

## financiamiento del desarrollo

# **L**a reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes

Andras Uthoff



NACIONES UNIDAS



Unidad de Estudios Especiales  
Secretaría Ejecutiva

Santiago de Chile, julio de 2001

Este documento fue preparado por Andras Uthoff, Coordinador de la Unidad de Estudios Especiales, de la Secretaría Ejecutiva de la CEPAL, con el apoyo de Rodrigo Morales en la elaboración de la información. El autor agradece los comentarios a una primera versión de este trabajo de Ricardo Ffrench-Davis, Daniel Titelman, Felipe Jiménez, Bárbara Stallings y Jéssica Cuadros. Asimismo, el autor se benefició de los debates respecto del trabajo que tuvieron lugar en Japón con ocasión de los seminarios sobre reformas económicas en Chile, realizados en el Ministerio de Planificación Económica en Tokyo y en el Departamento de Economía de la Universidad de Kobe.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1575-P

ISBN: 92-1-321878-8

Copyright © Naciones Unidas, julio de 2001. Todos los derechos reservados

Nº de venta: S.01.II.G.118

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>Introducción</b> .....	7
<b>1. Antecedentes de la reforma al sistema de pensiones chileno</b> .....	9
<b>2. La cobertura poblacional del sistema de pensiones chileno</b> .....	13
<b>3. Consecuencias para el fisco de sustituir un sistema de reparto por uno de capitalización individual</b> .....	17
<b>4. La industria de Administradoras de Fondos de Pensiones y los costos de administración</b> .....	21
<b>5. Efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales y el ahorro nacional</b> .....	25
a) Regulación y supervisión.....	26
b) Efecto del marco regulatorio sobre el valor y rendimiento de los fondos de pensiones.....	27
c) Efectos sobre el mercado financiero y la inversión.....	29
<b>6. Conclusiones acerca de la reforma del sistema de pensiones en Chile</b> .....	35
a) El sistema de pensiones y los problemas de la cobertura poblacional y de responsabilidades fiscales .....	36
b) El sistema de pensiones y los riesgos para los afiliados .....	36
c) El sistema de pensiones, el desarrollo del mercado de capitales y el impulso a la inversión.....	37
<b>Bibliografía</b> .....	39
<b>Serie financiamiento del desarrollo: números publicados</b> .....	43

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Cobertura poblacional del sistema .....	15
Cuadro 2	Chile 1996: Estructura de la cobertura según categoría ocupacional y tamaño de empresa.....	16
Cuadro 3	Evolución relativa de las pensiones por categoría ocupacional .....	19
Cuadro 4	Déficit previsional Estatal y sus componentes .....	20
Cuadro 5	Concentración de la industria y costos administrativos .....	24
Cuadro 6	Valor y rentabilidad de los fondos de pensiones 1981-2000 .....	29
Cuadro 7	Importancia de los Fondos de Pensiones chilenos en relación a los Agregados Monetarios Privados.....	33
Cuadro 8	Desagregación del ahorro nacional, incluyendo el excedente fiscal necesario para financiar el costo de la transición.....	34

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Afiliados y cotizantes .....	15
Gráfico 2	Composición del portafolio de los fondos de pensiones 1981-1999.....	28

---

## Resumen

---

En 1981 Chile implementó una reforma a su sistema de pensiones. Este cambió desde un sistema financiado mediante el régimen de reparto, con beneficios definidos y administrados mayoritariamente por el Estado, a otro financiado mediante el régimen de capitalización, con contribuciones definidas y administración privada, pero regulación estatal.

Después de dos décadas de aplicación, el sistema evidencia cuatro grandes desafíos. Muestra problemas en la consolidación de su cobertura poblacional, su operación descansa en un importante esfuerzo fiscal por financiar la transición, opera en un mercado imperfecto donde se manifiestan importantes costos de operación, y si bien ha contribuido a impulsar el desarrollo del mercado de capitales, su efecto directo sobre la inversión productiva es limitado.



## Introducción

---

Con la publicación del Decreto Ley 3500 de 1980 se consolida en Chile una reforma definitiva a su sistema de pensiones. La reforma intenta: (i) poner fin a la concesión de pensiones por antigüedad; (ii) definir las prestaciones sobre la base de las contribuciones del beneficiario durante toda su vida y no exclusivamente de aquellas de los últimos años de cotización; (iii) promover mecanismos automáticos de ajuste de sus parámetros a cambios demográficos y económicos que lo mantengan en equilibrio actuarial; (iv) reducir la posibilidad de presiones políticas sobre el uso de los fondos, y (v) reducir el sobrecargo de tareas administrativas.

A través de ese decreto, se cierra paulatinamente el sistema antiguo basado en beneficios definidos, gestionado por múltiples Cajas, financiado mediante el mecanismo de reparto, administrado mayoritariamente por el Estado y obligatorio para empleados y obreros en relación de dependencia. Se lo sustituye gradualmente por otro de contribuciones definidas, gestionado por Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones reguladas y supervisadas por el Estado, financiado mediante la capitalización en cuentas individuales y obligatorio para los trabajadores en relación de dependencia.

Este artículo analiza los resultados de la reforma al sistema de pensiones chileno, luego de transcurridos dos decenios desde su puesta en operación. Se organiza a través de cuatro secciones que analizan igual número de desafíos de la reforma. Examina la cobertura del nuevo sistema distinguiendo entre afiliados y cotizantes y destaca la creciente brecha entre ambos. Indaga sobre las responsabilidades

fiscales que surgen de la transición (desde el sistema antiguo al nuevo) y de los compromisos como resultado de las garantías y de la baja densidad de cotizaciones asociada a la brecha entre afiliados y cotizantes. Explora las particularidades que el mercado de administradoras de fondos de pensiones ha tenido sobre la eficiencia del sistema. Y, examina el efecto que la provisión de fondos de largo plazo ha tenido sobre el mercado de capitales y el ahorro.



## **1. Antecedentes de la reforma al sistema de pensiones chileno**

---

La reforma al sistema de pensiones chileno adoptó la capitalización como mecanismo de financiamiento. Su aplicación a nivel de cada individuo, es la base de uno de los tres pilares en que se organiza el sistema reformado de pensiones. En este pilar el sistema ofrece a cada afiliado un beneficio de acuerdo a sus contribuciones al sistema, más lo que las administradoras de sus fondos sean capaces de obtener por su inversión en el mercado de capitales. Los beneficios pueden tomar la forma de un retiro programado de los fondos acumulados, la de una renta vitalicia comprada a una aseguradora o una combinación de ambas.

Sin embargo el sistema de pensiones chileno no se limita al sistema de capitalización individual administrado por entidades privadas. Contiene otros regímenes de prestaciones no contributivas, como las pensiones asistenciales para ancianos e inválidos carentes de recursos, y las garantías para aquellos que luego de cumplir ciertos requisitos no alcanzan a acumular un fondo suficiente para financiar una pensión mínima.

Al hacer una comparación con otros sistemas reformados (Mesa-Lago, 1998), estas últimas prestaciones corresponderían a las de un primer pilar público, no contributivo, redistributivo y financiado con cargo al presupuesto fiscal. Los beneficios del régimen de capitalización serían parte de un segundo pilar obligatorio administrado por empresas privadas, y existe además, un tercer pilar voluntario administrado por las mismas entidades privadas que, sobre

la base de incentivos tributarios, estimula un mayor ahorro para incrementar las prestaciones del segundo pilar (Bustos, 1995, p.229-230). A diferencia de otros modelos que se organizan en tres pilares, una característica del nuevo sistema chileno es que no considera contribuciones para financiar el pilar básico, ni tampoco existe un impuesto atado para hacerlo. Por ende, sus gastos corresponden a incrementos del déficit previsional, diferenciándose de los modelos mixtos, donde se contemplan cotizaciones para ese pilar.

El pilar básico administrado y financiado por el Estado también se hace cargo de los costos de la transición. La reforma estableció como obligatoria la participación en el nuevo sistema para los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo, pero la hizo voluntaria para los trabajadores antiguos. Sin embargo, para incentivar su traslado al nuevo sistema la reforma reconoció los derechos adquiridos en el sistema antiguo a quienes decidieron trasladarse al nuevo sistema. En efecto, reconoció los aportes efectuados en el sistema antiguo, los cuales transforman en un bono de cargo fiscal representativo de la pensión que se habría devengado de no ocurrir el traslado al nuevo sistema. Al mismo tiempo el Estado asumió la obligación de financiar las pensiones por devengarse en el régimen antiguo de reparto, administrándolo hasta su término, para aquellos que optaron por quedarse en ese sistema.

Este pilar que se ocupa de la transición y de las garantías estatales demoró en gestarse y fue objeto de un amplio debate interno. En un primer intento los asesores del gobierno militar propusieron la idea de un sistema dual compuesto por un subsistema estatal para garantizar una pensión mínima y un subsistema de ahorro complementario a través de administraciones delegadas de los fondos, estas últimas podían ser cooperativas y reguladas por una Unidad Central Coordinadora (de Castro y otros, 1992). En un segundo intento, la propuesta se mejoró con aportes de la entonces Oficina de Planificación Nacional (ODEPLAN) la cual perfeccionaba las condiciones de elegibilidad para las pensiones mínimas, elaboraba alternativas para el uso de excedentes de ahorro por sobre ciertos mínimos, determinaba garantías para las rentabilidades del Fondo, fijaba límites a las comisiones de las administradoras y autorizaba la participación de los afiliados en la elección de Directorios de las empresas administradoras (Kast, 1974).

Estas y otras propuestas de ODEPLAN no fueron aprobadas por la Junta Militar. La propuesta definitiva se gestó a través de un proyecto del entonces Ministro de Trabajo y Previsión Social, José Piñera. El Decreto Ley 3500 opta por administradoras privadas de fondos de pensiones sin vínculo con los afiliados, elimina la garantía absoluta de rentabilidad, y define el rol subsidiario del Estado en materia de pensiones. Excluye a las Fuerzas Armadas del nuevo sistema, lo hace obligatorio sólo para los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo, en calidad de empleados y voluntario para los trabajadores independientes, optativo para los afiliados al antiguo sistema y establece una serie de regulaciones para garantizar la fiscalización de los fondos (Piñera, 1991).

La decisión de sustituir el antiguo sistema público de beneficios definidos, financiados mediante el reparto, y administrado por el Estado por uno de contribuciones definidas, financiado mediante la capitalización individual, y de administración privada, buscaba (a) mejorar las pensiones contributivas mediante el expediente de basarse en retornos a partir del mercado de capitales, (b) eliminar las pensiones de privilegio y reducir el efecto de futuros cambios demográficos, diseñando el cálculo de los beneficios a partir de la capitalización de las contribuciones a lo largo de toda la vida y de la expectativa de vida al jubilarse, (c) promover mayor eficiencia en la administración del sistema mediante la gestión privada de los fondos en un mercado competitivo y libertad de elección; y (d) homologar a los trabajadores y promover su movilidad laboral definiendo sus derechos a partir de sus cotizaciones individuales al sistema. Adicionalmente se consideró que la reforma podría consolidar mayores niveles de ahorro e inversión, y contribuir al desarrollo del mercado de capitales, al hacer disponible el ahorro previsional para su intermediación financiera.

Tales ventajas fueron ponderadas desde sus inicios. Analistas de la época advirtieron acerca de los importantes esfuerzos de las finanzas fiscales necesarios para transitar desde un sistema a otro; y de los efectos que podía acarrear también sobre la concentración patrimonial y del ingreso (Arellano, 1980, p. 146). De hecho, desde un tiempo a esta parte varios de los resultados y desafíos pendientes de la reforma apuntan en esa dirección. Se ha destacado que más que una contribución significativa a la elevación de los niveles de ahorro e inversión nacional, la reforma ha exigido disciplina y transparencia al Estado para enfrentar su situación financiera y actuarial, ha contribuido al desarrollo institucional del mercado de capitales, y obtenido retornos reales históricos para el fondo superiores al crecimiento de la masa de salarios reales. Sin embargo, la reforma ha presentado desafíos importantes: exige de un enorme esfuerzo fiscal para financiar su transición y garantías estatales; ha traspasado el riesgo financiero al contribuyente y los fondos de quienes están próximos a retirarse son extremadamente vulnerables a las fluctuaciones del mercado de capitales; los costos cobrados al usuario por las administradoras de pensiones se consideran excesivos; no se había regulado sobre la participación de las administradoras de pensiones en conglomerados financieros; la información que se provee a los usuarios es limitada; el sistema carece de los incentivos apropiados para promover la afiliación voluntaria de los trabajadores independientes y por ende tiene una baja cobertura entre la población económicamente activa total; y la estructura de comisiones tenía componentes regresivos (Diamond, 1994; Uthoff, 1995; Holzmann, 1997; Ruiz-Tagle, 2000).



## **2. La cobertura poblacional del sistema de pensiones chileno**

---

La evolución de la población cubierta por el pilar de capitalización (sistema privado de administradoras de pensiones) presenta características que son preocupantes (Arenas, 2000). Al respecto, las cifras de los Boletines Estadísticos de la SAFP pueden ser engañosas (ver cuadro 1 columnas (1) y (2) y gráfico 1). Todos los trabajadores asalariados incluso los trabajadores agrícolas, empleadas domésticas y empleados de micro empresas están cubiertos obligatoriamente en este pilar. No lo están los trabajadores independientes que pueden afiliarse en forma voluntaria solamente, tampoco lo están las Fuerzas Armadas, y quienes continúan en el sistema antiguo de reparto. Por eso llama la atención que el número de afiliados (personas que han cotizado al menos una vez) se haya incrementado desde 1.44 millones en 1982 a 6.29 millones en Enero de 2001. Esto representaría una cobertura superior al tamaño total de la PEA por aquella fecha.

Para evitar malentendidos es habitual referir la cobertura al número de cotizantes, antes que al número de afiliados. Se distingue entre la cobertura ocupacional, cuando los cotizantes se relacionan con los ocupados solamente y, cobertura efectiva, cuando la relación se hace con la fuerza de trabajo. Comparado con cifras históricas, la cobertura en el antiguo sistema de reparto superó el 74 por ciento de los ocupados en 1975 y disminuyó luego a 59% en 1979, previo a la reforma. Considerando los dos sistemas que operaban después de la

reforma (el de las AFP y el del INP<sup>1</sup>), incluyendo a las Fuerzas Armadas, se observa que luego de la reforma, la cobertura ocupacional disminuyó (especialmente durante 1982, como consecuencia de la profunda recesión), y luego fue aumentando hasta alcanzar un máximo de 68 por ciento en 1997. La cobertura efectiva tuvo un comportamiento similar siendo más acentuada la caída en 1982, por efecto del mayor desempleo, y también más acentuada la recuperación posterior, alcanzando un máximo de 64 por ciento de la Población Económicamente Activa en 1997.

A partir de la crisis asiática en 1997, se observa una importante disminución de la cobertura del sistema. Estudios de cobertura (Arenas op. cit) indican que luego de alcanzar un máximo de 64 por ciento de la fuerza de trabajo, el número de cotizantes se ha reducido en 1999 a sólo un 50% de esta. Aunque alta conforme a estándares de América Latina, la cobertura así medida está muy por debajo de lo que se esperaba. Lo que más sorprende es la creciente diferencia entre afiliados y cotizantes del sistema. La relación entre cotizantes activos y afiliados alcanzó su punto más alto en cifras ligeramente superiores a 75% en 1983 disminuyendo gradualmente después y alcanzando un 44% en 1999 (véase gráfico 1).

El que los afiliados tengan acceso a su fondo de pensiones exclusivamente en casos de invalidez, jubilación y muerte (para los sobrevivientes que de ellos dependan) y no puedan usar el fondo como un seguro colateral o de desempleo, se considera como un factor que ha limitado una participación significativa de los trabajadores autónomos (ver cuadro 2). Prima en este grupo de trabajadores una suerte de miopía privilegiando una mayor liquidez de sus activos para poder hacer frente a las contingencias de sus negocios, así como las de sus familias. Antes que depositar 10% de sus ingresos en cuentas de ahorro para la vejez prefieren destinar esos recursos a otros usos en activos más líquidos. En la actualidad cerca de 1.500.000 de trabajadores independientes no está cubierto por el sistema previsional, la mayoría se supone están vinculados al sector informal, ya que los profesionales independientes tienden a cotizar. El Cuadro 2 ilustra a partir de la encuesta CASEN de 1986, el perfil de cotizantes en relación a su categoría ocupacional, así como al tamaño de la empresa en que laboran. Queda de manifiesto ahí, que la cotización es baja entre trabajadores por cuenta propia, servicio domestico (especialmente aquel puertas afuera), trabajadores familiares no remunerados y empleados en empresas de menos de 5 trabajadores. Estos trabajadores conforman el grueso del empleo asimilado al sector informal.

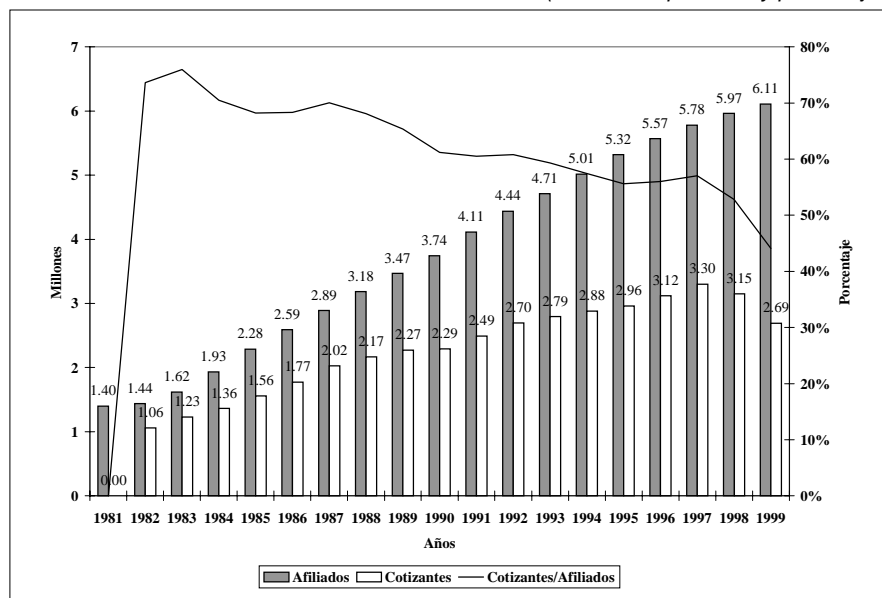
La proporción de trabajadores independientes que cotiza en el sector privado es baja y ha ido disminuyendo. Alcanzó a 4.8% de ellos en 1986 y llegó a 3.8% en 1998 (Bustamante, 1998). Su afiliación es voluntaria, sus ingresos son bajos e inestables, tienen alternativas de inversión para su pequeña capacidad de ahorro, y siempre pueden recurrir en ultima instancia a programas asistenciales de apoyo (pensiones asistenciales, servicios de salud y asignaciones familiares).

Este problema de cobertura genera preocupación entre las autoridades fiscales por sus implicaciones sobre las garantías estatales. La responsabilidad fiscal puede llegar a ser muy alta toda vez que, producto del problema de cobertura y la baja densidad de cotizaciones, los elegibles a pensiones mínimas y asistenciales sean muchos. Este problema es tanto mayor cuando la pensión mínima es elevada y el monto acumulado en los 20 años que exige el sistema por cada persona elegible es pequeño. Cálculos anteriores, indican que el valor presente de estos compromisos no supera al 2.0% del PIB según Wagner y entre 3 a 3.8% del PIB según Zurita (1994). Sin embargo, el hecho de que la pensión mínima sea hoy de alrededor de US\$80 mensuales con presiones para aumentarla, sumado a que cada vez es mayor la diferencia entre afiliados y cotizantes, a que la rentabilidad proporcionada por el sistema está bajando y a que hay evidencia de que el 30% de la población de menores ingresos impondibles no alcanzaría a acumular el monto necesario para autofinanciarse una pensión superior a la mínima, hacen pensar que el problema puede agravarse (Mesa Lago, 2000).

---

<sup>1</sup> Véase nota 4 en página 19.

**Gráfico 1**  
**AFILIADOS Y COTIZANTES: 1981-1999**  
 (Millones de personas y porcentajes)



**Cuadro 1**  
**COBERTURA POBLACIONAL DEL SISTEMA**  
 (Porcentajes)

Años	Cobertura Ocupacional (Cotizantes / Ocupados)			Cobertura Efectiva (Cotizantes / F. de Trabajo)		
	AFP	INP	Total	AFP	INP	Total
1975	...	74.3	74.3	...	64.7	64.7
1976	...	68.9	68.9	...	60.1	60.1
1977	...	65.4	65.4	...	57.7	57.7
1978	...	59.8	59.8	...	51.2	51.2
1979	...	59.4	59.4	...	51.3	51.3
1980	...	56.4	56.4	...	50.5	50.5
1981	33.6	21.5	55.1	29.8	19.0	48.8
1982	36.0	20.0	56.0	29.0	16.1	45.0
1983	38.2	18.0	56.2	33.5	15.8	49.3
1984	40.6	16.7	57.3	35.0	14.4	49.3
1985	44.0	15.7	59.7	38.8	13.8	52.6
1986	45.9	14.2	60.1	41.1	12.7	53.9
1987	50.6	13.5	64.1	45.7	12.2	58.0
1988	50.6	12.2	62.7	46.6	11.2	57.7
1989	50.8	11.0	61.8	47.2	10.2	57.4
1990	50.6	10.3	60.9	46.8	9.6	56.4
1991	53.7	9.7	63.4	49.9	9.0	58.9
1992	55.3	8.9	64.2	51.8	8.4	60.2
1993	54.6	8.0	62.6	51.1	7.5	58.6
1994	56.2	7.6	63.8	51.8	7.0	58.9
1995	57.2	7.6	64.8	53.5	7.1	60.6
1996	58.9	7.0	65.9	55.7	6.6	62.3
1997	61.3	6.4	67.7	58.0	6.1	64.1
1998	58.0	6.3	64.2	53.8	5.8	59.6
1999	49.8	5.4	55.2	45.4	4.9	50.3

**Fuente:** Elaborado sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de AFP, INP y DIPRES y Arenas (1999). Incluye FFAA y Carabineros.

**Cuadro 2**  
**CHILE 1996: ESTRUCTURA DE LA COBERTURA**  
**SEGÚN CATEGORÍA OCUPACIONAL Y TAMAÑO DE EMPRESA**  
*(En porcentajes)*

	Porcentaje de la PEA	Cotiza		No cotiza	No sabe
		AFP	INP		
<b>Categoría Ocupacional</b>					
Patrón o Empleador	3.7	45.1	5.8	47.4	1.7
Trabajador por Cuenta Propia	20.3	15.6	5.7	78.4	0.3
Obrero / Empleado	67.7	75.2	4.7	19.7	0.4
Servicio Doméstico Ptas. Adentro	1.3	59.5	16.3	23.0	1.2
Servicio Doméstico Ptas. Afuera	4.4	30.0	7.9	61.8	0.4
Familiar No Remunerado	1.3	3.7	1.9	93.8	0.6
Fuerzas Armadas	1.3	4.0	94.4	1.3	0.3
No Sabe	0.0	44.8	2.6	39.3	13.3
<b>Tamaño de Empresa</b>					
0 – 4	39.7	30.7	6.0	62.8	0.5
5 - 9	11.4	65.6	4.7	29.0	0.7
10 – 49	23.3	76.9	5.2	17.6	0.3
50 – 199	12.4	81.0	6.2	12.5	0.3
200 y más	9.6	81.3	12.0	6.5	0.2
No Sabe	3.7	67.5	7.9	22.5	2.1
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>57.9</b>	<b>6.4</b>	<b>35.3</b>	<b>0.5</b>

**Fuente:** Cálculos del autor a partir de estadísticas de frecuencias marginales de la CASEN 1996.



### **3. Consecuencias para el fisco de sustituir un sistema de reparto por uno de capitalización individual**

---

Existe una creciente preocupación en torno al costo fiscal de realizar una reforma de esta naturaleza (CEPAL, 1998, cap. 7, Bravo y Uthoff, 1999, Mesa-Lago, 2000). El tema requiere comprender la forma de operar del sistema antiguo y cómo esta se altera por la reforma e influye en las responsabilidades fiscales. La lógica del régimen de reparto, es considerar a la generación pensionada como acreedora de una deuda del Estado, por sus contribuciones al sistema cuando eran activos. El Estado financia el pago de esta deuda mediante una nueva deuda que proviene de la cotizaciones de la generación activa actual (Schmidt Hebbel, 1994). Al traspasar ahora las cotizaciones de los trabajadores a las administradoras privadas de fondos de pensiones, la reforma viene a limitar la capacidad del Estado para financiar una deuda previsional con otra. Lo obliga en cambio a hacer explícita una deuda que debe amortizar mediante otras fuentes del presupuesto fiscal.

La deuda que debe hacerse explícita puede estimarse como la suma del valor presente de las pensiones en curso al momento de la reforma, el valor presente de los beneficios netos adquiridos por quienes voluntariamente permanecen en el sistema antiguo y el valor presente de los bonos de reconocimiento para compensar a quienes se trasladan al nuevo sistema por sus cotizaciones realizadas al sistema antiguo. Este monto se reduce en el equivalente al valor presente de las reservas

técnicas y de las cotizaciones futuras de quienes permanecen en el sistema antiguo. En adición, el Estado asume compromisos por el equivalente al valor presente de las garantías estatales para el pago de pensiones asistenciales y pensiones mínimas y también el valor presente de los déficits de las cajas de las fuerzas armadas que siguen con el régimen antiguo. En su oportunidad, aquella parte de la deuda por concepto de cambios en el sistema se estimó en 126% del PIB (Holzman, 1997, p.31).

Cuatro decisiones han sido relevantes para estimar la magnitud de las obligaciones que la transición implicaba para el Estado: (a) se excluyó a las fuerzas armadas y de orden de la reforma, quedando estas en el sistema antiguo con cargo al presupuesto fiscal; (b) se obligó a todos los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo y que se emplean en calidad de trabajadores en relación de dependencia a incorporarse al sistema de capitalización individual; (c) se abrió la opción a los afiliados al sistema antiguo para trasladarse al sistema nuevo y se les incentivó a hacerlo mediante rebajas en sus cotizaciones y reconocimiento de sus cotizaciones al sistema antiguo<sup>2 3</sup>; y (d) el sistema se hizo obligatorio para los trabajadores en relación de dependencia y voluntario para los trabajadores independientes.

Dos otras decisiones fueron igualmente importantes para afinar el efecto que la sustitución del nuevo sistema tendría sobre el presupuesto fiscal. La principal modificación - hecha con anterioridad a la reforma - fue aquella de aumentar las edades de retiro para ajustarse a las nuevas condiciones demográficas. El Decreto Ley N° 2448 del 9 de Febrero de 1979, estableció como edad de jubilación los 65 años para los hombres y 60 para las mujeres. Así se eliminaba la concesión de pensiones por antigüedad que beneficiaba fundamentalmente a los empleados. Aunque difícil de estimar, estas modificaciones representaban según Arellano (80, P.135) un ahorro de fondos equivalente a cerca del 60 por ciento del valor actualizado de las pensiones de cada trabajador hombre y algo mayor que ese porcentaje en el caso de las mujeres. Estimaba entonces que esos ajustes podrían contribuir a una reducción equivalente al 13 por ciento del gasto anual en pensiones, recursos que podrían destinarse a mejorar las bajas pensiones, reducir las tasas de cotización o para financiar los costos de la reforma previsional que se propusiera.

En segundo lugar cabe constatar que, previo a la reforma de 1981, el sistema previsional chileno había enfrentado una fuerte crisis respecto a la reajustabilidad de sus prestaciones. Estas no se reajustaron adecuadamente a la inflación que experimentó la economía en los primeros años de los setenta. La pérdida mayor ocurrió en el tercer trimestre de 1973, cuando se suspendieron los reajustes. Posteriormente, no reflejaron la inflación real del período, resultando los pensionados - junto a los asalariados - los grandes perdedores en el primer programa de estabilización del gobierno militar. Es importante constatar, sin embargo, que respecto al nivel de las pensiones en 1970 y conforme a su diferente capacidad de presión, entre los trabajadores civiles el sector más perjudicado fue el de empleados del sector privado, el menos perjudicado fue el de los obreros de empresas privadas. Los miembros de las Fuerzas Armadas fueron los menos perjudicados de todos.

---

<sup>2</sup> Para aquellas personas que pertenecían al sistema antiguo, los incentivos para trasladarse al nuevo sistema incluyen la reducción de las cotizaciones de seguridad social y el reconocimiento de sus cotizaciones pasadas, por medio de un "bono de reconocimiento". Este último se calcula en función de la antigüedad y del ingreso cotizado. Estos bonos se capitalizan a una tasa de rendimiento fija de un 4 por ciento real.

<sup>3</sup> La cotización promedio para pensiones del sistema antiguo era de 22.4% del salario, en tanto al inicio del sistema de AFP ésta alcanzaba en promedio a 12.7%. Esta última se conformaba de 10% a depositar en el Fondo de Pensiones y 2.7 promedio por concepto de comisiones, descontadas del ingreso imponible, que financiaban la gestión de las Administradoras. (Bustamante, 1988. P3). De hecho, la publicidad de la época calificaba de "quedao" a quien no se mudaba al nuevo sistema.

**Cuadro 3**  
**EVOLUCIÓN RELATIVA DE LAS PENSIONES POR CATEGORÍA OCUPACIONAL**

*(Como % de la Pensión Promedio)*

Años	Pensión Promedio (\$Dic. 1979)	Obreros Sector Privado	Empleados Sector Privado	Obreros Sector Público	Empleados Sector Público	FF. AA. y Carabineros
1969	...	52	131	73	170	212
1970	5251	49	116	59	168	245
1974	3112	51	68	39	146	361
1975	2856	53	77	48	157	283
1976	2953	54	75	50	152	334
1977	3188	53	77	51	131	370
1978	3485	56	74	53	131	335

Fuente: Arellano (1980).

Las Estadísticas sobre las Finanzas Públicas del país reportan los déficits de la previsión (columna (5) del cuadro 4). La Superintendencia de AFP distingue dentro de este déficit total aquella parte que corresponde exclusivamente a la transición de un sistema de reparto a otro de capitalización. Incluye ahí (Bustamante, 1998, p.5) lo que los autores llaman el aporte estatal directo para financiar el pago de las Cajas de Previsión fusionadas en el Instituto de Normalización Previsional (INP)<sup>4</sup>, y los Bonos de Reconocimiento. El cuadro 4 indica que este costo habría representado para el país 3.5 puntos del PIB durante los primeros diecinueve años de su puesta en operación.<sup>5</sup> Se observa ahí que el déficit transicional total alcanzó a 5.5 puntos del PIB (en 1999) y aquel sin incluir a las Fuerzas Armadas lo ha hecho en torno a 4.2 puntos del PIB. Incluyendo el aporte estatal por concepto de garantías estatales, el déficit alcanzó en 1999 a 5.9% del PIB. En lo que va transcurrido de la reforma al sistema de pensiones chileno los aportes estatales directos fueron 3.2 por ciento del PIB en la década de los ochenta y 3.8% del PIB en los noventa, observándose un aumento tanto del costo directo del INP para pagar las pensiones en curso como de los costos de los bonos de reconocimiento.<sup>6</sup> El déficit previsional total - que incluye el costo de la previsión de las fuerzas armadas y de las garantías estatales es mucho mayor aunque muestra una disminución desde 6.1% del PIB en los ochenta a 5.3% del PIB en los noventa.

La razón de estos hechos se encuentra en que, en adición a los costos directamente asociados a la transición, aquellos por concepto de garantías están adquiriendo importancia cada vez mayores, como reflejo de la incapacidad del sistema por aumentar su cobertura poblacional. Por su parte, el déficit de las Fuerzas Armadas, en cambio, como porcentaje del PIB luego de un importante alza se ha estabilizado en el tiempo. Desde la implantación de la reforma el déficit previsional total ha promediado 5.7% del PIB, y su flujo supera aquel de los ahorros netos que el pilar de capitalización destina hacia el sector financiero.

<sup>4</sup> El Instituto de Normalización Previsional fue creado por el DL no. 3502 de 1980. La Ley No. 18689 del 20/01/88 fusionó las Cajas de Previsión y el Fondo de Financiamiento Previsional, en el Instituto de Normalización Previsional, excepto la caja de Previsión de la Defensa Nacional y, la Dirección de Previsión de Carabineros de Chile. Las Cajas de Previsión incluidas son: Caja de Empleados Públicos y Periodistas, Caja de Empleados Particulares, Cajas de la Marina Mercante (oficiales y tripulantes), Cajas Municipales (empleados y obreros), Caja Empleados Municipales de Santiago, Caja de Empleados Municipales de Valparaíso, Caja Obreros Molineros y Planificadores, Caja Ferrocarriles del Estado, Caja Consumidores de gas de Santiago, Caja Hípica nacional, Cajas de la Empresa de Obras Sanitarias (empleados y obreros), y Servicio de Seguro Social.

<sup>5</sup> Las cifras se expresan en porcentajes del PIB para facilitar su comparación. Las estadísticas de las finanzas públicas son a precios corrientes y aquellas de Bustamante en dólares de octubre de 1998.

<sup>6</sup> Las cifras como porcentajes del PIB para 1999 aparecen abultadas, debido a que en ese año hubo una caída del PIB, sin que disminuyan las responsabilidades fiscales de la previsión.

**Cuadro 4**  
**DÉFICIT PREVISIONAL ESTATAL Y SUS COMPONENTES**  
*(Como % del PIB)*

Años	Déficit asociable a la transición					Otros		Déficit
	Aporte Estatal Directo INP Transición		Bonos de Reconocimiento (3)	Déficit Transicional		Aporte Estatal Directo INP Otros		Previsional Total (8)
	(1) Civil	(2) Total		(4) Civil	(5) Total	(6) Asist.	(7) Mín.	
1981	1.5	3.6	0.0	1.5	3.6	0.2	0.00	3.8
1982	1.9	6.0	0.1	2.0	6.1	0.3	0.00	6.4
1983	2.3	6.5	0.2	2.5	6.7	0.4	0.00	7.0
1984	3.2	6.9	0.2	3.4	7.1	0.5	0.00	7.6
1985	4.2	6.0	0.2	4.4	6.2	0.5	0.00	6.7
1986	3.9	5.9	0.3	4.2	6.2	0.5	0.00	6.8
1987	3.3	5.2	0.4	3.7	5.6	0.5	0.00	6.0
1988	3.4	4.6	0.4	3.8	5.0	0.4	0.00	5.3
1989	2.5	4.7	0.4	2.9	5.1	0.3	0.01	5.4
1990	3.3	4.5	0.5	3.8	5.0	0.3	0.01	5.4
1991	3.3	4.5	0.5	3.8	5.0	0.3	0.01	5.4
1992	3.1	4.3	0.5	3.6	4.8	0.3	0.01	5.2
1993	3.2	4.4	0.6	3.8	5.0	0.3	0.01	5.3
1994	3.0	4.2	0.7	3.7	4.9	0.3	0.01	5.2
1995	2.9	3.9	0.7	3.6	4.6	0.3	0.02	4.9
1996	2.8	4.2	0.7	3.5	4.9	0.3	0.02	5.2
1997	2.9	4.1	0.8	3.7	4.9	0.3	0.02	5.2
1998	2.9	4.3	0.9	3.8	5.2	0.3	0.03	5.5
1999	3.2	4.5	1.0	4.2	5.5	0.4	0.03	5.9
81-89	2.9	5.5	0.2	3.2	5.7	0.4	0.00	6.1
90-99	3.1	4.3	0.7	3.8	5.0	0.3	0.01	5.3
81-99	3.0	4.9	0.5	3.5	5.3	0.4	0.01	5.7

**Fuente:** Elaborado por el autor sobre la base de Bustamante (1998), Arenas (1999) y Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto (1998).

## **4. La industria de Administradoras de Fondos de Pensiones y los costos de administración**

---

La reforma de pensiones chilena creó una nueva industria de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs). Las AFPs son sociedades anónimas, cuyo giro exclusivo es la administración de Fondos de Pensiones. Otorgan y administran prestaciones y beneficios que establece la ley. Recaudan cotizaciones y las acreditan en cuentas individuales de los afiliados. Los recursos son invertidos en una amplia gama de instrumentos financieros cuya rentabilidad pasa a formar parte del Fondo con el cual se otorgan posteriormente los beneficios a partir de contribuciones definidas. Además contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivencia que generan sus afiliados.

Cada AFP debe mantener recursos propios en proporción al número de afiliados. Este capital es completamente independiente y está aislado del fondo de pensiones que administra. Deben asimismo garantizar un rendimiento mínimo para la inversión de los fondos de pensiones, el cual se estima basándose en el rendimiento medio obtenido por todas las AFPs. Si el afiliado lo decide así, en el momento de su jubilación, la AFP debe pagar pensiones con arreglo a una alternativa de retiro mensual de fondos de la prestación por jubilación. De otro modo, la AFP debe transferir el fondo de pensiones acumulado a una compañía de seguros, seleccionada por el afiliado, para la compra de una renta vitalicia. Existe también la posibilidad de una combinación de ambas alternativas anteriores.

La reforma establece dos prestaciones en el pilar de capitalización: aquellas pagadas al momento de la jubilación del afiliado, y aquellas debido a invalidez pagada al afiliado o de sobrevivencia, pagada a dependientes elegibles del afiliado que le sobreviven. La pensión para el afiliado se financia de cinco fuentes: i) cotizaciones netas de comisiones; ii) rendimientos de la inversión en los Fondos de Pensiones; iii) el Bono de Reconocimiento y su tasa real fija de rendimiento; iv) ahorros voluntarios del afiliado mismo; y v) el subsidio del gobierno para poder cubrir una pensión mínima fijada por ley. En el caso de invalidez o pagos a sobrevivientes, estas cinco fuentes se complementan con un financiamiento adicional proveniente de un seguro contratado por la AFP a una compañía aseguradora. Todas las primas y las prestaciones son reglamentadas y supervisadas por el Estado.

Para rendir estos servicios, las AFP están autorizadas a cobrar una comisión por administración y recaudan una prima de seguro (además del 10% de la remuneración del trabajador que es lo que el afiliado aporta al fondo). La comisión tiene componentes fijos y proporcionales. La prima del seguro protege a los dependientes en caso de invalidez o muerte del afiliado. La comisión por administración y las primas de los seguros se establecen con arreglo a las fuerzas de mercado con la esperanza de que un entorno competitivo las reduzca significativamente.

### **i) El mercado de la administración de Fondos de Pensiones**

En un reciente estudio realizado para CEPAL (Mastrángelo, 1999), se destaca la existencia de dos características del mercado de las AFPs que limitan que la competencia entre ellas se traduzca en menores costos para el afiliado. La primera, dice relación a la demanda de sus servicios. Al respecto, las regulaciones necesarias para proteger el fondo de propiedad de los trabajadores, han impedido que las AFPs puedan diferenciar el producto entre sí. Como la demanda por sus servicios no responde en forma sensible al monto de las comisiones (baja elasticidad precio de la demanda), las AFPs desarrollan como su estrategia competitiva más rentable aquella de utilizar la fuerza de ventas para mantener o aumentar su participación en un mercado cautivo. La segunda dice relación con la forma de cobrar las comisiones. Como éstas son proporcionales al salario, y el costo medio de producción del servicio es elevado, las AFPs optan por atraer a los de mayores salarios. Ni la reducción de precios ni la diferenciación del producto son alternativas de competencia, restando sólo la de influir sobre la demanda a través de una importante fuerza de ventas, cuyos costos influyen sobre los gastos de comercialización y la eficiencia del sistema. El propósito es el logro del máximo de traspasos de modo de captar los beneficios de las economías de escala de la industria. La competencia por captar un mayor número de afiliados genera una tendencia a aumentar el precio del servicio antes que disminuirlo (Mastrángelo, op. cit. p 53).

El cuadro 5 columnas (1) a (4) refleja que el número de administradoras se incrementó de 12 a 19 (incluidas las fusiones) entre 1981 y 1994, y se redujo a 8 a partir de 1998. Hacia marzo de 2000, las tres mayores administradoras cubrían al 78 por ciento de los afiliados, el 76 por ciento de los cotizantes y administraban el 70 por ciento de los activos del fondo.

El número de afiliados que se ha transferido entre administradoras se elevó enormemente, desde una cifra de 135 mil al año en 1984, a cifras cercanas a 1.6 millones en 1997. Tales traspasos representaron 7% de los afiliados en 1984, y el 28% de ellos en 1997. El número total de agentes de ventas se incrementó de 2,300 en 1984 a 18,000 en 1997 y los costos administrativos no se han reducido como hubiera sido el caso en sectores medianamente competitivos (Véanse columnas (5) a (8) del cuadro 5). Recientes modificaciones a las regulaciones que norman las transferencias de afiliados desde una administradora a otra, han logrado quebrar esta tendencia. (véase punto ii, a continuación).

## ii) Su efecto sobre las comisiones

Para financiar los gastos de las AFPs el sistema autoriza el cobro de una cotización adicional, la cual ha variado en el tiempo. El costo para los cotizantes alcanzó al 3.57 por ciento de su ingreso imponible en 1982, se incrementó a 4.87 por ciento en 1983 y se ha reducido desde entonces. En Marzo de 2001 correspondió al 2.31% de los salarios imponibles incluyendo la prima de seguro. En 1998 por concepto de comisiones se pagaban aproximadamente 203 mil millones de pesos (un 0.6% del PIB) para la gestión de las administradoras de fondos de pensiones y 64 mil millones de pesos (un 0.2% del PIB) para la compra de primas de seguros de invalidez y muerte.

La dificultad para bajar estas comisiones está relacionada con su estructura y los altos costos de operación por contribuyente. Estos se duplicaron entre 1988 y 1996 pasando de \$2400 a \$4600 pesos de 1996 (columna (8) del cuadro 5). La mayor presión sobre estos costos la ejercen los altos gastos de comercialización, los cuales, en igual período, se cuadruplicaron como resultado de la fuerte competencia que se creó en ese período por traspasos de afiliados y la aparición de 7 nuevas AFPs entre 1988 y 1994. De hecho, la fuerza de vendedores se incrementó siete veces por transferencias de afiliados entre AFPs. Durante 1998, como consecuencia de un cambio regulatorio en el trámite de traspasos de afiliados y de las fusiones que se llevaron a cabo, el número de agentes de ventas se redujo respecto al de 1997, en tanto que el número de afiliados traspasados también cayó desde 1.6 millón al año a 750 mil. Todo esto redujo significativamente los gastos comerciales, compuestos fundamentalmente por remuneraciones de los vendedores, quienes ganan conforme al número de traspasos y el salario medio de los traspasados.

En definitiva, la reforma chilena ha creado para las AFPs un contexto donde no tienen los elementos de competencia que contribuyan a la eficiencia del sistema, sea por la vía de la reducción del precio o por la vía de la diferenciación del producto. Se estima, que aquellos que han contribuido por menos de 15 años, han pagado comisiones mayores al 4% de su fondo y aquellos más jóvenes han pagado comisiones mayores aún. Adicionalmente existe una preocupación por las altas comisiones que las aseguradoras cobran para proveer de una renta vitalicia, las cuales se estima han llegado a representar 5% del valor del fondo acumulado. (SAFP, Enero 2001).

En adición a las regulaciones en torno a los traspasos, las propuestas para continuar bajando los costos de administración incluyen controles de precios como en el caso de las tarifas de utilidad pública, o el estímulo a la competencia de precios, mediante la inclusión de negociaciones de descuento por permanencia en una AFP, o comisiones proporcionales al fondo acumulado. Al respecto es interesante notar que, por la forma de cobrar las comisiones, los afiliados jóvenes, o aquellos que no han tenido una alta densidad de cotización y han acumulado poco, enfrentan comisiones de administración muy superiores al promedio como porcentaje de su fondo acumulado.

Cuadro 5

## CONCENTRACIÓN DE LA INDUSTRIA Y COSTOS ADMINISTRATIVOS

Años	No AFPs (1)	Concentración de la Industria en 3 mayores			Traspasos (miles) (5)	Vendedores (miles) (6)	Gasto Comercial X cotizante (1000 \$ 96) (7)	Gasto Operacional X cotizante (1000 \$ 96) (8)	Costo Previsional % del Y Medio (9)
		Fondo (2)	Afiliados (3)	Cotizantes (4)					
1982	12				...	1.9	...	...	3.57
1983	12				14	1.2	0.8	3.1	4.87
1984	12				135	2.3	0.7	2.9	4.76
1985	11				211	2.4	0.6	2.7	4.51
1986	12				177	2.2	0.5	2.4	4.12
1987	12	67	63	66	183	2.3	0.5	2.3	3.98
1988	12				275	2.6	0.6	2.4	4.01
1989	13				282	2.6	0.5	2.5	3.54
1990	13				389	3.4	0.7	2.9	3.15
1991	13	59	67	69	505	4.1	0.8	3.1	3.10
1992	13				626	6.4	1.0	3.3	3.07
1993	17	54	68	68	880	10.6	1.3	3.9	3.07
1994	19				982	14.8	1.6	4.3	3.06
1995	16	54	69	67	1323	15.5	1.8	4.4	3.06
1996	13				1529	18.0	2.2	4.6	2.99
1997	13	55	69	65	1600	17.5	2.3	4.8	2.96
1998	9	63	74	72	750	6.3	1.5	4.7	2.62
1999	8	70	78	75	500	3.6	1.4	4.5	2.52
2000	8	70	78	76	380	3,0	na	na	2.31

**Fuente:** Elaborado por el autor, a partir de los Boletines Estadísticos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.



## **5. Efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales y el ahorro nacional**

---

Se ha especulado bastante acerca de la contribución de esta reforma, al aumento del ahorro nacional y al desarrollo del mercado de capitales en Chile. Para dilucidar sobre este posible efecto de la reforma es necesario aclarar el papel que juegan las AFPs en el marco de la reforma a la seguridad social, y por ende el marco regulatorio con que pueden intermediar el ahorro financiero de los trabajadores. Igualmente importante es la forma como el Estado ha financiado los costos de la reforma, evitando endeudarse en el sistema financiero nacional.

A comienzos de 2001 cotizaban al sistema 3.217.487 personas (un 55 por ciento de los Económicamente Activos en el país), con un ingreso imponible promedio de \$322.000 (pesos chilenos). El total de sueldos, salarios e ingresos imponible de estos cotizantes alcanzó en 12 meses a 12.365 mil millones de pesos, lo que corresponde aproximadamente a un 33 por ciento del PIB. Por este sólo concepto, el sistema podría canalizar al sector financiero un flujo de ahorro financiero igual a 3.3 por ciento del PIB (este es un flujo bruto que no incluye la reinversión de intereses y dividendos del fondo, así como tampoco los retiros que realizan quienes se acogen a beneficios). Sobre la base de la sección 3 puede concluirse que para que el sistema destine un flujo potencial equivalente a 3.3% del PIB a cuentas de ahorro individuales, el Estado ha debido reconocer un déficit previsual anual superior a 5.7% del PIB (véase cuadro 2 nuevamente).

## a) Regulación y supervisión

Al ser la participación en el sistema de pensiones mandatoria para los trabajadores dependientes el Estado se ve obligado a velar por la seguridad de los recursos acumulados en los Fondos de Pensiones. Esto lo realiza a través de su papel regulador del sistema. Para cumplir con este papel, el Estado se hace representar por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), que es la autoridad técnica que supervisa y controla a las AFPs. Es una institución autónoma con patrimonio propio, que se financia con recursos estatales. Se relaciona con el Gobierno por intermedio de la Subsecretaría de Previsión Social del Ministerio de Trabajo y Previsión Social.

La regulación incluye dos tipos. Una de tipo prudencial y otra de naturaleza organizacional. Las normas más importantes que incluye cada uno de ellas aparecen en el Recuadro 1. La regulación prudencial intenta reducir la posibilidad de que los fondos de los trabajadores se inviertan en títulos de alto riesgo, obliga a que sean valorados a precios de mercado, reduce la posibilidad de que puedan verse afectados a una mala gestión financiera y/o a que se pierdan los títulos en que están invertidos. La regulación organizacional precisa los límites al vínculo de intereses entre las Administradoras de Fondos de Pensiones y el resto del sistema financiero, así como las responsabilidades de sus propietarios en la eventualidad de una mala gestión financiera.

Las garantías están encaminadas a establecer una rentabilidad real mínima para cada Administradora sobre la base de la rentabilidad promedio que todas las administradoras logran en un período determinado. Adicionalmente, para aquellos afiliados que llegan a la edad de jubilación sin haber acumulado suficiente, establecen las condiciones de elegibilidad así como también el valor de una pensión mínima completada con aportes del Estado.

Recuadro 1

<b>Regulación prudencial para la inversión de los fondos de pensiones</b>	
1.	Los fondos de pensiones sólo se pueden invertir en instrumentos financieros autorizados por ley.
2.	Los fondos de pensiones están sujetos a normas muy estrictas sobre la diversificación de carteras conforme a instrumentos financieros y a emisores.
3.	Todos los instrumentos financieros sujetos a inversión por los fondos de pensiones deben ser evaluados y aprobados por la Comisión Nacional del Riesgo.
4.	Los fondos de pensiones son valorados diariamente por la Superintendencia de las AFP. (El 85% de las carteras se valoran a precios reales de la Bolsa).
5.	La gestión financiera de cualquier fondo de pensiones está sujeta a un requisito de rentabilidad mínima. La determinación de este mínimo es relativa al rendimiento de las otras AFP que compiten en el mercado.
6.	Por lo menos un 90% de los valores de los fondos de pensiones están en custodia en el Banco Central.
<b>Regulación organizacional</b>	
7.	Cada AFP es una Sociedad abierta con un patrimonio completamente independiente y separado de los fondos de pensiones que gestiona.
8.	Cada AFP tiene como negocio exclusivo la gestión de fondos de pensiones.
9.	La sociedad es responsable de garantizar una rentabilidad mínima del fondo y responderá cuando sea necesario para alcanzar ese mínimo, con reservas de capital mantenidas en el Banco Central.

## b) Efecto del marco regulatorio sobre la composición y rendimiento de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones han crecido rápidamente, en particular hasta mediados de los noventa. Esto es resultado de la juventud del sistema, donde valores más altos responden al creciente número de cotizantes y escasos retiros, así como a una apreciación de los activos en los cuales la regulación ha permitido invertir los fondos de pensiones durante las diferentes etapas del desarrollo del emergente mercado financiero chileno. El valor de estos fondos alcanzaba a 47% del PIB en 2000. (véase cuadro 6, columna 2).

La inversión del fondo se hace en instrumentos financieros aprobados por la Comisión Nacional de Evaluación del Riesgo. Esta última es una organización independiente compuesta por los tres superintendentes del sector financiero (de la banca, de valores y seguros, y de fondos de pensiones). También consta de tres miembros adicionales elegidos por la asociación de AFP. Esta Comisión se encarga de la evaluación del riesgo por emisores e instrumentos financieros, y elabora reglamentaciones muy estrictas con respecto a la composición de las carteras de las AFP de acuerdo con los emisores e instrumentos. La Comisión puede subcontratar con compañías privadas de clasificación de riesgo para la tarea de evaluación, formulando las necesarias recomendaciones. La gestión de los fondos de pensiones por empresas privadas que compiten por afiliados basándose en rendimientos más altos de sus fondos, se utiliza para garantizar la protección de estos últimos contra la inflación y las presiones políticas.

Los retornos anuales reales de los fondos de pensiones se reportan periódicamente. Han sido elevados en promedio, pero con una gran volatilidad. La columna (5) del cuadro 6, muestra que han variado dentro de un rango del -2.5% hasta 29.7% al año. Con excepción de 1995 y 1998, siempre han sido positivos. La volatilidad se explica por su alta exposición a las acciones y a títulos del Banco Central, mercados que se han caracterizado en Chile por sus fuertes cambios a lo largo de este período.

Al respecto es importante observar en el gráfico 2, la forma como ha cambiado la composición del portafolio, tanto en respuesta a las normas regulatorias, como a las decisiones de gestión de las AFPs por maximizar los retornos de corto plazo para mejorar su ubicación dentro del ranking que permanentemente hace de ellas la autoridad regulatoria. En una primera etapa, la cual coincidió con la crisis de la deuda, el portafolio estuvo compuesto mayoritariamente por instrumentos indizados (títulos del banco central, letras hipotecarias, depósitos y pagarés). Posteriormente, y coincidiendo con la apertura a la bolsa de empresas privatizadas, se autorizó la inversión en acciones y bonos de empresas. Sólo en la última etapa se ha aumentado la participación de instrumentos extranjeros. Es importante destacar que las carteras de los fondos de las diferentes AFPs tampoco se diferencian mucho entre sí debido a las cláusulas regulatorias que si bien les permite invertir entre diferentes títulos dentro de ciertos rangos preestablecidos, por otro lado penaliza reportar retornos muy inferiores a los del promedio del mercado.

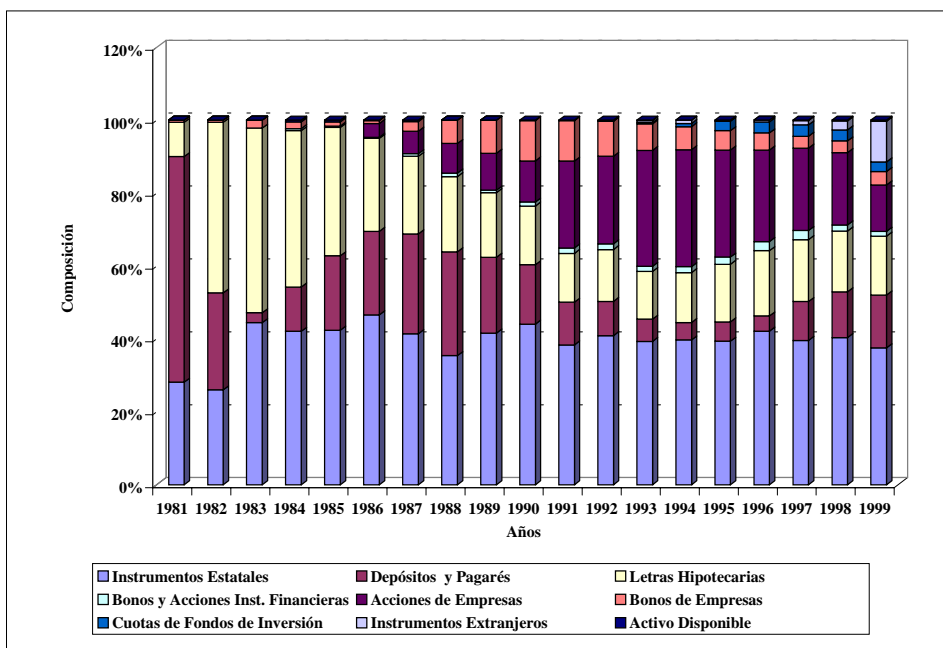
El cuadro 6 ilustra una importante tendencia. El rendimiento medio anual real de la cuota del fondo durante toda la existencia del sistema es de un 10.6%, muy superior al rendimiento implícito en el crecimiento del PIB. Sin embargo, la rentabilidad promedio del fondo es sólo del 4.0% para aquellos que se incorporaron al sistema en 1995, cifra inferior tanto al crecimiento del PIB, como del PIB per capita, en ese mismo período.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Durante 1999, mientras el PIB se ha desacelerado debido al ajuste macroeconómico a la crisis asiática, el fondo ha rentado por sobre 20% real en 12 meses, observándose un quiebre en la tendencia resaltada en el texto. Este quiebre, no obstante, no invalida la conclusión de largo plazo.

La convergencia en el tiempo entre los retornos al fondo de pensiones y el crecimiento del PIB (el retorno de un sistema de reparto bien diseñado) resulta ilustrativa. Los altos rendimientos anuales de los fondos de pensiones observados en el pasado han resultado de la compra de activos en períodos excepcionales de bajos precios de los bonos y /o de las acciones, pero no hay garantías de que esos períodos se repitan en el futuro. Retornos reales medios similares o levemente superiores al crecimiento del PIB serán los que más probablemente se observarían en el futuro y deberán guardar una relación más estrecha con los retornos al capital asignado eficientemente en la economía.

El tema de la rentabilidad tiene otras dimensiones que se deben analizar. Ellas apuntan a distinguir entre la rentabilidad de la cuota del fondo y aquella correspondiente a la cuenta de cada contribuyente individual. La diferencia entre ambas radica en que para acceder al sistema y beneficiarse de la rentabilidad del sistema, cada afiliado debe pagar una comisión, y por ende la rentabilidad debe calcularse neta de esos costos. La comisión tiene componentes proporcionales y fijos, por lo cual afecta regresivamente a los de menores ingresos. El cuadro 6 ilustra en sus dos últimas columnas, que la rentabilidad es bastante menor cuando se mide al nivel de los contribuyentes y en especial para los de menores ingresos. El tema de las comisiones se analizó en la sección 4 de este trabajo.

**Gráfico 2**  
**COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES: 1981-1999**  
*(Por Instrumentos)*



Cuadro 6

## VALOR Y RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES, 1981-2000

Años	Valor del Fondo		Crecimiento PIB		Rentabilidad real anual		
	Billones US\$	% del PIB	Total	Per Capita	De la cuota del Fondo	De la cuenta Individual	
						Afiliados de ingreso imponible de 10 UF	Afiliados de ingreso imponible de 30 UF
1981	0.3	0.9	6.7	5.0	12.9	-5.2	3.2
1982	0.6	2.5	-13.4	-15.1	28.5	15.8	23.6
1983	1.1	5.7	-3.5	-5.2	21.2	14.7	18.5
1984	1.2	6.5	6.1	4.4	3.6	-0.1	1.9
1985	1.5	9.3	3.5	1.8	13.4	10.1	11.3
1986	2.1	12.0	5.6	3.9	12.3	9.9	10.7
1987	2.7	13.1	6.6	4.9	5.4	4.0	4.4
1988	3.6	14.8	7.3	5.6	6.5	5.6	6.0
1989	4.5	16.2	10.6	8.9	6.9	6.3	6.6
1990	6.7	22.0	3.7	2.0	15.6	15.4	15.6
1991	10.1	29.1	8.0	6.3	29.7	23.5	23.9
1992	12.4	29.6	12.3	10.6	3.0	0.9	1.1
1993	15.9	35.1	7.0	5.3	16.2	14.4	14.6
1994	22.3	44.9	5.7	4.1	18.2	11.2	11.5
1995	25.4	42.9	10.6	9.1	-2.5	-4.4	-4.1
1996	27.5	40.1	7.4	5.9	3.5	1.0	1.7
1997	30.9	40.0	7.4	5.9	4.7	1.7	2.6
1998	31.1	42.0	3.9	2.4	-1.1	-3.5	-3.0
1999	34.5	45.9	-1.1	-2.6	16.3	15.0	15.1
2000	35.4	46.9	5.4	3.9	4.4	1.4	2.3
<b>Tasas promedio anuales entre año de ingreso al sistema y el 2000</b>							
1981-2000			4.8	3.3	10.6	6.6	8.1
1982-2000			4.7	3.2	10.5	7.3	8.3
1983-2000			5.8	4.3	9.6	6.8	7.6
1984-2000			6.4	4.8	8.9	6.4	6.9
1985-2000			6.4	4.9	9.2	6.8	7.3
1986-2000			6.6	5.1	9.0	6.6	7.0
1987-2000			6.7	5.2	8.7	6.3	6.7
1988-2000			6.7	5.2	9.0	6.5	6.9
1989-2000			6.7	5.2	9.2	6.6	7.0
1990-2000			6.3	4.8	9.4	6.6	7.0
1991-2000			6.6	5.1	8.8	5.8	6.2
1992-2000			6.4	5.0	6.7	4.0	4.4
1993-2000			5.7	4.3	7.2	4.3	4.8
1994-2000			5.6	4.1	6.0	3.0	3.5
1995-2000			5.5	4.1	4.0	1.7	2.3
1996-2000			4.6	3.2	5.4	2.9	3.6
1997-2000			3.9	2.5	5.9	3.4	4.0
1998-2000			2.7	1.3	6.3	4.0	4.5
1999-2000			2.1	0.7	10.2	8.0	8.5

Fuente: Elaborado sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de AFP y el Banco Central de Chile.

### c) Efectos sobre el mercado financiero y la inversión

Sobre la base de los recursos financieros que el nuevo sistema traspasa al mercado de capitales, la reforma se ha justificado por su potencial efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales y su contribución al ahorro y el crecimiento. Es usual distinguir dos partes en este argumento. Se argumenta, primero, que al cambiar la naturaleza de las contribuciones desde un impuesto para

adquirir un derecho, hacia un ahorro para adquirir un capital, la reforma tiene el mérito de generar una fuente de recursos financieros para la inversión y apoyo al desarrollo del mercado de capitales, el cual, al ser administrado por entes privados, debería garantizar una asignación eficiente de recursos entre las mejores opciones de inversión. Se argumenta en segundo lugar, que la reforma contribuye al crecimiento económico, al constituirse en un importante factor para elevar el ahorro nacional (Guerard and Jenkins, 1993, Cap. 1).

### **i) ¿Aumentan y se asignan eficientemente los recursos financieros para la inversión?**

Dado que hasta ahora ha existido un creciente número de afiliados que cotizan al sistema y muy pocos se jubilan, los fondos de pensiones han crecido hasta llegar a convertirse en una importante fuente de profundidad del mercado financiero. Las inversiones de los fondos de pensiones representaron un 0.9% del PIB en 1981, y crecieron hasta 35 billones de dólares, representando un 47% del PIB en 2000, constituyéndose sin duda en una de las más dinámicas fuentes de liquidez para el desarrollo de los mercados de capitales (Cuadro 7)<sup>8</sup>. Sin embargo, su impacto directo sobre la inversión resulta difícil de precisar debido a que sus fondos se han canalizado en un alto porcentaje hacia la compra de acciones u otros instrumentos para financiar empresas ya existentes y los altos rendimientos provienen de la valoración de activos transitoriamente subvalorados y no necesariamente de la creación directa de riqueza.

Los fondos de pensiones son una fuente potencial de recursos financieros para la inversión y apoyo para el desarrollo del mercado de valores en la medida que los costos de la reforma no sean pagados con nuevas emisiones de deuda pública. De lo contrario, gran parte del fondo habría sido demandado por el Tesoro Público, desplazando su inversión desde otros instrumentos y por ende limitando su uso para fines del desarrollo del mercado de capitales. Los instrumentos estatales en que aparece invertido parte del Fondo (gráfico 2) corresponden a títulos del Banco Central, los cuales han servido para efecto de la política monetaria.

El hecho relevante en el caso chileno es que no hubo emisión de deuda pública nueva para financiar las prestaciones que eran pagadas con arreglo al sistema antiguo; con la sola excepción de aquella implícita en los bonos de reconocimiento, a cuenta de cotizaciones anteriores, y cuyo pago se hace efectivo al momento de pensionarse el afiliado antiguo poseedor del bono por el hecho de haberse mudado al nuevo sistema. El gran mérito de la reforma ha sido la capacidad de las autoridades fiscales para generar (mediante una mezcla entre mayores impuestos, reducciones de gastos y recursos de las privatizaciones), un superávit fiscal destinado a pagar los costos de la reforma. Esta situación ha llevado a algunos analistas a señalar que, *"en lugar de que la privatización del sistema de pensiones esté resultando en la solución a los recurrentes déficits previsionales, ha resultado ser más bien el superávit fiscal el que ha garantizado el éxito de esta privatización"*<sup>9</sup> (Diamond, op. cit).

Respecto a la gestión eficiente del fondo entre un número creciente y diversificado de intermediarios financieros, se observa que la composición de la cartera de los fondos de pensiones ha terminado reflejando en gran medida el comportamiento de AFPs que buscan maximizar rentabilidades de corto plazo para competir en una industria con economías de escala y sujetas a una fuerte y cambiante regulación. Como ya hemos visto, la competencia en una industria con grandes economías de escala hace reducido el número de administradoras entre las cuales pueden optar los afiliados. A su vez, la regulación prudencial que limita los instrumentos en los cuales

---

<sup>8</sup> La comparación entre el Fondo de Pensiones y M7-M1 no es estrictamente válida, ya que este último indicador de agregados monetarios no incluye los activos financieros mantenidos en acciones y bonos de empresas privadas, en cambio los Fondos si los incluyen.

<sup>9</sup> Traducción hecha por el autor.

pueden ser invertidos los fondos y exige rentabilidades similares a la del promedio de la industria ha terminado restringiendo las opciones disponibles para los afiliados. Esto se aprecia en el gráfico 1, donde se observa que en una primera etapa los fondos se concentraron en pagarés de la tesorería y depósitos a plazo, luego estos últimos se cambiaron a letras hipotecarias, en una tercera fase se autorizó la inversión en acciones, y actualmente se observa una mayor importancia de bonos de empresas e instrumentos internacionales.

Tampoco parece haber contribuido en forma directa a la inversión productiva. Hacia fines de 2000 el 14% del fondo se invertía en títulos con garantía hipotecaria y otro 4% en bonos de empresas, lo cual resulta en sólo un 18% con impacto directo sobre la inversión real. El resto es invertido en su mayor parte en instrumentos financieros, cuyo impacto sobre la inversión real es incierto e indirecto. En 2000, el 13% del fondo estaba invertido en acciones del mercado secundario y un 21% adicional en depósitos de ahorro (que se ajustan a la inflación en Chile). Más del 36% están en deuda pública (principalmente por la acumulación de reservas en el Banco Central). Un 12% lo estaba en instrumentos extranjeros.

A la postre, la privatización de la seguridad social, más que ser esencial para el reparto de los fondos entre intermediarios financieros crecientemente diversificados, ha sido crítica para el desarrollo de una cuidadosa regulación de los mercados financieros. Este constituye un beneficio significativo del proceso de la reforma. Sin embargo, el modo en que este proceso está siendo garantizado en Chile, a través de la competencia por los afiliados en un mercado con economías de escala elevadas, ha terminado haciendo que no sólo existan pocas opciones de inversión para el afiliado sino que también sea costosa.<sup>10</sup> Bien pudiera ser el caso que una combinación diferente entre opciones a disposición del afiliado y garantías sea necesaria para futuras etapas de desarrollo del mercado financiero (Diamond, op. cit.).

## ii) ¿Incrementan estos fondos el ahorro nacional?

El ahorro nacional ha aumentado en forma importante después de 1981, el año de la puesta en marcha de la reforma al sistema de pensiones en Chile, pasando desde un 7.6% del PIB en 1981 a un 23.8% en 1995 y 21.8% en 1999. El papel de las reformas a los sistemas de pensiones sobre la tasa de ahorro nacional es muy controvertido (Eatwell, 1999). El que contribuya a aumentar el ahorro no debiera constituir un objetivo de la reforma. Los promotores de la reforma han utilizado este argumento (de su impacto sobre el crecimiento y el ahorro) como un incentivo adicional para difundirla.

Para explicar qué relación pudo haber tenido la reforma con este incremento del ahorro nacional, es importante comprender la forma en que el Estado realizó el ajuste del balance del Gobierno Central, que incluye pensiones. La columna 4 del cuadro 6 indica que previo a la reforma se generó un excedente en las cuentas corrientes del gobierno del orden 8.5% y 5.8% del PIB en 1980 y 1981 respectivamente. A partir de 1982 (cuando el déficit previsional aumenta de 3.8% a 6.4% del PIB), este superávit se transforma primero en un déficit de 2.9% del PIB, el cual luego se reduce hasta transformarse en un superávit en cuenta corriente. Este excedente se ha mantenido por años, y alcanzó en promedio durante la década de los noventa a 4.6% del PIB.

Este esfuerzo de las cuentas fiscales resulta mucho más significativo si a este ajuste de las cuentas del gobierno se agrega el financiamiento del déficit previsional (columna 3 del cuadro 5). Estimado de esta forma se observa que el ahorro público necesario para generar el superávit en cuenta corriente y financiar el déficit previsional promedió 9.2% del PIB en 1981-99, y creció más de 2 puntos del PIB entre los períodos 1981-89 y 1990-99. Este esfuerzo fiscal ha sido enorme y es

<sup>10</sup> Para competir por los afiliados, las administradoras deben diferenciar su producto recurriendo a un gran número de agentes de venta para influenciar las elecciones individuales.

el que ha permitido absorber durante la década de los ochenta los efectos de la crisis financiera y del cambio del sistema de pensiones. Durante la década de los noventa, este esfuerzo ha continuado, en una magnitud que supera la reducción del déficit de la seguridad social (Arrau, 1994; Marcel y Arenas, 1995; Arenas, 1999).

En todo el período 1981-99 la reforma al sistema de pensiones significó que el déficit previsional alcanzara en promedio a 5.7% del PIB (columna 3), el cual dobló el flujo de ahorro de los trabajadores en los fondos de pensiones que alcanzó 2.7% del PIB (columna 2), creándose una reducción neta en el ahorro que promedió 3% del PIB (columna 7). Este desahorro fue especialmente importante entre 1981 y 1984, cuando se elevó de 2.9 a 5.7% del PIB y desde entonces ha venido disminuyendo paulatinamente hasta alcanzar 0.9% del PIB en 1996, estimándose que será un ahorro neto positivo a partir del año 2000.<sup>11</sup> El ahorro nacional promedio que entre 1981-99 alcanzó a 16.7% del PIB (columna 1) resulta fundamentalmente del esfuerzo de ahorro del gobierno en 9.2% del PIB (columna 6) y del ahorro privado no previsional en otros 9.6% del PIB (columna 8). El aumento del ahorro entre 1981-89 y 1990-99 de 10.1% del PIB es explicado en primer lugar por un aumento del ahorro empresarial no previsional en 5.7% del PIB, y luego en magnitudes iguales (2.5% del PIB) por un aumento del ahorro del gobierno y una reducción del desahorro previsional de las personas.

Ha sido la sistemática absorción del déficit previsional a través de una severa disciplina fiscal una de las mayores fuentes del aumento del ahorro nacional en Chile. Adicionalmente, el ahorro privado no institucional (distinto al de la seguridad social) aumentó en respuesta a incentivos fiscales para la reinversión de utilidades. La reforma tributaria de 1984 redujo la tasa impositiva desde el 46% al 10% para utilidades no distribuidas en sociedades con acciones emitidas para el público. También uniformó las tasas de impuestos a las utilidades distribuidas reduciendo las de las empresas antes mencionadas de un 43.3% a un 31.5%, manteniendo una tasa de 31.5% para empresas de responsabilidad limitada (Arrau, 1994; Marfán, 1984).

El efecto directo de la reforma del sistema de pensiones en el ahorro nacional es a lo sumo muy débil. De los 10 puntos porcentuales del PIB en que aumenta el ahorro nacional en Chile entre 1981-89 y 1990-99, sólo 2.5 pueden atribuirse directamente a la reducción del déficit de la seguridad social. Sin embargo, esos puntos de incremento del ahorro nacional deben ser explicado por la significativa absorción del déficit previsional por parte del sector público. De similar importancia en el aumento del ahorro nacional son las políticas que en general aspiran a fortalecer la inversión y el ahorro privado con independencia de la organización del sistema de pensiones. Elementos claves entre esas políticas son, en adición a la generación de solvencia y ahorro del sector público y de incentivos fiscales, la adopción de políticas macro-económicas promoviendo el crecimiento a niveles próximos a su capacidad instalada, en un contexto de tipos de cambio y tasas de interés alineadas con las condiciones de competitividad, así como de desarrollos institucionales en torno a la estabilidad política y los derechos de propiedad, la solvencia de los intermediarios financieros, los desarrollos productivos y el contexto internacional (Agosín, 1999; French Davis y Reisen, 1999; CEPAL, 2000; Jadrecic y Zahler, 1999).

---

<sup>11</sup> Es importante observar que una vez que el ahorro de los trabajadores tienda a estabilizarse como proporción del PIB (cuando, entre otros factores, la cobertura del nuevo sistema se estabilice), la evolución del déficit previsional pasará a ser entonces el determinante del ahorro neto del sistema. Esta evolución será altamente sensible a la capacidad que tenga el sistema de proveer pensiones sin la necesidad de las garantías del Estado, ya sea en la forma de pensiones asistenciales, pensiones mínimas y beneficios no financiados de las Fuerzas Armadas (Arenas, 1999).



**Cuadro 7**  
**IMPORTANCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES CHILENOS**  
**EN RELACION A LOS AGREGADOS MONETARIOS PRIVADOS**  
*(Como % del PIB)*

Años	Fondos de Pensiones	Agregados Monetarios Privados (M7-M1)
1981	0.9	27.4
1982	2.5	31.8
1983	5.7	29.8
1984	6.5	33.4
1985	9.3	37.4
1986	12.0	38.7
1987	13.1	41.9
1988	14.8	41.0
1989	16.2	48.6
1990	22.0	57.0
1991	29.1	58.6
1992	29.6	59.7
1993	35.1	64.3
1994	44.9	64.2
1995	42.9	65.3
1996	40.1	72.1
1997	40.0	77.3
1998	42.0	80.1
1999	45.9	86.6
2000	46.9	87.5

**Fuente:** Elaborado por el autor sobre la base de estadísticas del Banco Central de Chile.

Cuadro 8  
**DESAGREGACION DEL AHORRO NACIONAL INCLUYENDO EXCEDENTE FISCAL  
 NECESARIO PARA FINANCIAR EL COSTO DE LA TRANSICION**  
*(Como % del PIB)*

Años	Ahorro		Ahorro del Gobierno				Ahorro Privado		
	Nacional Bruto (1)	Fondo Pensiones (2)	Déficit Seguridad Social (3)	Excedente Corriente No previsional (4)	Fondo Compensación Cobre (5)	Total (6)	Seguridad Social (7) = (2) - (3)	No Previsional Empresarial (8) = (9) - (7)	Total (9) = (1) - (6)
1980	13.9	...	1.7	8.5	0.0	10.2	-1.7	5.4	3.7
1981	8.2	0.9	3.8	5.8	0.0	7.7	-2.9	3.4	0.5
1982	2.1	1.8	6.4	-2.9	0.0	3.5	-4.6	3.2	-1.4
1983	4.4	1.7	7.0	-2.3	0.0	4.8	-5.4	5.0	-0.4
1984	2.9	1.9	7.6	-1.2	0.0	6.4	-5.7	2.2	-3.5
1985	8.0	2.0	6.7	0.4	0.0	7.1	-4.7	5.6	0.9
1986	11.5	2.2	6.8	1.3	0.0	8.0	-4.5	8.1	3.6
1987	17.3	2.3	6.0	3.0	0.5	9.5	-3.8	11.6	7.8
1988	22.3	2.7	5.3	2.3	3.0	10.6	-2.7	14.4	11.7
1989	23.3	2.9	5.4	3.1	3.8	12.3	-2.5	13.5	11.0
1990	23.2	3.0	5.4	2.5	2.3	10.2	-2.4	15.4	13.0
1991	22.3	2.8	5.4	3.6	0.7	9.7	-2.5	15.2	12.7
1992	21.5	3.3	5.2	5.0	0.3	10.5	-1.8	12.8	11.0
1993	20.9	3.6	5.3	4.9	-0.2	10.0	-1.7	12.6	10.9
1994	21.1	3.9	5.2	4.9	0.2	10.3	-1.3	12.1	10.8
1995	23.8	4.4	4.9	5.4	1.1	11.4	-0.5	12.9	12.4
1996	20.8	4.3	5.2	5.8	0.3	11.3	-0.9	10.4	9.5
1997	21.6	n.a	5.2	5.6	0.1	10.9	n.a	n.a	10.7
1998	21.2	n.a	5.5	4.1	-0.5	9.1	n.a	n.a	12.1
1999	21.8	n.a	5.9	3.9	0.5	10.3	n.a	n.a	11.5
Prom. 81-89	11.1	2.0	6.1	1.1	0.8	8.0	-4.1	7.4	3.6
Prom. 90-99	21.8	3.6*	5.3	4.6	0.5	10.4	-1.6*	13.1*	11.3
Prom. 81-99	16.7	2.7**	5.7	2.9	0.6	9.2	-3.0**	9.6**	7.6
Variación 81-89/90-99	10.1	1.6	-0.8	3.5	-0.3	2.4	2.5	5.7	7.7

Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de estadísticas del Banco Central de Chile, Ministerio de Hacienda y Arenas (1999).

Notas: \* Promedio 90-96 \*\* Promedio 81-96.

## **6. Conclusiones acerca de la reforma del sistema de pensiones en Chile**

---

La reforma del sistema de pensiones en Chile busca mejorar los beneficios de los afiliados superando deficiencias del sistema antiguo, optando por un sistema de contribuciones definidas y capitalización individual como mecanismo de financiamiento. El sistema ofrece la libertad de afiliación entre AFP's como mecanismo generador de eficiencia en un mercado donde se espera que compitan por la administración financiera de los fondos de pensiones varias empresas privadas. Los beneficios pueden mejorar, toda vez que se eleve la densidad de las cotizaciones y los rendimientos del fondo sean altos y las comisiones de administración bajas. Por otra parte, al cambiar las cotizaciones desde un impuesto para adquirir un beneficio definido de pensión, hacia un ahorro obligatorio para adquirir un capital y financiar una pensión, la reforma tiene como resultado secundario la provisión de recursos para el mercado financiero, lo cual, entre otras cosas, ha posibilitado su desarrollo.

Después de dos décadas de aplicación, el sistema evidencia cuatro grandes desafíos. Muestra problemas en la consolidación de su cobertura poblacional, su operación descansa en un importante esfuerzo fiscal por financiar la transición, opera en un mercado imperfecto donde se manifiestan importantes costos de operación, y si bien ha contribuido a impulsar el desarrollo del mercado de capitales, su efecto directo sobre la inversión productiva es limitado.

## **a) El sistema de pensiones y los problemas de la cobertura poblacional y de responsabilidades fiscales**

En esta transformación del sistema la reforma contempla un papel subsidiario y regulador para el Estado. Cuando los afiliados no alcanzan a ahorrar lo suficiente como para financiar una pensión mínima, el Estado debe subsidiarlos, al igual que a los indigentes que no tienen capacidad de ahorro.

La evidencia indica que una gran proporción de la fuerza de trabajo continua empleada en actividades independientes, en servicios domésticos o en calidad de asalariado en pequeñas empresas, ocupaciones donde la cobertura de la seguridad social no es continua. Adicionalmente, los afiliados asalariados han visto afectadas las densidades de sus cotizaciones como resultado de estar sometidos a problemas de subempleo y desempleo, que tienen comportamientos cíclicos y estructurales en la región. En definitiva, lo más probable es que una importante proporción de los afiliados termine calificando para pensiones asistenciales o mínimas con una enorme carga para el Estado. La reforma ha dejado caer en el presupuesto fiscal todo el peso del financiamiento de las garantías estatales (pensiones mínimas y asistenciales y el déficit de las fuerzas armadas) y el pago de la deuda previsional civil que debió hacerse explícita. Al no existir un impuesto específico para cubrir el déficit de la previsión (que ha significado por más de 20 años cifras de 5.7% del PIB), se han requerido de importantes ajustes fiscales.

En este ámbito cabe valorar positivamente la creciente preocupación de las autoridades nacionales por las proyecciones de estas responsabilidades asociadas a la reforma, así como por identificar alguna fuente para su financiamiento. También cabe sugerir esfuerzos por aumentar la cobertura de afiliados incorporando al sistema a trabajadores con capacidad de ahorro, independientemente de su relación de dependencia, mediante, por ejemplo, evitar la discriminación tributaria que afecta a los trabajadores independientes y un cuidadoso diseño de las garantías, de modo de evitar incentivos perversos en relación a la incorporación y permanencia en el sistema. Igualmente pueden considerarse sanciones más drásticas al incumplimiento de las obligaciones por parte de los empleadores.

## **b) El sistema de pensiones y los riesgos para los afiliados**

Al pasar desde regímenes de beneficios definidos hacia otros de contribuciones definidas, la reforma ha reducido la injerencia política en el uso de los fondos del sistema de capitalización, impidiendo impulsar políticas redistributivas a partir de las contribuciones de los afiliados. Los beneficios que otorga el sistema reproducen las desigualdades propias del mercado de trabajo y se consideran justas desde la perspectiva de cada individuo ya que premian los esfuerzos de ahorros individuales. Sin embargo, desde esa perspectiva, el afiliado asume ahora todos los riesgos de gestión, financieros y laborales. En esta materia las tendencias son preocupantes. Los gastos administrativos (incluidas la compra de una prima de seguro) representan aún después de 20 años de operación del sistema un 24 por ciento de la tasa legal de contribución. Este proceso responde a importantes economías de escala en la administración de fondos de pensiones y se ha consolidado a través de una fuerte guerra de ventas, con importantes costos comerciales. Por su parte, los retornos a las inversiones de los fondos de pensiones muestran una clara tendencia decreciente, observándose que para muchos de aquellos que han ingresado al sistema durante los últimos siete años sus retornos son inferiores a los que hubieran obtenido de un sistema de reparto bien administrado.

En este ámbito cabe enumerar diversas medidas para contribuir al mejoramiento del sistema, varias de las cuales están siendo consideradas en la agenda de las autoridades de gobierno chilenas.

En primer lugar, corresponde reducir el costo para los afiliados, mediante, por ejemplo, la reducción de las comisiones a cambio de compromisos de su permanencia en una AFP por determinado período, y el adecuado acceso a información para tomar tal decisión. Asimismo, cabe reducir el riesgo financiero para los afiliados pronto a retirarse, como se hizo recientemente al ofrecer la opción de un segundo fondo compuesto por instrumentos de renta fija. La ausencia de seguros contra el desempleo constituye otra limitante para que el afiliado pueda ganar densidad de cotización en presencia de imprevistos en el mercado de trabajo.

### **c) El sistema de pensiones, el desarrollo del mercado de capitales y el impulso a la inversión**

La reforma se ha constituido en un instrumento para el desarrollo del mercado de capitales fundamentalmente debido a su potencial contribución a la superación de dos de las falencias históricas de su funcionamiento: la ausencia de ahorro financiero de largo plazo, y la aún insuficiente canalización de recursos hacia la inversión real y en especial hacia las pequeñas y medianas empresas donde se genera el mayor volumen de empleo.

Si bien el ahorro de los trabajadores constituye ahorro de largo plazo, su disponibilidad para inversión en instrumentos financieros que no correspondan simplemente a bonos para pagar la deuda previsional previa ha requerido de un importante esfuerzo de política pública. En efecto, ha demandado del ahorro público necesario para financiar la transición, lo que ha permitido darle profundidad al sistema financiero. Ha posibilitado que los fondos de pensiones se transformen en la principal fuente de inversión, representando hoy casi el cincuenta por ciento del cuasi dinero en la economía (M7 - M1). Desde 1981 hasta el presente, el Estado ha debido hacerse cargo de un déficit previsional anual promedio de 5.7% del PIB para que el pilar de capitalización del sistema reformado genere flujos de ahorro financiero algo superiores a 3.4 % del PIB. En la actualidad (Diciembre 2000) sólo un 36 por ciento del fondo de pensiones es invertido en instrumentos del Estado, los cuales corresponden en su mayoría a bonos del Banco Central con fines de estabilización.

También, con el propósito de dar transparencia a los riesgos de las inversiones que realizan las AFPs y otros inversionistas, el Estado ha impulsado el desarrollo de la regulación y supervisión prudencial de los mercados bancarios, financieros y de capitales, de otros desarrollos institucionales para la evaluación de riesgo y custodia de instrumentos financieros, de reglas de entrada a los mercados y de competencia regulada para evitar conflictos de intereses (Held, 1996; Larraín, 1996).

Para canalizar crecientemente los flujos de ahorro de largo plazo de los fondos de pensiones, hacia las necesidades de inversión real en el país, es preciso continuar fortaleciendo los desarrollos financieros. Esto implica crear las instancias donde las AFPs puedan actuar en calidad de inversionistas financieros o como banca de segundo piso, e inviertan en instrumentos asociados a proyectos reales de creación de riqueza en el país, pero donde el riesgo sea cubierto mayoritariamente por la banca o el intermediario financiero de primer piso.

Se requiere, por ejemplo, crear los instrumentos financieros idóneos que representen las demandas de financiamiento de empresas y personas para sus necesidades de inversión, pero combinen riesgo y rentabilidad en forma tal que las clasificadoras privadas de riesgo los califiquen como elegibles conforme a las normas regulatorias que rigen el portafolio de las AFPs. Un ejemplo exitoso ha sido el de las letras hipotecarias, donde la existencia de una hipoteca a favor de los bancos cubre apropiadamente el riesgo, y la reajustabilidad de los pagos conforme varían los precios (unidades de fomento) garantiza una rentabilidad real positiva a largo plazo. Gracias a este

desarrollo, un amplio grupo de familias ha podido acceder a la vivienda con financiamiento de los fondos de pensiones, sin embargo este ejemplo no se ha repetido en otras áreas de inversión con igual éxito.

Se requiere asimismo promover o fortalecer la labor de empresas privadas clasificadoras de riesgo, para que en forma objetiva y reservada puedan evaluar los riesgos de los proyectos de inversión, a partir de información provista por las empresas conforme a normas y condiciones de transparencia. Igualmente importante es la apertura de las estructuras de propiedad del capital para facilitar su adquisición por fondos administrados a nombre de terceros. Por ejemplo, la transformación de empresas familiares en sociedades anónimas posibilita que estas sean transadas en la bolsa. Otra alternativa es el desarrollo de los fondos de inversión. En estos casos, es preciso asegurar, además, la buena gobernabilidad corporativa para proteger los derechos de los inversionistas minoritarios, como por ejemplo, para que sean adecuadamente representados en las decisiones de los directorios.

En definitiva, en relación al mercado financiero en Chile, los fondos de pensiones han contribuido a superar una de sus principales falencias históricas al proveer de ahorro de largo plazo. Falta aún potenciar su contribución hacia la creación de riqueza en el país, desarrollando el mercado financiero a lo largo de las líneas arriba indicadas. En especial, rompiendo su segmentación para canalizar recursos en forma rentable hacia la pequeña y mediana empresa, donde se generan los mayores niveles de empleo en el país.

## Bibliografía

---

- Acuña R, e Iglesias A. (2000). "La Reforma a las Pensiones" en Larraín, F. y Vergara R. *La Transformación Económica de Chile*, Centro de Estudios Públicos. Santiago de Chile
- Agosín, Manuel (1997) "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa". En Ffrench-Davis R. y Reisen H. *Flujos de capital e inversión productiva. Lecciones para América Latina*. CEPAL, OECD, Mc Graw Hill.
- Arellano, José Pablo (1980) "Sistemas Alternativos de seguridad Social: Un análisis de la Experiencia Chilena". *Colección Estudios CIEPLAN 4*, noviembre.
- Arenas de Mesa, Alberto (1999) "El sistema de pensiones de Chile: resultados y desafíos pendientes" en *Encuentro Latinoamericano y Caribeño sobre las personas de edad. Seminario Técnico*. Santiago de Chile, 8 al 10 de Septiembre de 1999. FNUAP, CEPAL, OPS.
- Arenas de Mesa, Alberto, 2000. "Cobertura previsional en Chile: lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado". Serie de Financiamiento del desarrollo N° 105. CEPAL, Santiago de Chile.
- Arrau, Patricio (1992) "El nuevo régimen previsional Chileno", en *Regímenes Pensionales*. Fundación Fiedrich Ebert de Colombia, septiembre.
- Arrau, Patricio (1993) "Fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-93", Serie de Financiamiento para el Desarrollo N°19, CEPAL.
- Arrau, Patricio(1995) "Evolución de la Tasa de Ahorro Nacional en Chile: 1980-94" (Borrador Preliminar), Unidad de Financiamiento, CEPAL.
- Banco Central (1993), "Cuentas nacionales de Chile, 1985-1992" (síntesis anticipada).
- Banco Central (1989), "Indicadores Económicos y Sociales, 1960-1988".
- Banco Central, "Boletín Mensual", varios números.

- Bravo, Jorge y Andras Uthoff (1999) "Transitional fiscal costs and demographic factors in shifting from unfunded to funded pensions in Latin America". Serie de financiamiento del desarrollo N° 88. CEPAL. Santiago de Chile.
- Bustamante, Julio (1998), "El Sistema Chileno de Pensiones", Seminario Internacional Reforma da Previdencia Social, Ministerio de Presidencia e Asistencia Social, (Brasilia, diciembre).
- Bustos, Raúl C. (1995) "Reforma a los Sistemas de Pensiones. Peligros de los Programas Opcionales en América latina". En Baeza S. y Margozzini F. (eds.) Quince Años Después. Una Mirada al Sistema Privado de Pensiones. Centro de Estudios Públicos. Santiago de Chile.
- CEPAL (1992), "Equidad y Transformación Productiva: Un Enfoque Integrado", Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1995), "Reformas a los Sistemas de Pensiones de América Latina y el Caribe". Serie de financiamiento de Desarrollo N° 29", Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1998), "El Pacto Fiscal". CEPAL, Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Corsetti, G. y Schmidt-Hebbel K. (1994), "Pensión Reform and Growth", Mimeo, Banco Mundial, mayo.
- De Castro, S. y otros (1992), "El Ladrillo. Bases de la Política Económica del Gobierno Militar Chileno", Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- Diamond Peter (1994), "Privatization of Social Security: Lessons from Chile", Revista de Análisis Económico, Ilades/Georgetown University, Volumen 9 N° 1, junio.
- Diamond Peter (1995), "Economic Support in Old Age", Annual Conference on Development Economics, May 1-2. Washington D.C.
- Dirección de Presupuestos (1998), "Estadísticas de las Finanzas Públicas 1989-1997".
- Eatwell, John (1999) "The anatomy of the pension "crisis"". In *Economic Survey of Europe*. ECE, 1993. N°3. United Nations.
- Held, Günther y Uthoff, Andras (1995), "Indicators and Determinants of Saving for Latin América and the Caribbean". Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Documento de Trabajo N° 25, abril.
- Held, Günther (1994), "¿Liberalización o Desarrollo Financiero?", Revista de la CEPAL N°54, diciembre.
- Holzmann (1997), "On Economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions" Serie de financiamiento del desarrollo N° 48, CEPAL, Santiago.
- Iglesias, A. y Acuña, R. (1992), "Sistemas de Pensiones en América Latina. Chile: Experiencia con un Régimen de Capitalización 1981-91", CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- Jadresic, E. y Zahler R. (2000) "Chile's Rapid Growth in the 1990s: Good Policies, Good Luck or Political Change? IMF Working Paper (WP/00/153).
- Kast, Miguel (1974), "Estudio sobre Reforma Previsional" Oficina de Planificación Nacional (ODEPLAN). República de Chile, abril.
- Larraín Christian (1996) "Operación de conglomerados financieros en Chile: Una propuesta" Serie de Financiamiento del Desarrollo, N° 37.CEPAL, Santiago de Chile
- Marfán, M. (1984), "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", Colección Estudios CIEPLAN N°13, junio.
- Marcel, Mario y Alberto Arenas de Mesa (1992) "Social Security Reform in Chile" Inter-American Development Bank (IDB) Ocassional Papers, Nor. Washingtn D.C.
- Mastrangelo Jorge.(1999) "Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile". Serie de financimientto del desarrollo 86. CEPAL, Santiago de Chile.
- Mesa-Lago, Carmelo (2000) "Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América latina" Serie de Financiamiento del desarrollo. N° 93. CEPAL, Santiago de Chile.
- Measa\_Lago, Carmelo (1998) "La reforma estructural de pensiones en América Latina: Tipología, comparación de presupuestos y enseñanzas" en, Bonilla Alejandro, y Conte-Grans Alfredo (comps). **Pensiones en América Latina. Dos décadas de reformas**. Oficina Internacional de Trabajo. Lima Perú.
- Piñera, José (1991), "El Cascabel al Gato. La Batalla por la Reforma Previsional" Editorial Zig- Zag, Santiago.
- Queisser, M. (1995), "Chile and beyond: The second-generation of reforms in Latin América", International Social Security Review, Vol. 48, N° 3-4.
- Ruiz-Tagle, Jaime (2000), "Reformas a los sistemas de pensiones en los países del Mercosur y Chile", Serie ProSur Opciones 2000, Fundación Friedrich Ebert Stiftung, Chile.



- Schulthess, W. y Demarco G. (1993), "Sistema de Pensiones en América Latina. Argentina: Evolución del sistema nacional de previsión social y propuesta de reforma", CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- Superintendencia de AFP (1994), "El sistema chileno de pensiones", Santiago.
- SAFP (1998), Boletín estadístico N° 143. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, Santiago.
- Uthoff, A y Szalachman R. (eds.) (1991), "Sistemas de Pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Costa Rica, Ecuador, Uruguay y Venezuela", CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (eds) (1992), "Sistemas de Pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Costa Rica, Guatemala, México, Colombia", CEPAL/PNUD, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, Santiago.
- Uthoff A. (1995) "Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe", Serie de Financiamiento del desarrollo N° 29. CEPAL, Santiago de Chile.
- Vial, J., y M. Marfán (1995), "Políticas para el crecimiento económico en los 90. El caso de Chile", en *Notas Técnicas* de CIEPLAN N° 157, marzo.
- Wagner, Gert (1991) "La seguridad social y el programa de pensión mínima garantizada" *Cuadernos de Economía*. Vol 18. N° 1 (Junio): 35-91. Santiago, Universidad Católica de Chile.
- Zurita, salvador (1994). "minimum pension insurance in the Chilean pension system" in *Revista de Análisis Económico*, Vol 9, N° 1 (Junio): 105-126. Santiago: ILADES.





NACIONES UNIDAS



Serie

financiamiento del desarrollo

## Números publicados

- 1 Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988), Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.522), 1989.
- 2 Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987, Nicolás Eyzaguirre (LC/L.526), 1989.
- 3 Los determinantes del ahorro en México, Ariel Buira (LC/L.549), 1990.
- 4 Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones, Seminario (LC/L.553), 1990.
- 5 La cooperación regional en los campos financiero y monetario, L. Felipe Jiménez (LC/L.603), 1990.
- 6 Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pensiones: experiencias de América Latina, Seminario (LC/L.609), 1991.
- 7 El Leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina, José Antonio Rojas (LC/L.652), 1991.
- 8 Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras, Seminario (LC/L.655), 1991.
- 9 Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Seminario (LC/L.656), 1991.
- 10 ¿Existe aún una crisis de deuda Latinoamericana?, Stephany Griffith-Jones (LC/L.664), 1991.
- 11 La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno, Solange Bernstein y Jaime Campos (LC/L.721), 1992.
- 12 Las monedas comunes y la creación de liquidez regional, L. Felipe Jiménez y Raquel Szalachman (LC/L.724), 1992.
- 13 Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política, Andras Uthoff (LC/L.755), 1993.
- 14 Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores, Hugo Lavados y María Victoria Castillo (LC/L.768), 1993.
- 15 Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño, César Manoel de Medeiros (LC/L.833), 1994.
- 16 El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia, Enrique Román González y José Antonio Rojas Bustos (LC/L.834), 1994.
- 17 La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica, A.R. Camacho (LC/L.835), 1994.
- 18 Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México, Efraín Caro Razú (LC/L.843), 1994.
- 19 Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993, Patricio Arrau Pons (LC/L.839), 1994.
- 20 Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador, Edison Ortíz-Durán (LC/L.830), 1994.
- 21 Integración de las Bolsas de valores en Centroamérica, Edgar Balsells (LC/L.856), 1994.
- 22 La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos, Roy Culpeper (LC/L.853), 1994.
- 23 Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, Manuel Agosín y Ricardo Ffrench-Davis (LC/L.854), 1994.
- 24 Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos, Stephany Griffith-Jones (LC/L.855), 1994.
- 25 El movimiento de capitales en la Argentina, José María Fanelli y José Luis Machinea (LC/L.857), 1994.
- 26 Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (LC/L.859), 1994.
- 27 Flujos de capital: el caso de México, José Angel Guirría Treviño (LC/L.861), 1994.

- 28 El financiamiento Latinoamericano en los mercados de capital de Japón, Punam Chuhan y Kwang W. Ju (LC/L.862), 1994.
- 29 Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe, Andras Uthoff (LC/L.879), 1995.
- 30 Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia, Roberto Steiner y Andrés Escobar (LC/L.901), 1995.
- 31 Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador, José Lanusse, Roberto Hidalgo y Soledad Córdova (LC/L.903), 1995.
- 32 Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas, Roberto Casanovas y Jorge Mc Lean (LC/L.907), 1995.
- 33 Private international capital flows to Brazil, Dionisio Dias Carneiro y Marcio G.P. Gracia (LC/L.909), 1995.
- 34 Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina, Günther Held (LC/L.911), 1995.
- 35 Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica, Juan Rafael Vargas (LC/L.914), 1995.
- 36 Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993, Omar Chisari y Carlos Romero (LC/L.940), 1996.
- 37 Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta, Cristián Larraín (LC/L.949), 1996.
- 38 Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia, Eduardo Lora y Cristina Fernández (LC/L.965), 1996.
- 39 Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994, Patricio Arrau Pons (LC/L.984), 1996.
- 40 Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventa, Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.1002), 1997.
- 41 Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México, Angel Palomino Hasbach (LC/L.1003), 1997.
- 42 Costa Rica: una revisión de las políticas de vivienda aplicadas a partir de 1986, Miguel Gutiérrez Saxe y Ana Jimena Vargas Cullel (LC/L.1004), 1997.
- 43 Choques, respuestas de política económica e distribución de renta no Brasil, André Urani, Ajax Moreira y Luis Daniel Willcox (LC/L.1005), 1997.
- 44 Distribución del ingreso, shocks y políticas macroeconómicas, L. Felipe Jiménez (LC/L.1006), 1997.
- 45 Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Necessity, approaches and open questions, Robert Holzmann (LC/L.1007), 1997.
- 46 Financiamiento de la vivienda de estratos de ingresos medios y bajos: la experiencia chilena, Sergio Almarza Alamos (LC/L.1008), 1997.
- 47 La reforma a la seguridad social en salud de Colombia y la teoría de la competencia regulada, Mauricio Restrepo Trujillo (LC/L.1009), 1997.
- 48 On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions, Robert Holzmann (LC/L.1012), 1997.
- 49 Eficiencia y equidad en el sistema de salud chileno, Osvaldo Larrañaga (LC/L.1030), 1997. www
- 50 La competencia manejada y reformas para el sector salud de Chile, Cristián Aedo (LC/L.1031), 1997.
- 51 Mecanismos de pago/contratación del régimen contributivo dentro del marco de seguridad social en Colombia, Beatriz Plaza (LC/L.1032), 1997.
- 52 A Comparative study of Health Care Policy in United States and Canada: What Policymakers in Latin America Might and Might Not Learn From Their Neighbors to the North, Joseph White (LC/L.1033), 1997. www
- 53 Reforma al sector salud en Argentina, Roberto Tafani (LC/L.1035), 1997. www
- 54 Hacia una mayor equidad en la salud: el caso de Chile, Uri Wainer (LC/L.1036), 1997.
- 55 El financiamiento del sistema de seguridad social en salud en Colombia, Luis Gonzalo Morales (LC/L.1037), 1997. www
- 56 Las instituciones de salud previsional (ISAPRES) en Chile, Ricardo Bitrán y Francisco Xavier Almarza (LC/L.1038), 1997.
- 57 Gasto y financiamiento en salud en Argentina, María Cristina V. de Flood (LC/L.1040), 1997.
- 58 Mujer y salud, María Cristina V. de Flood (LC/L.1041), 1997.
- 59 Tendencias, escenarios y fenómenos emergentes en la configuración del sector salud en la Argentina, Hugo E. Arce (LC/L.1042), 1997.
- 60 Reformas al financiamiento del sistema de salud en Argentina, Silvia Montoya (LC/L.1043), 1997.
- 61 Logros y desafíos de la financiación a la vivienda para los grupos de ingresos medios y bajos en Colombia, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (LC/L.1039), 1997.
- 62 Acesso ao financiamento para moradia pelos extratos de média e baixa renda. A experiência brasileira recente, José Pereira Goncalves (LC/L.1044), 1997.
- 63 Acceso a la vivienda y subsidios directos a la demanda: análisis y lecciones de las experiencias latinoamericanas, Gerardo Gonzáles Arrieta (LC/L.1045), 1997.
- 64 Crisis financiera y regulación de multibancos en Venezuela, Leopoldo Yáñez (LC/L.1046), 1997.

- 65 Reforma al sistema financiero y regulación de conglomerados financieros en Argentina, Carlos Rivas (LC/L.1047), 1997.
- 66 Regulación y supervisión de conglomerados financieros en Colombia, Luis Alberto Zuleta Jaramillo (LC/L.1049), 1997. [www](#)
- 67 Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Argentina, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1055), 1997.
- 68 Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Colombia, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1060), 1997.
- 69 Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Chile, 1987-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1067), 1997.
- 70 Un análisis descriptivo de la distribución del ingreso en México, 1984-1992, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1068), 1997.
- 71 Un análisis descriptivo de factores que inciden en la distribución del ingreso en Brasil, 1979-1990, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1077 y Corr.1), 1997.
- 72 Rasgos estilizados de la distribución del ingreso en cinco países de América Latina y lineamientos generales para una política redistributiva, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1084), 1997.
- 73 Perspectiva de género en la reforma de la seguridad social en salud en Colombia, Amparo Hernández Bello (LC/L.1108), 1998.
- 74 Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: La experiencia chilena con sistemas de segundo piso 1990-1998, Juan Foxley (LC/L.1156), 1998. [www](#)
- 75 El factor institucional en reformas a las políticas de crédito y financiamiento de empresas de menor tamaño: la experiencia colombiana reciente, Luis Alberto Zuleta Jaramillo (LC/L.1163), 1999. [www](#)
- 76 Un perfil del déficit de vivienda en Uruguay, 1994, Raquel Szalachman (LC/L.1165), 1999. [www](#)
- 77 El financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica: análisis del comportamiento reciente y propuestas de reforma, Francisco de Paula Gutiérrez y Rodrigo Bolaños Zamora (LC/L.1178), 1999.
- 78 El factor institucional en los resultados y desafíos de la política de vivienda de interés social en Chile, Alvaro Pérez-Iñigo González (LC/L.1194), 1999. [www](#)
- 79 Un perfil del déficit de vivienda en Bolivia, 1992, Raquel Szalachman (LC/L.1200), 1999. [www](#)
- 80 La política de vivienda de interés social en Colombia en los noventa, María Luisa Chiappe de Villa (LC/L.1211-P), Número de venta: S.99.II.G.10 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 81 El factor institucional en reformas a la política de vivienda de interés social: la experiencia reciente de Costa Rica, Rebeca Grynspan y Dennis Meléndez (LC/L.1212-P), Número de venta: S.99.II.G.11 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 82 O financiamiento do sistema público de saúde brasileiro, Rosa María Márques, (LC/L.1233-P), Número de venta: S.99.II.G.14 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 83 Un perfil del déficit de vivienda en Colombia, 1994, Raquel Szalachman, (LC/L.1234-P), Número de venta: S.99.II.G.15 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 84 Políticas de crédito para empresas de menor tamaño con bancos de segundo piso: experiencias recientes en Chile, Colombia y Costa Rica, Günther Held, (LC/L.1259-P), Número de venta: S.99.II.G.34 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 85 Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso del Perú. Gerardo Gonzales Arrieta, (LC/L.1245-P), Número de venta: S.99.II.G.29 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 86 Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile. Jorge Mastrángelo, (LC/L.1246-P), Número de venta: S.99.II.G.36 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 87 Price-based capital account regulations: the Colombian experience. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, (LC/L.1243-P), Sales number: E.99.II.G.41 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 88 Transitional Fiscal Costs and Demographic Factors in Shifting from Unfunded to Funded Pension in Latin America. Jorge Bravo and Andras Uthoff (LC/L.1264-P), Sales number: E.99.II.G.38 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 89 Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de El Salvador. Francisco Angel Sorto, (LC/L.1265-P), Número de venta: S.99.II.G.46 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 90 Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999, Günther Held y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.1271-P), Número de venta: S.99.II.G.53 (US\$10.0), 1999. [www](#)
- 91 Evolución y reforma del sistema de salud en México, Enrique Dávila y Maite Guijarro, (LC/L.1314-P), Número de venta: S.00.II.G.7 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 92 Un perfil del déficit de vivienda en Chile, 1994. Raquel Szalachman (LC/L.1337-P), Número de venta: S.00.II.G.22 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 93 Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina. Carmelo Mesa-Lago, (LC/L.1344-P), Número de venta: S.00.II.G.29 (US\$10.0), 2000. [www](#)

- 94 Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina, Walter Schulthess, Fabio Bertranou y Carlos Grushka, (LC/L.1345-P), Número de venta: S.00.II.G.30 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 95 Riesgo del aseguramiento en el sistema de salud en Colombia en 1997, Humberto Mora Alvarez, (LC/L.1372-P), Número de venta: S.00.II.G.51 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 96 Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia, Günther Held, (LC/L.1382-P), Número de venta: S.00.II.G.55 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 97 Reforma previsional en Brasil. La nueva regla para el cálculo de los beneficios, Vinícius Carvalho Pinheiro y Solange Paiva Vieira, (LC/L.1386-P), Número de venta: S.00.II.G.62 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 98 Costos e incentivos en la organización de un sistema de pensiones, Adolfo Rodríguez Herrera y Fabio Durán Valverde, (LC/L.1388-P), Número de venta: S.00.II.G.63 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 99 Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México, Luis N. Rubalcava y Octavio Gutiérrez (LC/L.1393-P), Número de venta: S.00.II.G.66 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 100 Los costos de la transición en un régimen de beneficio definido, Adolfo Rodríguez y Fabio Durán (LC/L.1405-P), Número de venta: S.00.II.G.74 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 101 Efectos fiscales de la reforma de la seguridad social en Uruguay, Nelson Noya y Silvia Laens, (LC/L.1408-P), Número de venta: S.00.II.G.78 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 102 Pension funds and the financing productive investment. An analysis based on Brazil's recent experience, Rogerio Studart, (LC/L.1409-P), Número de venta: E.00.II.G.83 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 103 Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa, Raquel Szalachman, (LC/L.1417-P), Número de venta: S.00.II.G.89 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 104 Reformas al sistema de salud en Chile: Desafíos pendientes, Daniel Titelman, (LC/L.1425-P), Número de venta: S.00.II.G.99 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 105 Cobertura previsional en Chile: Lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado, Alberto Arenas de Mesa (LC/L.1457-P), Número de venta: S.00.II.G.137 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 106 Resultados y rendimiento del gasto en el sector público de salud en Chile 1990-1999, Jorge Rodríguez C. y Marcelo Tokman R. (LC/L.1458-P), Número de venta: S.00.II.G.139 (US\$10.0), 2000. [www](#)
- 107 Políticas para promover una ampliación de la cobertura de los sistemas de pensiones, Gonzalo Hernández Licono (LC/L.1482-P), Número de venta: S.01.II.G.15 (US\$10.0), 2001. [www](#)
- 108 Evolución de la equidad en el sistema colombiano de salud, Ramón Abel Castaño, José J. Arbelaez, Ursula Giedion y Luis Gonzalo Morales (LC/L.1526-P), Número de venta: S.01.II.G.71 (US\$10.0), 2001. [www](#)
- 109 El sector privado en el sistema de salud de Costa Rica, Fernando Herrero y Fabio Durán (LC/L.1527-P), Número de venta: S.01.II.G.72 (US\$10.00), 2001. [www](#)
- 110 Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de Uruguay, Fernando Lorenzo y Rosa Osimani (LC/L.1547-P), Número de venta: S.01.G.88 (US\$10.00), 2001. [www](#)
- 111 Reformas del sistema de salud en Venezuela (1987-1999): balance y perspectivas, Marino J. González R. (LC/L.1553-P), Número de venta: S.01.II.G.95 (US\$10.00), 2001. [www](#)
- 112 La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes, Andras Uthoff (LC/L.1575-P), Número de venta: S.01.G.118 (US\$10.00), 2001.

- El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva de la CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile. No todos los títulos están disponibles.
- Los títulos a la venta deben ser solicitados a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, [publications@eclac.cl](mailto:publications@eclac.cl).
- [www](#): Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>

Nombre: .....
Actividad: .....
Dirección: .....
Código postal, ciudad, país: .....
Tel.: ..... Fax: ..... E.mail: .....