícilmente reunirá a lo largo de su vida activa la densidad de cotizaciones necesarias para acceder incluso a la pensión mínima garantizada por el Estado.

Sin embargo, con este ajuste se puede estar subestimando la cobertura, pues existen casos de cotizaciones rezagadas y en proceso de cobranza que explican parte de la situación.

De esta forma, llegamos a las cifras corregidas de afiliados y fuerza de trabajo que deben usarse para el cálculo de la "cobertura global". Esta cobertura fluctúa en el período 1985-1989 entre 58% y 67%, registrando una continua tendencia creciente (Ver Cuadro # 53). Esto significa que el total de trabajadores "no cubiertos" representaría en realidad un 33% del total de la fuerza de trabajo a Diciembre de 1989, cifra significativamente inferior al 45% calculado con las cifras sin corregir en base a cotizantes.

El porcentaje de la fuerza de trabajo que no está cubierta por algún sistema de pensiones corresponde, en su gran mayoría, a trabajadores independientes que no se afiliaron al antiguo sistema y que tampoco lo han hecho en las A.F.P., y a los familiares no remunerados (4,1% de la fuerza de trabajo a Diciembre de 1988), que no están afiliados porque no reciben ingresos monetarios.

Otra explicación para el porcentaje de personas no cubiertas por el sistema durante algunos años, se encuentra en la existencia de los programas de empleo de emergencia (en el período analizado, los adscritos al PEM y POJH llegaron como máximo a 277.006 personas, representando un 7,1% de la fuerza de trabajo), que ocupaban una gran mayoría de trabajadores sin experiencia previa en el mercado laboral, y que no tenían obligación de afiliarse a ningún sistema de pensiones.

Existen también casos de trabajadores que, de común acuerdo con su empleador, deciden no afiliarse para así obtener una mayor renta líquida, y de empleadores que eluden unilateralmente esta responsabilidad.

Finalmente, está el caso de los trabajadores temporeros que usualmente no tienen contrato formal y, por lo tanto, no se encuentran afiliados.

Las cifras anteriores indican que existirían más de 1.500.000 personas activas que no están ahorrando para su futura jubilación, al menos a través de los sistemas de pensiones obligatorios. Esta cifra es importante y debe ser motivo de preocupación.

Sin embargo, no se debe descartar la posibilidad que la estimación de magnitudes absolutas tenga errores de importancia, producto de defectos en las cifras de fuerza de trabajo. Las cifras de afiliados son "efectivas" (censales), mientras que las de fuerza de trabajo corresponden a estimaciones estadísticas, existiendo, por ejemplo, diferencias entre las cifras del I.N.E. y de la Universidad de Chile.

C U A D R O N° 53

COBERTURA GLOBAL DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

VARIABLE	1985	1986	1987	1988	1989
Fuerza de Trabajo (1)	4.018.700	4.270.000	4.354.400	4.551.600	4.675.000
- Buscan Trab. 1a. vez	107.100	69.100	58.700	55.100	45.500
- Fuerza de Trabajo* (2)	3.911.600	4.200.900	4.295.700	4.496.500	4.629.500
Afil.Sist.Pensiones (3)	2.738.239	3.033.864	3.325.338	3.608.002	3.886.026
- Pas. No Cot.	8.872	12.813	20.965	29.651	40.248
- Ctas. Inactivas	450.032	517.401	590.077	663.972	740.822
Afil. Activos (*)	2.279.335	2.503.650	2.714.296	2.914.379	3.104.956
AFIL.ACTIVOS*/FZA.TRAB.*	58.30%	59.60%	63.20%	64.8%	67.1%
AFIL.ACTIVOS*/OCUPADOS	64.44%	64.27%	67.67%	68.32%	70.17%

FUENTE: Elaboración propia en base a información del I.N.E. y Boletines Mensuales de la S.A.F.P.. Cifras a Diciembre de cada año.

- (1) Corresponde al promedio móvil del trimestre Oct-Dic. de cada año.
- (2) Corresponde a la Fuerza de Trabajo que podría estar afiliada a algún sistema de pensiones.
- (3) Afiliados totales a las A.F.P. más afiliados al Sistema antiguo, descontado los miembros de las Fuerzas Armadas.
Para 1989, el número de afiliados al antiguo sistema de pensiones fue estimado de acuerdo a la tasa de variación promedio de los últimos 5 años.

Cobertura Legal. Para estimar el porcentaje de trabajadores que no están afiliados a algún sistema de pensiones debiendo estarlo, también se requiere ajustar las cifras de fuerza de trabajo y afiliados.

Los trabajadores independientes y los familiares no remunerados no tienen la exigencia de afiliarse y, por lo tanto, para el cálculo de la "cobertura legal" deben restarse de la fuerza de trabajo.

También se restó a los trabajadores que buscan trabajo por primera vez, ya que no pueden estar afiliados a ningún sistema de pensiones.

Por otra parte, a la cifra de afiliados a las A.F.P. y a las Cajas de Previsión debe descontarse los afiliados independientes, ya que éstos también se restaron de la fuerza de trabajo.

Se resta también de las cifra de afiliados a los pasivos no cotizantes (ya se han retirado de la fuerza de trabajo), y a los afiliados cuyas cuentas de capitalización individual no han registrado movimientos durante más de 12 meses, tal como se hizo para la estimación de la cobertura global.

Con estos ajustes a la fuerza de trabajo y a la cifra de afiliados, se llega a una relación Afiliados**/Fuerza de Trabajo** que oscila entre 79% y 80% entre Diciembre de 1985 e igual mes de 1989 (Ver Cuadro # 54).

A través de este período, la cobertura legal experimenta una tendencia creciente. Esto significa que el porcentaje no cubierto por los sistemas de pensiones alcanza a un 12% de la fuerza de trabajo que debiendo afiliarse no lo ha hecho (Diciembre de 1989). Dentro de este grupo de personas, están los trabajadores cuyos empleadores no han asumido esta responsabilidad legal y aquellos que voluntariamente han optado por no afiliarse. También se incluyen en este grupo, algunos trabajadores temporeros que en las encuestas de empleo se clasifican dentro de la categoría de trabajadores dependientes.

Por último, la cifra absoluta, al igual que en el caso de la "cobertura global", puede estar afectada por errores en la estimación de la fuerza de trabajo.

Todas estas personas que no están incorporadas a ningún sistema representan un problema social que debe tratar de evitarse, pues no están efectuando, al menos a través del sistema de pensiones, el ahorro previsional requerido para su futura jubilación.

C U A D R O N° 54

COBERTURA LEGAL DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

VARIABLE	1985	1986	1987	1988	1989
Fuerza de Trabajo (1)	4.018.700	4.270.000	4.354.400	4.551.600	4.675.000
- Buscan Trab. 1a. vez	107.100	69.100	58.700	55.100	45.500
- Fam. No Remunerado	156.822	166.400	177.800	183.100	167.600
- Trab. Independientes	973.200	1.040.600	1.061.400	1.157.200	1.059.000
Fuerza de Trabajo **	2.781.578	2.993.900	3.056.500	3.156.200	3.402.900
Afiliados Sist.Nuevo	2.283.830	2.591.484	2.890.680	3.183.002	3.470.845
+Afil.Activos Sist.Ant(2)	454.409	442.380	434.658	425.000	415.181
- Afil.Independiente	93.782	106.198	112.880	117.064	121.511
- Pas.No Cot.(3)	8.872	12.813	20.965	29.651	40.248
- Ctas. Inactivas (4)	450.032	517.401	590.077	663.972	740.822
Afiliados **	2.185.553	2.397.452	2.601.416	2.797.315	2.983.445
AFILIADOS/FUERZA TRABAJO	56.83	60.69	66.39	69.93	74.24
AFILIADOS**/F.TRAB.**	78.57	80.08	85.11	88.63	87.67

- FUENTE: Fuerza de Trabajo: Estadísticas del INE.
 Afiliados Sistema Antiguo:1985 Compendio Estadístico INE; para 1986-1988 estadísticas de la S.S.S.
 Desocupados que buscan trabajo por 1ra. vez, Fam. no remunerados y ocupados indep.: Estadísticas del INE.
 Afiliados, Afiliados Indep., Pensionados, Pensionados cotizantes y Cuentas inactivas: Boletín Estadístico Mensual de la S.A.F.P.
- (1) Corresponde al promedio móvil del trimestre Oct.-Dic. de cada año.
 - (2) Excluye Fuerzas Armadas. En 1989 se estimó en base a la variación promedio de los últimos 5 años.
 - (3) Para 1985 y 1986, los pensionados corresponden al número de pensiones pagadas en el nuevo sistema.
 - (4) El número de cuentas inactivas para el año 1985 corresponde al número de cuentas sin movimiento por más de 12 meses al 31 de Marzo de 1986.

Cualquier solución eficiente al problema de la cobertura debe reconocer la necesidad de asegurar que los regímenes de pensiones obligatorios de carácter general, tengan la estructura de incentivos necesaria para lograr el máximo compromiso de los mismos beneficiarios. Desde este punto de vista, el sistema de capitalización individual incorpora elementos que incentivan una mayor cobertura, tales como la disminución de la tasa de cotizaciones, la propiedad individual de los ahorros previsionales, y la relación directa que existe entre los aportes que efectúan los afiliados durante toda su vida activa y su pensión.

De esta manera, parece difícil que la causa del problema se encuentre en esta forma particular de organizar los regímenes de pensiones. Al contrario, frente a los cambios en la composición de la fuerza de trabajo ocurridos durante los últimos años, es probable que un esquema sin los incentivos que contempla el actualmente vigente hubiese significado menor cobertura efectiva.

7.2. Morosidad

El procedimiento de pago de las cotizaciones a las A.F.P. ha sido objeto de bastante controversia. La ley establece que el empleador debe retener las cotizaciones de los trabajadores dependientes, y abonarlas a las cuentas de éstos en las A.F.P.. Sin embargo, existen oportunidades en que, existiendo retención por parte del empleador, no se hace el pago correspondiente. En estos casos la ley establece que la deuda deberá ser pagada por el empleador con reajustes e intereses penales, dejando la fiscalización del cumplimiento de estas obligaciones a cargo de la Dirección del Trabajo (organismo dependiente del Ministerio del Trabajo), y obligando a las A.F.P. a seguir todas las acciones tendientes al cobro de las cotizaciones adeudadas.

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

En el Cuadro # 55 se muestra los resultados de un ejercicio para el período 1985-1989, según el cual la tasa de morosidad, definida como el porcentaje de afiliados que debiendo cotizar no lo hacen, fluctúa alrededor del 10%. Esta cifra no deja de ser importante. Sin embargo, una alta proporción de la morosidad se soluciona cuando los empleadores pagan retrasadamente las cotizaciones, o cuando éstas se recuperan a través de los procesos de cobranza.

Una vez terminadas todas las instancias de cobranza, se puede estimar que la morosidad "irrecuperable" no excede del 4% (1).

Aunque no cabe duda que toda mejora en los procedimientos de control por parte de la Dirección del Trabajo y una mayor eficiencia en la tramitación de las cobranzas judiciales ayudarían a limitar aún más el problema, se debe destacar que un sistema de capitalización individual y de contribuciones definidas da los incentivos correctos para que se paguen las cotizaciones establecidas por ley, pues establece una relación directa entre monto de contribuciones pagadas y monto de la pensión que se recibe. Este efecto se refuerza cuando la cotización es de cargo del trabajador, como en el caso chileno, fórmula que no tiene consecuencias sobre su remuneración líquida (la que depende de condiciones de oferta y demanda en el mercado del trabajo), pero que ayuda a la administración del sistema, pues transforma al afiliado en "agente recaudador" y define una acción jurídica más fuerte en contra del empleador que no paga.

(1) En base a opiniones de distintas A.F.P...

C U A D R O N° 55

RELACION COTIZANTES-AFILIADOS Y MOROSIDAD
(Números a Diciembre de cada año)

	1985	1986	1987	1988	1989
TOTAL AFILIADOS	2.283.830	2.591.484	2.890.680	3.183.002	3.470.845
-INDEPENDIENTES	93.782	106.198	112.880	117.064	121.511
-PASIVOS NO COTIZANTE	8.872	12.813	20.965	29.651	40.248
-CTAS. INACTIVAS	450.032	517.401	590.077	663.972	740.822
-AFIL. CESANTES	160.996	138.810	140.839	120.988	112.233
TOTAL AFILIADOS CORREGIDO (1)	1.570.148	1.816.262	2.025.919	2.251.327	2.456.031
TOTAL COTIZANTES	1.321.938	1.493.568	1.675.615	1.772.371	1.917.629
+ REZAGOS	110.872	117.619	168.568	265.874	221.154
+ PASIVOS COTIZANTES	1.069	1.950	2.947	3.211	3.873
TOTAL COTIZANTES CORREGIDO (2)	1.433.879	1.613.137	1.847.130	2.041.456	2.142.656
COTIZANTES/AFILIADO	57.88	57.63	57.97	55.68	55.25
COTIZANTE CORREGIDOS/ AFILIADOS CORREGIDOS	91.32	88.82	91.17	90.68	87.24
MOROSIDAD (3)	8.68	11.18	8.83	9.32	12.76

FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de S.A.F.P.

- (1) Total Afiliados Corregidos: Total Afiliados - Independientes - Pasivos no Cotizantes - Cuentas Inactivas - Afiliados Cesantes.
- (2) Total Cotizantes Corregidos: Total Cotizantes + Rezagos + Pasivos Cotizantes.
"Rezagos" corresponde a cotizaciones mal declaradas.
- (3) Morosidad: $(1 - \text{Total Cotizantes Corregidos} / \text{Total Afiliados Corregidos})$.

7.3. Costos y Eficiencia

Una de las razones invocadas para justificar la sustitución de un régimen centralizado de reparto por otro privado de capitalización individual con libre elección, ha sido la mayor eficiencia en la administración que se alcanzaría fruto de la competencia entre diversas entidades y la consecuente disminución en costos. Se argumentaba, en otras palabras, que, ceteris-paribus, la reforma permitiría producir cada unidad de pensión con menor uso de recursos.

Sin embargo, algunos autores han expresado dudas respecto a este resultado, básicamente por dos causas: en primer lugar, se argumenta que por muchos años la seguridad social en Chile mostrará una estructura "dual" coexistiendo la institucionalidad del régimen antiguo y del nuevo; y, en segundo lugar, se sostiene que el nuevo sistema puede tener mayores costos operacionales originados por los gastos comerciales, que no son socialmente necesarios pues la afiliación es obligatoria, de tal forma que la competencia por afiliados es un juego de suma cero a nivel agregado (1).

La información acumulada hasta la fecha no permite obtener conclusiones definitivas sobre este fenómeno. Tal como se ve en el Cuadro N° 56, los costos de administración han caído sostenidamente durante el período 1982-1989, pasando a representar en 1989 un 14,7% de la recaudación por concepto de cotizaciones, en relación al 23,4% del año 1982. Los costos de administración por afiliado también han caído en un 48%, aunque en este caso se observa un leve repunte durante los dos últimos años.

(1) Vease Arellano (1985), y Mesa-Lago (1989) que recoge argumentos similares.

C U A D R O N° 56

EVOLUCION GASTOS TOTALES
(En MM\$ de Diciembre de 1989)

AÑO	COSTOS TOTALES (1)	COTIZACIONES (2)	(1)/(2) % (3)	AFILIADOS (MILES) (4)	COSTOS / AFILIADO \$ (1)/(4)
1982	24,238	103,443	23.43	1,420	17,069
1983	20,127	98,687	20.39	1,530	13,155
1984	20,759	103,285	20.10	1,775	11,695
1985	20,596	108,386	19.00	2,107	9,775
1986	20,131	123,810	16.26	2,438	8,257
1987	31,574	131,678	16.38	2,741	7,871
1988	25,489	169,410	15.05	3,037	8,393
1989	29,282	199,415	14.68	3,327	8,801

Los costos totales y cotizaciones se presentan netas de los pagos por prima de seguros.

FUENTE: Elaboración propia en base a antecedentes de S.A.F.P..

Estos resultados podrían interpretarse como evidencia de un sistema competitivo que alcanza niveles cada vez mayores de eficiencia. Sin embargo, comparados con los niveles de costos de administración del régimen antiguo, los resultados aparecen como menos auspiciosos pues, por ejemplo, en el año 1980 los gastos de administración representaban un 8% de las cotizaciones. En referencia a otros países con regímenes de reparto, los gastos de administración del nuevo sistema chileno tampoco parecen significativamente más bajos. Así, por ejemplo, los gastos de administración consumen en Argentina, Panamá y Costa Rica menos de un 7% y en Uruguay y República Dominicana menos de un 11%; pero más de un 15% en México, Perú, Bolivia y Ecuador (1).

La comparación directa de las cifras, sin embargo, induce a error, pues existen fuertes diferencias en las tasas de cotización entre países y porque, además, bajo un régimen de capitalización los ingresos por rentabilidad representan una parte importante de los ingresos totales. Así, en el caso chileno, al incluir este último concepto, la proporción de gastos a ingresos cae a 9,5%.

Por lo tanto, para obtener una adecuada perspectiva del problema y derivar las lecciones correctas, se hace necesario revisar la argumentación conceptual.

En primer lugar, está el problema de la dualidad de regímenes de pensiones luego de la reforma. Evidentemente, esta situación no tiene su origen en la selección de un determinado sistema de pensiones, sino que en la forma que se enfrenta el proceso de reforma. Así, de existir razones permanentes de largo plazo que justifiquen el paso de un sistema de reparto a otro de capitalización, sólo procede efectuar ese cambio de la forma más eficiente posible. Específicamente, y dada la ineficiencia de mantener dos sistemas paralelos, la experiencia chilena sugiere la necesidad de: constituir el régimen de capitalización como sustituto y no complemento del régimen de reparto; provocar el cambio con la mayor rapidez posible; y, consolidar la operación de la institucionalidad del régimen de reparto mientras dure la transición, para evitar fuertes ineficiencias a medida que su tamaño se reduzca.

La discusión sobre los "costos de la competencia" en un régimen obligatorio tiene ángulos más complejos. La afirmación que la competencia en un sistema de afiliación obligatoria como el chileno es un juego de suma cero, resulta cuestionable pues, en primer lugar, esta obligatoriedad no es total y, en segundo lugar, no todos quienes deben cumplir con esta condición efectivamente lo hacen. Así, los trabajadores independientes, que representan aproximadamente un 30% de la fuerza de trabajo, deciden voluntariamente su ingreso al nuevo sistema, y la acción comercial de las A.F.P. sobre este segmento puede ayudar a crear demanda (2). Un segundo efecto, más importante, se genera a

(1) Ver Mesa-Lago (1989).

(2) Se reconoce sin embargo, que este efecto no es en la práctica muy significativo. Actualmente sólo el 3,5% de los afiliados a las A.F.P. son trabajadores independientes.

través de los incentivos que se derivan de la competencia entre las A.F.P. para que aquellos trabajadores obligados a cotizar, reconozcan los beneficios del ahorro previsional y no evadan el pago de las contribuciones por la vía de la subdeclaración de ingresos. A esto se debe sumar los incentivos para que los trabajadores reconozcan las posibilidades y ventajas del ahorro y lo incrementen voluntariamente. Estos efectos se producen pues la competencia exige a las A.F.P. entregar a los afiliados la mayor información sobre las características de los distintos servicios ofrecidos, y sensibilizarlos en cuanto a los beneficios que se derivan de su esfuerzo individual de ahorro. Así, incluso si el total de aportantes al sistema no dependiera del esfuerzo competitivo, el volumen total de contribuciones obligatorias y voluntarias si debería depender parcialmente de éste.

Desde una perspectiva diferente, se puede argumentar que los gastos comerciales son el producto inevitable de una gestión competitiva y que, en ausencia de ésta, no existirán incentivos para que las A.F.P. disminuyan costos y mejoren eficiencia. Sin el estímulo competitivo una eventual disminución de los costos comerciales - que se provoque, por ejemplo, por la vía de la regulación al sistema - no necesariamente se traspasará a los afiliados, y no existirá tampoco incentivo para disminuir otros costos de operación y administración.

En definitiva, lo que interesa son los costos globales de producción, más que su composición, y la tendencia de éstos ha sido claramente decreciente, atenuada los últimos años por un fuerte aumento en los gastos de remuneración al personal, correlacionada al incremento de salarios reales en la economía, y que no se puede atribuir a mayor ineficiencia en la gestión.

Finalmente, nos enfrentamos al problema de comparar costos de productos que tienen características diferentes. Esta situación dificulta cualquier comparación con el sistema antiguo. Es posible que los costos de administración como porcentaje de las contribuciones totales sean mayores en un sistema de pensiones obligatorio y competitivo que en otro obligatorio y centralizado, pero que esto no sea síntoma de ineficiencia, siempre que la diferencia en beneficios ofrecidos sea aún más favorable y/o que el costo financiero de cada unidad de beneficio que se obtenga no compense la diferencia. Cheyre (1988) ha argumentado que, además de ofrecer una mayor variedad y calidad de beneficios, el nuevo sistema de pensiones tiene un costo global para el afiliado (medido por la tasa de cotización) menor que el antiguo sistema de reparto, y el mismo Cheyre (1988) y Margozzini (1988) han estimado beneficios de monto significativamente superiores a pagar por el sistema de A.F.P., una vez que entre en régimen (en el caso de pensiones de vejez) y desde ya en el caso de las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

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

Sin embargo, aparentemente el público aún no recibe, o no es capaz de procesar adecuadamente, toda la información relevante sobre las características y resultados de cada A.F.P., de tal manera que éstas pueden destinar recursos a esfuerzos comerciales, efectivos desde su punto de vista, aunque no desde una perspectiva social, en el sentido que no están asociados, a beneficios directos para los afiliados ni les proveen a éstos de información relevante. Ejemplos se encuentran principalmente en algunos casos de publicidad masiva.

Esta situación, sobre la que nos extenderemos en el punto siguiente, implica que existen posibilidades en el sistema chileno de reducir gastos comerciales en la medida que los afiliados adquieran la capacidad de seleccionar A.F.P. usando sólo la información adecuada. Un cambio que podría ayudar a conseguir este objetivo se refiere a las normas que regulan los traspasos de afiliados entre A.F.P. La reglamentación chilena ha privilegiado la máxima libertad para cambiarse desde una A.F.P. a otra bajo la premisa - correcta - que ello estimula la competencia entre A.F.P.. Sin embargo, al no tener este acto ningún costo directo e inmediato para el afiliado, y por no existir información completa sobre sus consecuencias de mediano y largo plazo, se estimulan decisiones que no necesariamente favorecen a quien la toma. Luego, parece posible encontrar mecanismos alternativos que den mayor formalidad al acto de traspaso y que lleven a aumentar la probabilidad de decisiones informadas. Entre las alternativas a estudiar se encuentra la autorización para que las A.F.P. cobren distintas comisiones según el tiempo de permanencia del afiliado; el obligar al afiliado a "cerrar su cuenta" en la A.F.P. desde la que se retira (hoy sólo debe incorporarse a la nueva A.F.P. y automáticamente queda "desafiliado" de la antigua); el exigir una permanencia mínima en la A.F.P.; o, limitar el número de traspasos.

Por otra parte, también se perciben posibilidades de rebajar los gastos de administración mediante modificaciones reglamentarias que den mayor flexibilidad a las A.F.P. para organizar sus procesos de administración de acuerdo a lo que resulte mas eficiente para cada una de ellas. Actualmente, la regulación sigue un criterio distinto y define no sólo un marco general dentro del cual las A.F.P. deben enmarcar su acción, sino que también las características precisas de los productos y servicios que se ofrecen al público y los procedimientos a seguir para su producción y la administración del proceso. Así, la ley fija tanto el producto como la función de producción respectiva. Aunque no cabe duda que de esta manera se facilita la fiscalización

de las entidades administradoras, se debe también reconocer el efecto en costos que ello tiene. Una vez superada la etapa inicial de puesta en marcha del sistema, y habiendo alcanzado las A.F.P. y la autoridad fiscalizadora conocimiento y experiencia sobre el funcionamiento del nuevo régimen de pensiones, el riesgo de un cambio de enfoque en regulación parece muy inferior a los beneficios que esto podría generar.

7.4. Información al afiliado

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

El objetivo de los administradores privados de este ahorro obligatorio, debería ser, en consecuencia, maximizar el valor de los recursos que administran en forma tal que, llegado el momento de pensionarse, el aportante disponga del mayor capital posible para enfrentar adecuadamente esos estados de necesidad. En otras palabras, la gestión debe maximizar la rentabilidad de largo plazo. Sin embargo, como ese aportante, de ser correcto el argumento en favor de la obligatoriedad, es parcialmente miope respecto a su futuro económico, no se puede dar por descontado que precisamente exigirá a su A.F.P. que cumpla con ese objetivo. Por la misma razón, tampoco existe el incentivo para que éste destine esfuerzo en adquirir la información relevante que le permita tomar una decisión correcta en la perspectiva de largo plazo. Por último, aún si lo hiciera, no puede esperar hasta el momento de la jubilación para evaluar el resultado de la gestión del administrador de sus fondos.

Existe, en consecuencia, un problema de incentivos distorsionados que puede llevar a los partícipes en el sistema de pensiones, aportantes y administradores, a tomar decisiones de elección e inversión, respectivamente, que no sean consistentes con el objetivo de maximización de rentabilidad de largo plazo.

La clave del problema está en la información. En la medida que el afiliado seleccione A.F.P. según la información relevante, que en este caso sería costos y rentabilidad de largo plazo, se genera el incentivo para que las A.F.P. orienten su gestión hacia, precisamente, la optimización de esos atributos. Se debe, por lo tanto, tratar que la información que reciba el afiliado tenga las siguientes características: permita una fácil comparación de costos; se refiera a rentabilidad de largo plazo; e integre resultados de rentabilidad y costos.

La experiencia chilena muestra, sin embargo, que se ha avanzado lentamente en el proceso de mejorar la calidad de la información que recibe el afiliado. Así, la falta de difusión de una medida única de costos, la arbitrariedad para informar respecto a los resultados históricos de rentabilidad y, la ausencia de una medida que integre ambos elementos y que muestre resultados netos para el afiliado, ha contribuido a crear una situación de relativa confusión. Por ejemplo,

distintas A.F.P. pueden estar informando simultáneamente que son las de "más bajo costo" o "mayor rentabilidad".

Los efectos potencialmente negativos de esta situación se hacen evidentes al analizar el caso de la información de rentabilidad. Actualmente, los afiliados reciben información sobre rentabilidad histórica de cuota (1), calculada como la variación porcentual del valor de ésta entre las fechas de referencia escogidas, y corregidas por el efecto de la inflación. Cada A.F.P. selecciona aquel período histórico para el cual pueda mostrar la mejor rentabilidad relativa, y sugiere que esta "evidencia histórica" de buenos resultados garantiza éxitos similares en el futuro. Además, desde que las A.F.P. comenzaron a ofrecer el servicio de administración de cuentas de ahorro voluntario, algunos periódicos han comenzado a publicar diariamente rankings con rentabilidades de los últimos treinta días y acumulados en el año. Esta situación ha tendido a exacerbar una concentración del interés de los afiliados en el corto plazo.

Este tipo de indicador de rentabilidad - basado en las variaciones históricas de valor cuota - no cumple, en nuestra opinión, con el objetivo de informar correctamente sobre el resultado de la gestión de inversiones de las A.F.P.. Los principales problemas son los siguientes:

- a) Como el valor de la cuota depende del precio de mercado de los distintos instrumentos que forman parte del portfolio de la A.F.P., la rentabilidad que se calcule sobre su base estará sujeta a fuerte variabilidad, lo que introduce un importante elemento de confusión en el afiliado.
- b) El uso de este tipo de indicador lleva a una inevitable confusión entre rentabilidades de corto y largo plazo, dificultando las decisiones de los afiliados y eventualmente induciendo decisiones equivocadas. Además, al evaluarse la gestión de las A.F.P. de acuerdo a este parámetro, éstas pueden sesgar sus decisiones de inversión en favor de alternativas de corto plazo.
- c) Este indicador sólo proporciona información sobre el desempeño "pasado" de cada Fondo de Pensiones, el cual no necesariamente será un buen predictor de su desempeño futuro.

De hecho, Walker (1990) concluye, luego de examinar información para los años 1986, 1987, 1988 y 1989, que no es posible encontrar una relación estadística entre rentabilidades históricas y futuras y que tampoco existen diferencias estadísticamente significativas entre la rentabilidad de distintas A.F.P.

(1) Ver Sección 5.4.3.

En consecuencia, el uso de información histórica como sugerencia de resultados futuros es otro elemento que puede inducir decisiones equivocadas de los afiliados.

Con el objeto de eliminar, o simplemente disminuir, algunos de estos problemas, se ha propuesto estudiar la creación de nuevos indicadores de rentabilidad basados en el cálculo de la TIR de la cartera de cada Fondo de Pensiones (1). En primer lugar, se propone informar una "TIR efectiva" para los afiliados, calculada como la tasa de descuento (anualizada) que hace cero el valor presente de una ecuación que incorpora tanto el flujo de beneficios por concepto de rentabilidad de inversiones como el costo de las comisiones pagadas. En segundo lugar, y para cumplir con el objetivo de tener un mejor estimador de las rentabilidades futuras y de largo plazo, se propone divulgar la TIR de la cartera de cada Fondo de Pensiones. Esta medida se acompañaría con la información del plazo promedio de las inversiones. Tal indicador tendría la ventaja de ser más representativo de las rentabilidades futuras que efectivamente se podrían obtener que el indicador de rentabilidad histórica; incentivaría la inversión de largo plazo cuando existen premios por liquidez; y, debería ser más estable en el tiempo.

La experiencia chilena enseña, en consecuencia, que se puede acelerar la eficiencia en la administración del nuevo sistema de pensiones mediante una adecuada y sostenida campaña de información al público, que debe incluir la definición de "estándares" o "indicadores de referencia" que minimicen los riesgos de manipulación de información. De especial importancia es la selección de parámetros de medición de la gestión de cada A.F.P., que resulten consistentes con los objetivos que se han fijado a la previsión obligatoria, en forma tal de no introducir sesgos equivocados a la gestión de las A.F.P. A los organismos estatales de fiscalización les cabe especial responsabilidad en esta tarea.

(1) Esta idea es original de Walker (1990). En el mismo trabajo se encuentra una exposición detallada sobre los méritos e inconvenientes de un indicador de este tipo.

- 10.- P. Universidad Católica : Estudios de la Reforma Previsio-
nal: Previsión y Reforma, Efec-
tos en la Industria y en el
País. Instituto de Economía
(Mayo 1983)
- 11.- Valdés, Salvador : "Previsión y Crecimiento Econó-
mico". Mimeo P. Universidad
Católica, Instituto de Economía
(Octubre, 1990)
- 12.- Valdés, Salvador;
Navarro, Eduardo : "Subsidios cruzados en el Seguro
de Invalidez y Sobrevivencia".
Mimeo, (Octubre, 1990)
- 13.- Walker, Eduardo : "Fondos de Pensiones, Políticas
de Inversión, Performance e
Información a los afiliados"
Mimeo, P. Universidad Católica,
Escuela de Administración (Octu-
bre, 1990)

100

100

100

100