

ESTUDIO

LA REFORMA PREVISIONAL DE 1980: MITOS Y PREMONICIONES

Pablo OrtúzarA.*

El artículo explora sistemáticamente algunas condiciones determinantes para que la unificación del Sistema de Pensiones en Chile, bajo la modalidad de capitalización individual, no constituya un mito.

La primera parte compara las tendencias que deberán darse en los distintos ámbitos del actual Sistema Mixto con aquellas observadas durante sus primeros cinco años de vida. Allí se analiza la efectividad de la Reforma de 1980 para alcanzar sus objetivos de corto plazo, las características del mercado de la Previsión creado por dicha Reforma, el comportamiento de los compromisos fiscales involucrados en el financiamiento del Sistema Mixto y el papel extraordinario que asume el Estado hasta su unificación.

La segunda parte proyecta hacia el año 2015 algunos aspectos del Sistema que han sido motivo de las premoniciones más pesimistas y, a juicio del autor, de algunas de las más justificadas controversias. Entre las proyecciones se encuentran la duración del período de transición, el comportamiento esperado del "Déficit Previsional" y las alternativas fiscales para financiarlo sin introducir desequilibrios macroeconómicos ni forzar el Nuevo Sistema.

El artículo finaliza con el análisis de algunas interrelaciones entre el Sistema Financiero y el Nuevo Sistema de Pensiones durante el período de consolidación de ambos y evalúa la alternativa de la "estatización" de los Fondos de Pensiones.

Introducción

La Reforma Previsional de 1980 introduce una de las transformaciones más profundas de que ha sido objeto el sistema socioeco-

* Ingeniero Comercial, Universidad Católica; Miembro del Wolfson College, Universidad de Cambridge, Inglaterra; Master Economía Internacional, Universidad de Sussex, Inglaterra; Departamento de Estudios Odeplan; Profesor de Economía, Universidad Católica.

nómico nacional en esta última década. Esto resulta no sólo por la amplia gama de sectores que se relacionan con la Previsión, sino también por el importante monto de recursos que involucra. En la práctica, los fondos de pensiones son tradicionalmente la fuente más importante de ahorros internos de largo plazo, en países como el nuestro.

No sorprende, entonces, que la Reforma Previsional sea objeto de crítica permanente y periódica controversia.

Con el objeto de despejar en lo posible de ignorancia el horizonte de la crítica constructiva y de bosquejar algunos aspectos esenciales de la evolución futura del Programa de Pensiones, Odeplan realizó una serie de cuatro estudios durante el primer semestre de 1986.¹

El propósito de este artículo es dar a conocer algunos de los resultados más relevantes de los estudios mencionados, de manera de contribuir al enriquecimiento de la discusión en torno a la Previsión en Chile y de abrir nuevas áreas para que continúe.

Específicamente aquí se darán respuestas tentativas a las preguntas siguientes:

- 1 ¿Cuánto tiempo tomará aproximadamente el Sistema Previsional en completar su unificación?
- 2 ¿Cuál será aproximadamente el comportamiento del "Déficit Previsional" durante el "período de transición"?
- 3 ¿Podrá el Estado financiar el Déficit Previsional durante ese período sin introducir desequilibrios macroeconómicos ni forzar el Nuevo Sistema de Pensiones, reversando su Reforma?

Estas cuestiones y otras relacionadas con ellas se presentan en dos secciones.

La primera sección es un recuento histórico del Sistema de Pensiones en Chile y concentra su atención en los primeros cinco años de vida del Nuevo Sistema. De su evolución en estos primeros años surgen una serie de temores y premoniciones que se analizan en detalle más adelante.

La segunda sección se concentra en encontrar respuesta a las preguntas planteadas más arriba, contestando de paso otras y abriendo nuevos horizontes para la investigación.

1 Este artículo se basa en cuatro trabajos realizados en Odeplan durante el 1er. Semestre de 1986. Odeplan: "Proyecciones del Déficit Previsional 1985-2015": Parte I. Odeplan: "Proyecciones del Déficit Previsional 1985-2015": Parte II. Odeplan: "Proyecciones del Fondo de Pensiones 1986-2016". Odeplan: "El Nuevo Sistema Previsional y la Situación de los Trabajadores más Pobres".

A El Antiguo Sistema Previsional

1 El Antiguo Sistema de Pensiones en Chile²

El Sistema de Seguridad Social en Chile surgió al resguardo del Estado, a fines del siglo XIX, aunque la universalidad de sus prestaciones (pensiones y protecciones enfermedad-maternidad) y su cobertura tomarían varias décadas en hacerse extensivas. Durante su primer gobierno en los años veinte, Arturo Alessandri P. impulsó el desarrollo de la Seguridad Social en Chile y fundó los tres programas de pensiones más importantes del país. Estos son el Servicio de Seguro Social (obreros), la Caja de Previsión de Empleados Particulares (empleados privados) y la Caja de Empleados Públicos y Periodistas (empleados públicos). Esta última fue una extensión del programa que los empleados públicos ya tenían a comienzos de siglo. Las Fuerzas Armadas continuaban con el programa de Seguridad Social promulgado treinta años antes.

Entre 1925 y 1975 se establecieron múltiples programas de pensiones independientes, con sus propias normas, administración y financiamiento. El Estado supervisaba este sistema fragmentario y estratificado, a través de una media docena de organismos públicos de supervisión. Sin embargo, la participación esencial del Estado estaba constituida por su aporte financiero, sus subsidios y exenciones y por su representación en el sistema tripartito que imperaba en la mayoría de los programas de la época.

Aunque originalmente los programas de pensiones en el Antiguo Sistema se basaron en la prima media uniforme, ellos evolucionaron gradualmente, hasta que a comienzos de los años 50 el Sistema cambió al Régimen de Reparto Simple.

El rápido aumento de su cobertura que siguió al cambio de régimen, la cual alcanzó su récord de 70% de la fuerza laboral activa en 1973, y la proliferación de privilegios y exenciones hicieron que el Sistema entrara en un desequilibrio financiero creciente, requiriendo transferencias cada vez mayores por parte del Estado. Dicho desequilibrio resultó del surgimiento de una dinámica perversa en la composición demográfica de las distintas instituciones de Previsión Social, que sólo puede florecer bajo un Régimen de Reparto. En ella se conjugan dos elementos esencialmente: el empobrecimiento sistemático de las Cajas de Previsión relativamente más pobres y el envejecimiento de la población de asegurados a estas Cajas. En efecto,

- 2 Este breve recuento se basa en: Cepal: "El desarrollo de la Seguridad Social en América Latina", U. N. 1985, capítulo IV y sólo tiene por objeto familiarizar al lector con los aspectos generales de la evolución del Sistema de Pensiones en Chile previo a su reforma de 1980. Para un análisis histórico más detallado véase - Mesa-Lago, Carmelo: "Social Security Stratification and Inequality", University of Pittsburgh Press, 1978 y español revista de la Cepal N° 28, abril 1986.

las Cajas de Previsión pobres (obreros) y abiertas (esencialmente el SSS) se hicieron más pobres a medida que sus conquistas sociales en el plano político iban "masificando" los privilegios de las prestaciones de los que tradicionalmente gozaban otros grupos de la población, ya que dicha masificación no contemplaba cambios compensatorios en la base autónoma de sus ingresos.

Como consecuencia, las nuevas generaciones de activos cotizantes buscaban asegurarse en aquellas cajas relativamente 'ricas', y si, como ocurría con la mayoría de ellas, la entrada estaba fuertemente restringida, presionaban por la creación de "Nuevas Cajas de Previsión". Adicionalmente, el creciente traspaso de excedentes desde las Cajas Ricas a las pobres que decretara la ley como solución, incentivó la transformación de beneficios previsionales futuros en otras formas de beneficios de consumo inmediato.

El resultado de este proceso fue la proliferación de instituciones de Seguridad Social independientes, muchas de tamaños menores que el mínimo eficiente, la generación de una desigualdad explosiva entre los diferentes fondos de pensiones en relación al total de sus beneficiarios y una deformación creciente en la característica de los beneficios que entregaba el Sistema.

Esta situación motivó una serie de estudios y proyectos de reforma tendientes a la unificación del Sistema y a la eliminación de sus privilegios más evidentes. Sin embargo, la presión de los grupos más favorecidos evitó la puesta en práctica de proyectos de reforma, desde la Comisión Prat (1960) hasta las propuestas durante el gobierno de Salvador Allende G., en 1971. Este último año, el costo de la Seguridad Social chilena estableció un récord sudamericano, alcanzando a un 17% del Producto Interno Bruto.

Durante el período 1950-1973 la tasa de cotización global fluctuaba entre un 14% y un 66% de la renta imponible.

La instauración del actual gobierno militar en 1973 y la desestabilización de los grupos de poder que trajo consigo, permitieron tomar el control de las instituciones de Seguridad Social, iniciándose entre 1974 y 1979 una serie de reformas tendientes a unificar el Sistema.

En pensiones civiles se estableció un monto mínimo uniforme, se fijaron edades de retiro iguales para todo el Sistema, se eliminaron el retiro por antigüedad y las pensiones "perseguidoras" y se extendieron las pensiones asistenciales. Durante este período, además, se universalizó el mecanismo de ajuste de las pensiones y el de las cotizaciones. Como consecuencia, la tasa de cotizaciones del régimen de pensiones del Antiguo Sistema se redujo notablemente a un 10 - 20%, aunque su varianza entre las instituciones y programas persistió.

Paralelo al Antiguo Sistema así reformado, en 1980 se aprueba el Decreto Ley 3.500 que estableció en 1981 el Nuevo Sistema de Pensiones. El Nuevo Sistema continúa siendo un programa obligatorio de ahorro privado, pero en contraste con el Sistema Antiguo,

adopta la modalidad de Capitalización Individual y pasa a ser administrado por sociedades anónimas privadas, aunque bajo una fuerte regulación estatal.

Desde entonces, el Sistema Previsional (programa de pensiones) está compuesto por el Antiguo Sistema reformado y por el Nuevo Sistema Previsional, de manera que su completa unificación se produciría en el futuro, cuando el Antiguo Sistema eventualmente se extinga.

2 Algunos Antecedentes de la Evolución Demográfica del Antiguo Sistema Previsional

En un Régimen Previsional de Reparto Simple que opera en un escenario relativamente estable, el principal determinante de la generación de excedentes o déficit operacionales, es su evolución demográfica. Esta comprende básicamente los cambios en la composición de su población entre activos y pasivos y sus sexos y edades, dado el marco institucional que regula el sistema.

En un medio más inestable, el ciclo económico y otros factores pueden afectar significativamente, al menos en el corto plazo, las relaciones fundamentales que se dan a nivel del Sistema en su conjunto, entre sus stocks de activos y pasivos y los montos recaudados en cotizaciones y pagados en pensiones cada año. Por una parte, dado que la densidad de las cotizaciones anuales de los activos varía directamente con el nivel de empleo, importantes fluctuaciones en éste pueden alterar significativamente la proporción de cotizantes sobre el total de activos del Sistema. Simultáneamente, fluctuaciones sectoriales o globales del nivel de actividad económica pueden ocasionar cambios significativos en los niveles de rentas imponibles de los asegurados activos del Sistema, alterando de esta forma la cotización per cápita promedio. Por otra, variaciones importantes en la tasa de inflación pueden inducir cambios significativos en los montos reales de las pensiones per cápita de un período a otro.

Finalmente, en un escenario incierto en que se producen frecuentes alteraciones al marco institucional que regula el funcionamiento del Sistema, la generación de excedentes y déficit operacionales en el tiempo puede alejarse persistentemente de lo que predicen sus relaciones demográficas fundamentales, pudiendo llegar incluso a afectarlas.

Con todo, dichas relaciones establecen un esquema metodológico útil para predecir y constituyen a su vez una radiografía de las transformaciones más profundas que puede experimentar el Sistema Previsional.

El Cuadro N° 1 presenta algunos aspectos de la evolución demográfica del Antiguo Sistema desde 1966 hasta 1986.

De acuerdo al Cuadro y a la Figura N° 1, el Antiguo Sistema Previsional crece sistemáticamente a una tasa relativamente estable

Cuadro N° 1

Aspectos de la Evolución Demográfica del Antiguo
Sistema Provisional, 1966 - 1985

| Año | Número de Imponentes Pasivos | Número de Imponentes •Activos | Tamaño del Sistema Provisional | Delta Activos-Pasivos |
|-------|------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| 1966 | 258,800 | 1.953,969 | 2.212,769 | 1.695,169 |
| 1967 | 300,829 | 2.025,549 | 2.326,378 | 1.724,720 |
| 1968 | 317,506 | 2.004,021 | 2.321,527 | 1.686,515 |
| 1969 | 310,949 | 2.068,837 | 2.379,786 | 1.757,888 |
| 1970 | 320,571 | 2.142,314 | 2.462,885 | 1.821,743 |
| 1971 | 337,028 | 2.212,824 | 2.549,852 | 1.875,796 |
| 1972 | 361,507 | 2.263,468 | 2.624,975 | 1.901,961 |
| 1973 | 377,970 | 2.325,511 | 2.703,481 | 1.947,541 |
| 1974 | 401,551 | 2.387,486 | 2.789,037 | 1.985,935 |
| 1975 | 421,958 | 2.334,098 | 2.756,056 | 1.912,140 |
| 1976 | 452,706 | 2.340,436 | 2.793,142 | 1.887,730 |
| 1977 | 478,288 | 2.266,853 | 2.745,141 | 1.788,565 |
| 1978 | 502,387 | 2.235,208 | 2.737,595 | 1.732,821 |
| 1979 | 521,628 | 2.291,183 | 2.812,811 | 1.769,555 |
| 1980 | 537,752 | 2.226,931 | 2.764,683 | 1.689,179 |
| 1981 | 560,283 | 1.033,556 | 1.593,839 | 473,273 |
| 1982 | 580,978 | 648,263 | 1.229,241 | 67,285 |
| 1983 | 606,178 | 599,118 | 1.205,296 | (7,060) |
| 1984 | 611,075 | 551,753 | 1.162,828 | (59,322) |
| *1985 | 626,155 | 507,464 | 1.133,619 | (118,691) |
| *1986 | 637,125 | 466,563 | 1.103,688 | (170,562) |

Fuentes: Suseso: "Seguridad Social: Estadísticas", varios números.

* Odeplan: "Proyecciones del Déficit Previsional, 1985-2015": Parte I, Cuadro N° 8.

de 3,2% anual entre 1966 y 1974. A partir de este último año el Sistema se estanca e incluso decrece levemente hasta 1980.

Dos fenómenos explican el estancamiento del Sistema entre 1974 y 1980.

El primero es ficticio y resulta de la revisión de que fueron naturalmente objeto los archivos de los asegurados inscritos durante el período de las primeras reformas del Antiguo Sistema y que indudablemente contribuyó en forma significativa a la caída de la tasa de crecimiento del stock de activos que registran las estadísticas.

El segundo fenómeno es el retiro "prematureo" de grupos importantes de asegurados privilegiados por las normas no reformadas del Sistema, motivados precisamente por las primeras reformas de

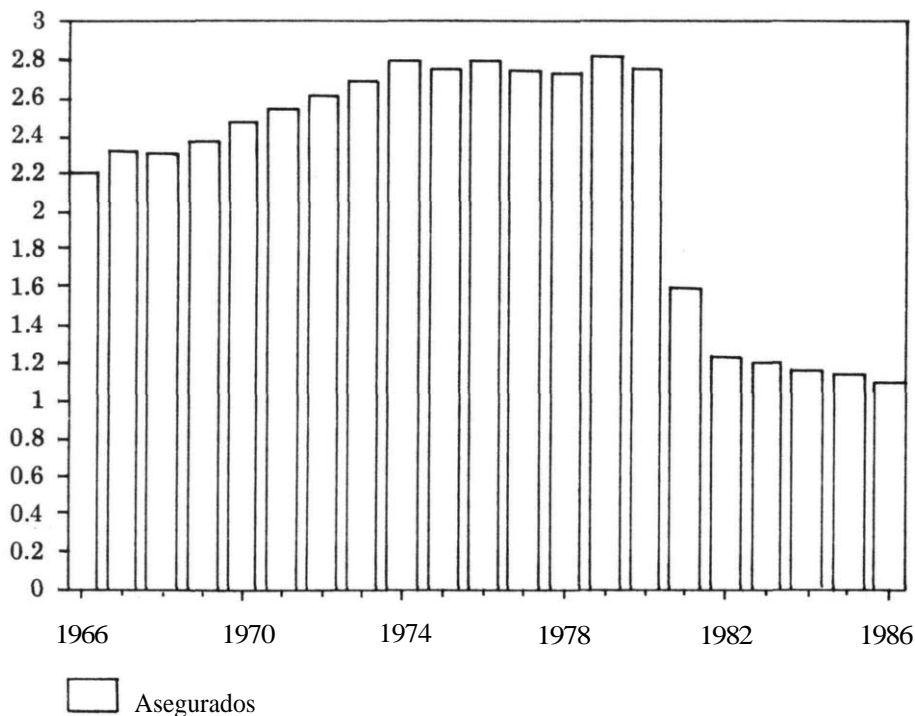
| Año | P | n | Delta | Proporción Pasivos/Total (en %) | Tasa de Crecimiento Sistema |
|-------|-------|--------|--------|---------------------------------------|-----------------------------------|
| 1966 | | | | 11.70 | |
| 1967 | 16,24 | 3,66 | 12.577 | 12.93 | 5.13 |
| 1968 | 5,54 | -1,06 | 6.607 | 13.68 | -0.21 |
| 1969 | -2,07 | 3,23 | -5.299 | 13.07 | 2.51 |
| 1970 | 3,09 | 3,55 | -0.457 | 13.02 | 3.49 |
| 1971 | 5,13 | 3,29 | 1.842 | 13.22 | 3.53 |
| 1972 | 7,26 | 2,29 | 4.975 | 13.77 | 2.95 |
| 1973 | 4,55 | 2,74 | 1.813 | 13.98 | 2.99 |
| 1974 | 6,24 | 2,67 | 3.574 | 14.40 | 3.16 |
| 1975 | 5,08 | -2,24 | 7.318 | 15.31 | -1.18 |
| 1976 | 7,29 | 0,27 | 7.015 | 16.21 | 1.35 |
| 1977 | 5,65 | -3,14 | 8.795 | 17.42 | -1.72 |
| 1978 | 5,04 | -1,40 | 6.435 | 18.35 | -0.27 |
| 1979 | 3,83 | 2,50 | 1.326 | 18.54 | 2.75 |
| 1980 | 3,09 | -2,80 | 5.895 | 19.45 | -1.71 |
| 1981 | 4,19 | -53,59 | 57.778 | 35.15 | -42.35 |
| 1982 | 3,69 | -37,28 | 40.972 | 47.26 | -22.88 |
| 1983 | 4,34 | -7,58 | 11.919 | 50.29 | -1.95 |
| 1984 | 0,81 | -7,91 | 8.714 | 52.55 | -3.52 |
| *1985 | 2,47 | -8,03 | 10.495 | 55.24 | -2.51 |
| *1986 | 1,75 | -8,06 | 9.812 | 57.73 | -2.64 |

que éste fuera objeto durante 1974-1980. El carácter parcial de dichas reformas y la gradualidad con que en general se aplicaron, promovieron expectativas de una Reforma Previsional de envergadura, que pondría en peligro los privilegios resguardados por la antigua norma. Esto junto con la caída de la actividad económica en 1975 y el consiguiente aumento en la tasa global de desempleo, explican el incremento de la tasa de crecimiento del stock de pasivos del Sistema, que registran las estadísticas para el período 1974-1978.

La Figura N° 2 muestra la evolución de las tasas de aumento de activos y pasivos del Antiguo Sistema durante el período 1966-1986. De acuerdo con la Figura y el Cuadro N° 1, el período 1974-1980 efectivamente se caracteriza por una abrupta caída en la tasa de crecimiento del stock de activos (desde un 3,4% anual durante 1966-1974 a un -1% anual, 1975 en adelante) y un aumento signifi-

Figura N° 1

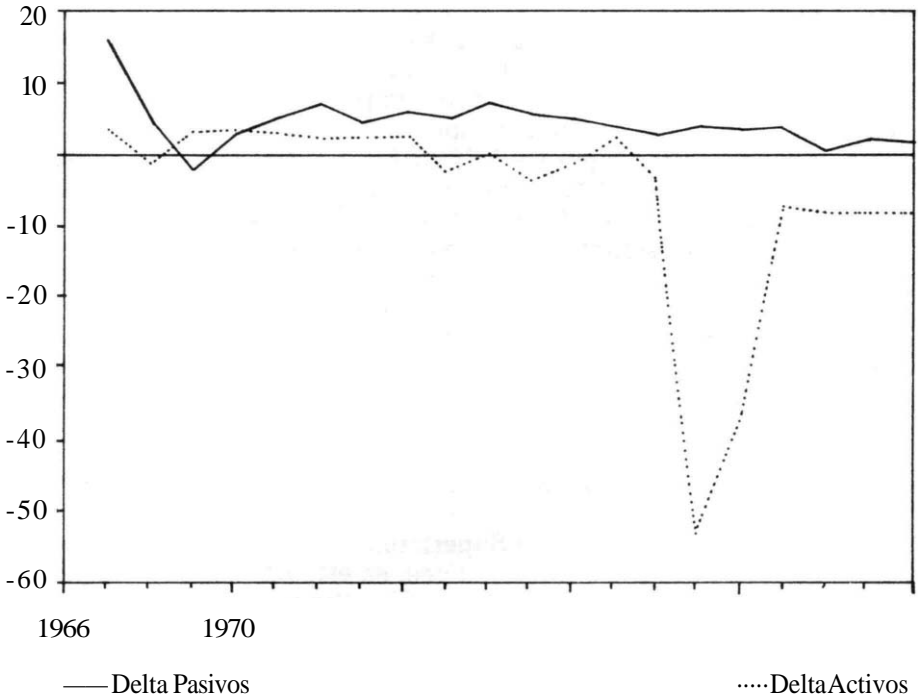
Tamaño del Antiguo Sistema Previsional
Millones de Asegurados
1966 - 1985



cativo, aunque moderado, de la tasa de crecimiento del stock de pasivos (desde un 5,4% anual durante 1966-1973 a un 6% anual, 1974-1978).

Finalmente, el Cuadro N° 1 y la Figura N° 2 permiten apreciar el "envejecimiento del Sistema" según se refleja en la composición agregada de sus activos y pasivos. Como lo muestra la Figura, con excepción de 1969, la tasa de crecimiento del stock de pasivos supera sistemáticamente y en forma creciente la de los activos. Naturalmente que el comportamiento descrito del stock de activos durante las reformas acrecienta esta tendencia, pero como lo muestra la evolución de la proporción de pasivos sobre el total de asegurados del Cuadro N° 1, ella se encuentra creciendo persistentemente desde el año 1966.

Figura N° 2
Crecimiento de Pasivos y Activos
Tasas Anuales de Crecimiento
1966 - 1985



B El Nuevo Sistema Previsional

1 El Nuevo Sistema de Pensiones

En mayo de 1981 el Nuevo Programa de Pensiones entra en vigencia, de acuerdo con el Decreto Ley N° 3.500 de noviembre de 1980.

Bajo la modalidad de Capitalización Individual, el Nuevo Sistema es administrado por una docena de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), bajo la supervigilancia de la Superintendencia de AFP, creada en 1980 con ese fin. Bajo esta modalidad cada trabajador dependiente abre una cuenta individual obligatoria en la que su empleador deposita sus cotizaciones (10% de las rentas im-

ponibles del trabajador), creándose así un Fondo de Pensiones. Existe, además, una cotización adicional obligatoria que fijan libremente las AFP para cubrir el costo de un seguro contratado para las pensiones de invalidez y sobrevivencia (3,5% aproximadamente, marzo 1986).

Caracteriza al Nuevo Sistema la inapropiabilidad de los saldos de las cuentas individuales de propiedad exclusiva del asegurado y sus beneficiarios, la opción previsional que ofrece al sector de trabajadores independientes y el alto grado de participación privada que contempla.

Bajo diversas formas opcionales de retiro (Retiro Programado y Renta Vitalicia), la jubilación de los activos y la sobrevivencia de sus beneficiarios en el Nuevo Sistema implica el traspaso de la totalidad del saldo de la cuenta correspondiente. Adicionalmente, Cías. de Seguros contratadas por las AFP cubren el eventual retiro prematuro por invalidez o fallecimiento de los activos, y su jubilación por vejez bajo la modalidad de renta vitalicia. De esta forma el Nuevo Sistema genera pensiones respaldadas por un seguro privado.

Las AFP cobran una comisión por la administración del Fondo de Pensiones, el cual es invertido por ellas con un 1% de capital propio en el mercado de capitales. Las ganancias de capital de esta inversión reciben un trato impositivo preferencial. Entre las obligaciones de las AFP, aparte de la recaudación de cotizaciones, inversión del Fondo y entrega de pensiones, se encuentra la de un retorno medio mínimo a las inversiones del Fondo y la de informar regularmente a sus asegurados de la evolución del estado de su cuenta individual.

El Estado, a través de la Superintendencia de AFP y la Superintendencia de Valores y Seguros tiene, en esta modalidad, solamente un papel fiscalizador y subsidiario. Fiscaliza tanto en relación a la administración del Fondo como en relación a sus inversiones. Con respecto a estas últimas se crea la Comisión Calificadora de Riesgos, la cual informa a las AFP y a sus asegurados del riesgo relativo de su cartera de inversiones, anunciando excesos sobre un máximo riesgo garantizado. Además, el Estado hace entrega de Pensiones Asistenciales a aquellos asegurados cuyas imposiciones no garantizan una pensión mínima estipulada.

Finalmente, el sector de la fuerza de trabajo que en la historia de la Previsión en Chile no estuvo formalmente cubierto por el Sistema, encuentra en el Nuevo Sistema Previsional una opción. El trabajador independiente puede afiliarse al Nuevo Sistema, para lo cual tiene que cotizar sobre la base de un ingreso imponible declarado, que esté dentro de un margen indicado por la ley.

2 El Nuevo Sistema y sus Primeros Años de Transición

El período de transición comprende el tiempo que tomaría en completarse la unificación del Sistema de Seguridad Social Civil en

Chile. Esto tendrá lugar cuando el Antiguo Sistema termine de extinguirse.

Algunas características del período de transición contrastan con las del Nuevo Sistema Unificado descrito más arriba. Durante los años de afianzamiento de la nueva modalidad, el papel del Estado es primordial y no tiene sólo el carácter regulador y subsidiario que alcanza con el Sistema Unificado, sino que su gestión financiera resulta determinante. Tres factores característicos de los años de transición explican este contraste.

En primer lugar, el traslado de una proporción importante del stock de cotizantes del Antiguo al Nuevo Sistema, ocasiona un incremento proporcional en el déficit operacional del primero. El Estado asume la responsabilidad de cubrir dicho déficit y con tal objeto se hace administrador de los haberes del Antiguo Sistema y proveedor del fondo necesario para cubrir el déficit mencionado.

En segundo lugar, el Estado debe supervigilar el traslado de activos desde el Antiguo al Nuevo Sistema y se hace responsable del financiamiento en el Nuevo Sistema de las cotizaciones acumuladas en el Antiguo por los asegurados que se trasladan (los "Bonos de Reconocimiento").

Finalmente, el papel determinante que cabe al desarrollo del mercado de capitales en el afianzamiento de la nueva modalidad previsional, exige al Estado un esfuerzo concertado para coordinar la evolución armónica de ambos.

Las dos primeras funciones extraordinarias del Estado y propias del período de transición son ejercidas a través del Instituto de Normalización Previsional, creado en 1980 con ese fin. La tercera, menos específica a través de las tres Superintendencias relacionadas con el mercado de capitales (AFP, Bcos. y Valores y Seguros) y el Banco Central.

El proceso de traspaso de activos desde el Antiguo al Nuevo Sistema comienza en 1981, impulsado por la ley que favorece la afiliación al Nuevo Sistema, del segmento más joven de la población de activos del Antiguo Sistema Previsional. Estimulan el traspaso la tasa de cotización uniforme de 10% del ingreso imponible (en promedio más bajo que la del Sistema Antiguo Reformado) y los incentivos propios de la nueva modalidad, junto a la garantía del Estado, que financia el Bono de Reconocimiento, con una tasa real anual atractiva de un 4%.

El Cuadro N° 2 muestra la evolución estimada de los stocks de activos y pasivos en el Sistema Antiguo y el Nuevo, entre 1980 y 1984.³

Las estadísticas de afiliados al Nuevo Sistema durante sus primeros años de funcionamiento son muy poco confiables. Esto debido a que reconocidas las economías de escala en la administración de los Fondos de Pensiones ocasionadas en parte por el costo fijo de puesta en marcha de las AFP, éstas no controlaron la exclusividad de sus afiliados. La imposibili-

Cuadro N° 2

Traspaso de Activos y Stocks de Activos y Pasivos
del Antiguo y Nuevo Sistema, 1980-1984
(Miles de Asegurados)

| (Dic.) Año | Antiguo Activos | Sistema* Pasivos | Nuevo Sistema** Activos | Sistema** Pasivos | Traslados desde el antiguo | Tamaño Sistema |
|----------------------|--------------------|---------------------|----------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|
| 1980 | 2.226,9 | 537,8 | | | | 2.764,7 |
| 1981 | 1.033,6 | 560,3 | 1.254,6 | 0,1 | 1.141,8 | 2.848,6 |
| 1982 | 648,3 | 581,0 | 1.700,8 | 2,0 | 333,4 | 2.932,1 |
| 1983 | 599,1 | 606,2 | 1.806,4 | 3,7 | ***35,2 | 3.015,4 |
| 1984 | 551,8 | 611,1 | 1.930,4 | 6,2 | 11,2 | 3.099,5 |
| Total Trasladados | | | | | 1.521,6 | |

Fuentes:

* Cuadro N° 1.

** Odeplan: Op. Cit. Parte II, Cuadro N° 2.

*** Reconoce una fluctuación en el flujo de nuevos asegurados no considerada en la fuente.

De acuerdo con el Cuadro, entre 1981 y 1984 alrededor de 1.520 mil activos dejan el Sistema Antiguo y se incorporan al Nuevo. A Dic. 1984 el Nuevo Sistema contaba con unos 1.930 mil afiliados activos, de manera que en esos cuatro años se registraron alrededor de 410 mil nuevos ingresos al Nuevo Sistema Previsional. Esta última cifra es superior a los 256 mil nuevos ingresos (64.130 anuales aprox.) estimados que se producirían por efecto de la rotación de la fuerza laboral asegurada. En consecuencia, se presume que alrededor de 154 mil nuevas afiliaciones corresponden a trabajadores independientes y a trabajadores que, siendo dependientes, habían abandonado (o no habían ingresado) al Antiguo Sistema durante el período 1974-1980.

A Dic. 1985 se estima que el Nuevo Sistema cuenta con unos 2.270 mil activos y el Antiguo con unos 507 mil. De esta manera, durante los cinco primeros años de transición, el Nuevo Sistema habría asegurado a un número de imponentes activos similar al del Antiguo Sistema en 1980.

Además, la estructura de sexo y edades estimada de los afiliados al Nuevo Sistema y de los activos del Antiguo a diciembre 1984 sugiere que un 91% de los hombres y un 94% de las mujeres afiliadas al Nuevo Sistema Previsional, tenían menos de 50 años de edad. Entre los activos del Sistema Antiguo, en cambio, sólo un 18% de

dad de su revisión hizo que el Cuadro N° 2 se base esencialmente en las estadísticas del Antiguo Sistema hasta diciembre de 1984.

Cuadro N° 3
Distribución Porcentual de los Afiliados entre las AFP, 1981 y 1985

| (Dic.) | Concor- dia | Cu- prum | El Liber- tador | Habí- tat | Invier- ta | Magis- ter | Plan- vital | Pro- vida | Sta. Ma- ría | Sum- ma | Unión | Total |
|--------|----------------|-------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|----------------|--------------|-----------------|------------|-------|-------|
| 1981 | 1 | 2 | 2 | 6 | 9 | 1 | 3 | 33 | 20 | 4 | 19 | 100 |
| 1985 | 2 | 1 | 2 | 12 | 7 | 2 | 3 | 30 | 19 | 9 | 13 | 100 |

Fuentes: BEM - AFP N 7, 19 y 53.

* En septiembre de 1985, las AFP Alameda y San Cristóbal se fusionan formando la AFP Unión. A diciembre 1981 sus porcentajes de mercado de asegurados eran 6% y 13%, respectivamente.

los hombres y un 29% de las mujeres pertenecían a ese grupo de edades.⁴

Puede afirmarse, entonces, que las características del Nuevo Sistema y de la norma que lo regula proveen de un eficaz estímulo para inducir al traspaso de activos jóvenes desde el Antiguo al Nuevo Sistema Previsional. De esta manera es factible que el proceso de traspaso finalice a fines de 1986, como lo estima la ley.

El Cuadro N° 2 también muestra otro aspecto del período de transición. Allí se ve que el stock de pasivos del Antiguo Sistema continúa creciendo a una tasa del orden del 2% anual, de manera que a diciembre 1985 dicho stock alcanza a los 626 mil pasivos aproximadamente. En estas circunstancias, el Antiguo Sistema experimenta un desequilibrio demográfico creciente como consecuencia del traslado de tres cuartas partes de sus activos al Nuevo Sistema y de su clausura a los nuevos cotizantes, desde 1983.

Un tercer aspecto de este período de consolidación del Nuevo Sistema que es de interés analizar, es el comportamiento del nuevo mercado que crea el Sistema así modificado. El Cuadro N° 3 presenta la distribución del mercado de asegurados entre las AFP y compara los años 1981 y 1985. El Cuadro N° 4 que le sigue, muestra el porcentaje de afiliados a las AFP cuyas rentas imponibles son inferiores al tramo 40-50 mil pesos de diciembre 1985.

Como muestra el Cuadro N° 3, a diciembre de 1981 el mercado de la Previsión (Pensiones) se encontraba concentrado. Dos AFP (Provida y Santa María) cubren un 53% del total, y tres AFP (agregando San Cristóbal) un 66% de ese mercado.⁵ De acuerdo con el Cuadro, a diciembre de 1985 el grado de concentración se ha reducido a pesar de que la fusión de dos AFP ha contraído su número a

4 Estimaciones basadas en los Cuadros N° 5 de la Parte I y N° 4 de la Parte II de Odeplan, Op. Cit.(I).

5 Se argumentaba sin embargo en esa época, que este grado de concentración no es alarmante en relación al de otros mercados (industrial) del país. Ver Larraín B., Felipe, en *Economía y Sociedad* N° 5, sept. 1982.

Cuadro N° 4

Distribución de Afiliados Según Rentas Imponibles
entre las AFP, 1981 y 1985
(En Porcentaje)

| (Dic.) Año | Concor- dia | Cu- prum | El Liber- tador | Habi- tat | Invier- ta | Magis- ter | Plan- vital | Pro- vida | Santa María | Summa | ** Unión |
|---------------|----------------|-------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|----------------|--------------|----------------|-------|-------------|
| 1981 | 91 | 39 | 83 | 86 | 91 | 96 | *92 | 86 | 84 | 91 | 90 |
| 1985 | 94 | 51 | 89 | 82 | 95 | 92 | 94 | 88 | 84 | 83 | 91 |

Fuentes: BEM - AFP N° 7, 19 y 53.

Nota: Los % del Cuadro corresponden a la proporción de afiliados cuyas rentas imponibles son inferiores al tramo 40 - 50 mil pesos de Dic. de 1985.

* 1982, para 1981 (Dic.) no hay información.

** En septiembre de 1985, las AFP Alameda y San Cristóbal se fusionan formando la AFP Unión. A diciembre 1981 su» porcentajes de mercado de asegurados eran 6 % y 13 %, respectivamente.

sólo once. En efecto, este último año son necesarias tres AFP para cubrir el 50% y cuatro para cubrir el 66% del mercado. Las tres AFP más grandes (Provida, Santa María y Unión) han disminuido su cobertura en 1985 respecto de 1981 mientras otras tres (Concordia, Habitat y Summa) han aumentado su cobertura relativa.

Además, el Cuadro N° 4 sugiere que existe flexibilidad de afiliación y que la movilidad de afiliados es más frecuente a niveles de rentas imponibles más altas. En efecto, la comparación en el Cuadro N° 4 para los años 1981 y 1985 registra sistemáticas disminuciones del % de afiliados con rentas imponibles bajo los \$ 50.000 (diciembre 1985), siempre que una AFP se expande. Dado que los crecimientos más importantes del período han sido los de Habitat (6%), Summa (5%) y Concordia (1%), la desconcentración del mercado en términos de recursos ha sido más rápida que en términos de número de afiliados. Finalmente, el Cuadro ratifica la existencia de una elasticidad "rentabilidad media de la cuota" positiva y creciente con los niveles de renta imponible. En efecto, de acuerdo con la Superintendencia de AFP, las rentabilidades más altas acumuladas desde mayo 1981 a mayo de 1986 son, por orden, las de Habitat, Concordia y Summa, precisamente las tres AFP que crecen significativamente durante el período.⁶

Aunque los Cuadros Nos. 3 y 4 no son enteramente tranquilizadores, ellos sugieren que al menos no existe una tendencia endémica hacia la concentración en el mercado creado por el Nuevo Sistema Previsional. Ellos también sugieren la existencia de movilidad entre los asegurados del Nuevo Sistema, aunque ésta es claramente mayor en el segmento de los afiliados con rentas imponibles más altas. Finalmente estos antecedentes y las rentabilidades relativas de las cuotas entre las AFP indican que dicha movilidad responde

en forma predecible a los cambios en los precios relativos pertinentes.

Algunos efectos de la actual estructura de comisiones cobradas por las AFP y que se reflejan tangencialmente en el Cuadro N° 4, son motivo de un análisis más detallado en el Anexo N° 1.

Pero el aspecto que sin duda ha suscitado mayor interés y controversia ha sido la forma cómo el Estado ha contraído y ejercido sus funciones extraordinarias durante estos primeros 6 años del período de transición. Esto se explica ya que dichas funciones se hacen evidentes en un contexto de política general que busca limitar el tamaño del Estado y ellas se acentúan extraordinariamente como consecuencia de la profunda caída de la actividad económica del país en 1982.

En efecto, la rebaja de las cotizaciones globales, el fuerte desequilibrio demográfico que ocasiona al Antiguo Sistema el traspaso de sus activos y la liquidación de los Bonos de Reconocimiento a los trasladados al Nuevo, producen un aumento importante y predecible de los compromisos financieros que el Fisco ha contraído con el Sistema Previsional durante su período de transición. Dichos compromisos, sin embargo, se han visto fuertemente acrecentados por el aumento del déficit operacional del Antiguo Sistema y la expansión extraordinaria de las Pensiones Asistenciales que ocasionara la profunda depresión de 1982, así como por encarecimiento del crédito que la precedió. Adicionalmente, el papel del Estado se ha visto fuertemente exigido cuando la caída de la actividad económica se ha acompañado por una profunda desestabilización del Sistema Financiero, que ha amenazado la consolidación del Nuevo Sistema Previsional.

El Cuadro N° 5 muestra la evolución de los compromisos financieros del Fisco con el Régimen de Pensiones del Sistema Previsional, durante el período 1981-1985.

Como muestra el Cuadro, el compromiso del Fisco con el Sistema Previsional (pensiones) se triplica entre 1981 y 1985, alcanzando este último año a los \$ 124.370 millones. Durante 1982 el déficit operacional del Antiguo Sistema más que se duplica, el pago de Bonos de Reconocimiento ese año se hace significativo y el pago de Pensiones Asistenciales aumenta en un 40%, haciendo que el compromiso fiscal pase desde los \$ 41.959 millones durante 1981 a los \$ 94.886 millones en 1982.

Sin duda parte de este fenomenal aumento entre 1981 y 1982 se explica por el fuerte traspaso de activos desde el Antiguo Sistema, la reducción generalizada de la cotización legal y la disminución del stock de activos del Antiguo Sistema producida por las nuevas jubilaciones. Sin embargo, la magnitud del aumento de las Pensiones Asistenciales y del propio déficit operacional, es reflejo evidente del fuerte impacto que tuvo la caída de la actividad económica ese año

Cuadro N° 5

Compromisos del Fisco con el Programa de Pensiones Civiles,
1981 - 1985
(Millones de Pesos de Dic. 1985)

| (Dic.) Año | Déficit Opera- cional Civil | Bonos de Reco- nocimiento | Pago de Pensiones Asistenciales | Total Compromi- sos Fiscales |
|---------------|--------------------------------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| 1981 | 35.214,8 | 159,7 | 6.584,0 | 41.958,5 |
| 1982 | 83.529,6 | 2.250,2 | 9.106,3 | 94.886,1 |
| 1983 | 93.183,6 | 4.381,2 | 11.119,4 | 108.684,2 |
| 1984 | 99.800,9 | 5.350,5 | 13.922,5 | 119.073,9 |
| 1985 | 101.561,4 | 7.250,3 | 15.558,4 | 124.370,1 |

Puente: 1981-1984, Suseso: "Seguridad Social: Estadística". 1985: Odeplan: Op. Cit. Parte I y Parte II, y Dipres del Min. de Hacienda.

Nota: El Cuadro N° 5 solamente cubre los déficit operacionales de las Cajas de Previsión Civiles.

sobre el monto de la cotización promedio, la frecuencia de cotizaciones y la demanda por Pensiones Asistenciales.

La simultaneidad del traspaso de dos terceras partes del stock de activos del Antiguo Sistema entre 1981 y 1982 con la depresión económica que ese último año reduce el PGB en un 14,1%, hace imposible separar cuantitativamente los efectos de uno y otro fenómeno sobre el déficit del Sistema Previsional.

Aunque la tasa de aumento anual de los compromisos fiscales con el Sistema Previsional (pensiones) Civil decrece claramente a partir del año 1982, interesa contrastar la evolución esperada de su nivel, con la capacidad del Fisco para enfrentarlos sin introducir desequilibrios macroeconómicos ni comprometer la consolidación del Nuevo Sistema Previsional.

El Cuadro N° 6 presenta la magnitud del Déficit Previsional en relación al Producto Geográfico Bruto y a los Ingresos del Tesoro Público durante los primeros años del Nuevo Sistema Previsional.

Sobresalen del Cuadro mencionado dos fenómenos que se han dado simultáneamente durante estos años del período de transición.

Corroborando el análisis del Cuadro N° 5, el presente muestra un rápido crecimiento de la proporción del PGB que ha representado el Déficit Previsional. En efecto, desde un 1,7% en 1981 el déficit pasa a representar un 5,0% del PGB en 1985, triplicándose en menos de 5 años. Un 5% del PGB destinado al financiamiento del

7 Las pensiones asistenciales aumentaron su cobertura a partir de 1979 como consecuencia de la política dirigida al sector pobre. Ellas benefician a las personas en edad de jubilación del sector extremadamente pobre y que no reciben pensión por parte del Antiguo Sistema.

Cuadro N° 6
Magnitud Relativa del Déficit Previsional y su
Evolución 1981 - 1985

| (Prom.) Año | PGB millones \$ 1985 | Ingresos del Tesoro Público (YF) Millones \$ 1985 | Déficit Previsional (DP) millones \$ 1985 | DP como % PGB | DP como % YF |
|----------------|----------------------------|---|---|---------------------|--------------------|
| 1981 | 2.772.520 | 537.091 | 46.238 | 1,7% | 8,6% |
| 1982 | 2.382.130 | 570.788 | 84.638 | 3,6% | 14,8% |
| 1983 | 2.365.498 | 584.181 | 113.249 | 4,8% | 19,4% |
| 1984 | 2.515.870 | 613.577 | 115.384 | 4,6% | 18,8% |
| 1985 | 2.576.600 | 711.702 | 129.718 | 5,0% | 18,2% |

Fuentes: Banco Central: Boletín Mensual. Banco Central: Memorándum 22/5/86. Contraloría Gral. de la República: Informe de la Gestión Financiera del Estado, 1985.

Nota: La serie del Déficit Previsional del Cuadro N° 6 ha sido llevada a pesos promedio del año 1985.

Déficit Previsional es cerca del doble del Ahorro Nacional Bruto alcanzado en 1984 y sólo 0,5% menos que el proyectado para 1985. Asimismo, dado que tanto el numerador como el denominador de la razón utilizada en el Cuadro son procíclicos, su comportamiento deja claramente de manifiesto el fuerte impacto que tuvo sobre el Déficit Previsional la depresión de 1982.

En segundo lugar, la última columna del Cuadro N° 6 muestra que si bien el porcentaje de los ingresos del Fisco que representa el Déficit Previsional ha crecido notablemente en estos años, lo ha hecho más lentamente que en relación al PGB. En efecto, entre 1981 y 1985 dicho porcentaje ha pasado desde un 8,6% a un 18,2% y está disminuyendo desde 1983. Lo anterior indica que, dada la tendencia en otros gastos públicos, la capacidad de pago del Fisco ha ido creciendo con el crecimiento del Déficit Previsional. Aun considerando el aporte de los incrementos en la recaudación a la explicación del crecimiento de dicha capacidad de pago, los antecedentes sugieren que ella se ha financiado, al menos en parte, con aumentos del endeudamiento interno.⁸

Un reflejo paradójal del comportamiento extraordinario del costo del crédito que caracteriza al período 1981-1985 es la evolución del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema Previsional.

8 La recaudación tributaria cayó en 1982 un 20% en términos reales respecto del nivel de \$ 591.949 millones (Dic. 1985) del año 1981. Ella continuó su caída con un 1% en 1983, pero aumenta considerablemente durante los años 1984 y 1985. Con todo, a diciembre de este último año, todavía se encuentra un 8% por debajo del nivel alcanzado en 1981.

Cuadro N° 7

Patrimonio del Fondo de Pensiones, Variación Anual y
Rentabilidad Media 1981 • Marzo 1986
(Millones de \$ de Dic. 1985)

| (Dic.) Año | Patrimonio del Fondo de Pensiones | Variaciones Anuales del Patrimonio del FP | Rentabilidad anual Equivalente % |
|---------------|--------------------------------------|--|-------------------------------------|
| 1981 | 32.419,3 | 32.419,3 | 32,02 |
| 1982 | 85.156,3 | 52.736,9 | 29,60 |
| 1983 | 154.654,3 | 69.498,0 | 27,90 |
| 1984 | 204.232,6 | 49.578,3 | 3,68 |
| 1985 | 281.807,0 | 77.574,5 | 17,12 |
| marzo 1986 | 307.669,5 | 25.862,4 | 15,36 |

Fuente: Odeplan: "Proyecciones del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema Previsional, 1986-2016", junio 1986 (2)

Nota: La rentabilidad anual de la última columna se encuentra levemente sobrestimada, debido a que se descontó de acuerdo al IPC sin desfase.

El Cuadro N° 7 muestra los niveles del Fondo y sus variaciones anuales, para el período mayo 1981-marzo 1986, y la rentabilidad anual promedio de la cartera de inversiones del Fondo para cada uno de esos años.

Como muestra el Cuadro, el patrimonio del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema ha crecido prácticamente 10 veces en sus primeros 5 años, alcanzando a marzo de 1986 a los 307.669,5 millones de pesos de diciembre de 1985. Aunque los aumentos anuales de patrimonio del Fondo no alcanzan a compensar los déficit del Antiguo Sistema del Cuadro N° 4, la tasa de crecimiento del Fondo sugiere que dichos aumentos podrían sobrepasar los déficit en el futuro.

Un aspecto del crecimiento del patrimonio del Fondo que sugiere el Cuadro N° 7 es el fuerte impacto que en él han tenido las rentabilidades extraordinariamente altas del período. De hecho, el porcentaje que cabe a la revalorización real del Fondo en los aumentos del Patrimonio del período creció desde un 18% durante 1981 a un 45% durante 1985.⁹

Este hecho agrega interés a la pregunta de qué inversiones han estado financiando los Fondos de Pensiones del Nuevo Sistema, que arrojan retornos tan altos como los del Cuadro N° 5, y qué proporción de estas revalorizaciones son efectivamente realizables en el agregado.

El Cuadro N° 8 muestra la evolución para el período diciem-

9 Odeplan: Op. Cit. (2), Cuadro N° 1.

Cuadro N° 8

Estructura de la Cartera de Inversiones del Fondo de
Pensiones Según Emisor, Dic. 1981-Marzo 1986
(En Porcentaje)

| (Dic.) Año | Banco Estado | Otros Bancos | Finan- cieras | D e u d a | | M.V.I.U. | Inversión Empresas | Sector Público |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------|----------|-----------------------|-------------------|
| | | | | Banco Central | Tesorería | | | |
| 1981 | 2,76 | 73,49 | 1,97 | 21,78 | | | | 24,5 |
| 1982 | 12,53 | 62,51 | 1,17 | 8,66 | 15,12 | | 0,01 | 36,3 |
| 1983 | 14,60 | 35,95 | 1,42 | 17,02 | 29,76 | | 1,25 | 61,4 |
| 1984 | 12,98 | 41,07 | 1,99 | 16,57 | 25,67 | | 1,81 | 55,1 |
| 1985 | 13,98 | 41,03 | 1,26 | 20,38 | 22,23 | 0,01 | 1,11 | 56,6 |
| marzo | | | | | | | | |
| 1986 | 13,56 | 38,91 | 1,02 | 22,15 | 23,28 | 0,17 | 0,91 | 59,2 |

Fuentes: BEM - AFP, N° 7, 19, 31, 41, 53 y 56.

bre 1981-marzo 1985 de la cartera de inversiones del Fondo de Pensiones consolidado, según emisor.

De acuerdo con el Cuadro, la mayor parte de las inversiones de los fondos de pensiones del Nuevo Sistema corresponden a instrumentos de deuda. Sólo alrededor de un 1% variable del total de inversiones ha correspondido a papeles de participación en la propiedad de empresas productivas. Ello no debe sorprender, sin embargo, ya que resulta de una estrategia preconcebida de abrir gradualmente el fondo a inversiones más riesgosas. El retardo en dicha apertura tiene una explicación paradójica que analizaremos más adelante.

De esta forma, entre los instrumentos de deuda colocados en la cartera del Fondo, son mayoritarios aquellos emitidos por los bancos comerciales, el Banco Central y la Tesorería General de la República.

Además, como muestra el Cuadro, los bancos comerciales han visto disminuidas sus colocaciones en la cartera del Fondo de Pensiones, desde un 73,5% en diciembre 1981 a un 38,9% en marzo de 1986. Dicha disminución se ha visto compensada por la creciente participación de los papeles emitidos por el Banco Central, la Tesorería y el Banco del Estado. En efecto, de acuerdo con la última columna del Cuadro N° 8, alrededor de un 57% del total de la cartera de inversiones del Fondo ha consistido, desde 1983, en instrumentos de deuda emitidos por el sector público (básicamente letras hipotecarias del Banco del Estado, pagarés de Tesorería y del Banco Central).

La madurez y la rentabilidad media comprometida en estos papeles varían, pero esta última resulta ser extraordinariamente alta e inestable.

Cuadro N° 9

Composición de la Rentabilidad Mensual de los Instrumentos
Seriados, Neta de Reajustes
(En Porcentaje sobre el Fondo)

| Fecha | Seriados Financieros | | Seriados Estatales | |
|------------|----------------------|-----------------------------|--------------------|-----------------------------|
| | Interés Real | Cambio en Precios Relativos | Interés Real | Cambio en Precios Relativos |
| Dic. 1983 | 0,70 | -0,02 | 0,56 | -0,19 |
| marzo 1984 | 0,70 | 0,28 | 0,59 | 1,12 |
| Dic. 1984 | 0,74 | -0,45 | 0,73 | -0,73 |
| Dic. 1985 | 0,72 | 0,88 | 0,61 | 1,69 |
| marzo 1986 | 0,69 | 0,05 | 0,53 | 2,49 |

Fuentes: BEM - AFP N° 31, 34, 41, 53 y 56. Banco Central: B. M. N° 696.

El Cuadro N° 9 presenta la composición de la rentabilidad mensual promedio registrada en el Fondo para los Instrumentos Seriados Estatales y Financieros, neta de reajustes.¹⁰ Dicha información la entrega el Cuadro en algunas fechas para las que el dato estaba disponible en las fuentes.

De acuerdo con el Cuadro N° 9, el interés real comprometido en los instrumentos Seriados Financieros entre diciembre 1983 y marzo 1986 se ha mantenido relativamente estable en alrededor de 0,71% mensual (8,8% real anual aproximadamente). En el caso de los Seriados Estatales el interés mensual ha fluctuado entre un 0,73% a diciembre 1984 y un 0,53% a marzo de 1986 (en promedio alrededor de un 7% real anual). Con todo, el interés comprometido en los estatales ha sido consistentemente más bajo que el correspondiente a los financieros.

Por lo tanto, según el Cuadro, ni el nivel ni las diferencias de rentabilidad entre los instrumentos estatales y Financieros en la cartera del Fondo encuentran una explicación en las tasas reales de interés que ellos devengan.

En cambio, las variaciones de los precios relativos (compra y venta a valor de mercado) de estos instrumentos, explican la mayor parte del comportamiento de las rentabilidades de las inversiones del Fondo. En efecto, en el caso de los instrumentos Seriados Esta-

10 La clasificación de estos Instrumentos se presenta en el Anexo N° 2.

tales, dichas variaciones de precios han agregado consistentemente más del doble que su interés real, a la rentabilidad media de los instrumentos. Siendo las ganancias durante el período muy superiores a las pérdidas, ellas explican la extraordinaria rentabilidad registrada en estos papeles (21% aprox. en 1985).¹¹ Variando en la misma dirección, pero siendo consistentemente menos significativas, las ganancias por cambio en precios relativos de los instrumentos Seriadados Financieros, aumentan en alrededor de un 5% anual la rentabilidad registrada en estos papeles (14% aprox. en 1985).¹¹

Concluimos, por lo tanto, que dada la importancia que tienen los instrumentos seriados en el total de las inversiones del Fondo (un 78% a diciembre 1985), la proporción realizable de su revalorización es significativamente menor que la que contablemente se registra. Esto, dados los antecedentes, es especialmente cierto en el caso de los papeles Seriadados Estatales (un 41% del total de la cartera de inversiones del Fondo a diciembre 1985).

En segundo lugar, dado que las fluctuaciones del valor de mercado de estos instrumentos responden básicamente a las variaciones esperadas en la tasa de interés real de corto plazo, concluimos que el comportamiento de la tasa de crecimiento del Patrimonio del Fondo será volátil mientras dichas expectativas lo sean. Este aspecto de la forma como está siendo valorado el Fondo de Pensiones se analiza con más detalle en el Anexo N° 3.

De esta manera, notamos que la mayor parte del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema se encuentra invertida en títulos de deuda del Sector Público, los cuales han arrojado una rentabilidad extraordinariamente alta pero que no es enteramente realizable en el agregado.¹²

Pero esto es en parte consecuencia directa de otro aspecto de la transición que muestra el Cuadro N° 8. En efecto, el cambio en la composición de la cartera del Fondo que muestra el Cuadro entre 1981 y 1983, es un claro reflejo de la forma como el Estado manejó la crisis del Sistema Financiero de a comienzos de la década. La rápida caída de la participación de los papeles emitidos por la Banca Comercial apunta a que durante el período se produjo una importante transferencia de deudas desde la Banca Privada al Estado. De hecho, en 1981, un 14,2% del total de inversiones de la cartera del Fondo correspondían a títulos emitidos por el Banco de Chile, 11,4% al Banco de Santiago, un 5,59% al Banco de Crédito e Inversiones y un 4,32% al Banco de Concepción.¹³ Todos estos bancos fueron fuertemente afectados por la crisis del Sistema Financiero y debieron transferir parte importante de sus colocaciones al Estado. La importante intervención del Estado exigida por el rescate

11 Odeplan: Op. Cit. (2)

12 Un análisis de algunos aspectos del registro del Fondo de Pensiones a valor de mercado se presenta en el Anexo N° 3.

13 Estadísticas del BEM - AFP, N° 7.

Cuadro N° 10

Tamaño Relativo del Fondo de Pensiones, 1982-1985
(Millones de Pesos de Dic. 1985)

| (Dic.) Año | Total Captaciones y Depósitos Sistema Financiero | Patrimonio del Fondo de Pensiones | % |
|-----------------------|---|--|----------|
| 1982 | 859.233,3 | 85.156 | 10 |
| 1983 | 768.655,1 | 154.654 | 20 |
| 1984 | 848.505,5 | 204.233 | 24 |
| 1985 | 959.297,0 | 281.807 | 29 |

Fuente: Odeplan: Op. Cit. (2) Cuadro N° 7.

de una parte sustancial del Sistema Financiero es otra característica que distingue estos primeros años del período de transición y que ha afectado todos los ámbitos de la actividad económica nacional, incluyendo la composición de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del Nuevo Sistema Previsional. Dicha intervención debe ser, sin embargo, extraordinaria y transitoria, el resultado de una crisis difícil de prever a fines de la década de los 70.

Resulta, por lo tanto, de especial interés evaluar la capacidad del Estado para contribuir a la consolidación del Sistema Financiero en estos años, sin comprometer las políticas de más largo plazo, desligándose gradualmente de esta función extraordinaria.

Lo anterior es determinante para el establecimiento definitivo de la nueva modalidad previsional y su completa unificación futura. Como muestra el Cuadro N° 10, el rápido crecimiento del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema hace que su tamaño represente una proporción cada vez mayor del total de captaciones y depósitos de Sistema Financiero.

Según el Cuadro, a diciembre 1982 el Patrimonio del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema representaba un 10% del total de captaciones y depósitos en moneda nacional del Sistema Financiero. El relativo estancamiento que naturalmente experimenta el Sistema Financiero en los años de crisis y el rápido crecimiento del Fondo durante esos años, hacen que a diciembre de 1985 este último represente prácticamente un 30% del total de captaciones y depósitos del primero.

Como veremos más adelante, la potencial saturación de las actuales alternativas de inversión del Fondo de Pensiones puede perjudicar la consolidación del Nuevo Sistema y el afianzamiento del Sistema Financiero en los próximos años del período de transición. La acción coordinadora del Estado se hace especialmente necesaria durante estos años, de manera que los potenciales conflictos que pue-

den surgir entre las AFP y la Banca Comercial se canalicen productivamente hacia un mayor desarrollo eficiente de ambos sectores.

II Proyectando La Evolución del Sistema Previsional Durante su Período de Transición

A Duración del Período de Transición

Como hemos visto, el "período de transición" es el número de años que tomará el Sistema de Pensiones en completar su unificación. Esta última tendrá lugar cuando el Antiguo Sistema se extinga, cosa que ocurre cuando se terminan sus asegurados (activos y pasivos), independientemente de que por un tiempo ellos dejen sobrevivientes causantes de pensiones.

La respuesta a esta pregunta y otras referentes al Antiguo Sistema exigió el diseño y aplicación de una metodología que permite proyectar, con un nivel de confianza aceptable, la evolución demográfica futura del Sistema Previsional.¹⁴ Por evolución demográfica se entiende el conjunto de cambios en el volumen y características de la población de afiliados activos y pasivos del Sistema.

Esta metodología descansa en el conocimiento a un año base, de la distribución por edades y sexo de los activos. La inexistencia de esta información para el caso del Antiguo Sistema obligó a que dicha distribución se estimara residualmente de las distribuciones correspondientes en la fuerza de trabajo asegurada y en el nuevo Sistema.

El Cuadro N° 11 presenta la distribución estimada de esta manera, por edades y sexo de los asegurados activos de las Cajas de Previsión Civil, a diciembre de 1984.

De acuerdo con el Cuadro N° 11, a diciembre de 1984 había 551,7 mil activos en el Antiguo Sistema, de los cuales sólo un 22% eran mujeres. Asimismo, el Cuadro muestra que esta población de activos concentra el segmento menos joven de la fuerza laboral asegurada. En efecto, 52% de los activos hombres tenían a esa fecha más de 55 años de edad, concentrándose la mayoría entre los 50 y los 57 años. De las mujeres, además, un 54% tenía más de 52 años de edad, concentrándose la mayoría entre los 48 y los 55 años.

Finalmente, el Cuadro N° 11 supone que el número de activos menores de 35 años de edad era a diciembre 1984 no significativo.

Con la información del Cuadro N° 11 y conocidas las reglas de jubilación por vejez (64 años para los hombres y 59 para las mujeres) y el flujo promedio anual de siniestros (fallecimiento e invalidez de activos) es posible proyectar los flujos anuales de nuevos ju-

14 Esta metodología y su aplicación al Antiguo Sistema se presentan en Odeplan: Op. Cit. (1) Parte I. Con más detalle y aplicada al Nuevo Sistema, en Odeplan: Op. Cit. (2), Anexo N° 1.

Cuadro N° 11

Activos del Antiguo Sistema Según Edad y Sexo,
Estimados a Diciembre 1984
(En Números de Personas)

| Edad | Activos | | Total |
|----------|---------|---------|---------|
| | Hombres | Mujeres | |
| 35 | 676 | 303 | 979 |
| 36 | 851 | 383 | 1.234 |
| 37 | 903 | 406 | 1.309 |
| 38 | 1.015 | 457 | 1.472 |
| 39 | 1.132 | 508 | 1.640 |
| 40 | 1.284 | 524 | 1.808 |
| 41 | 1.399 | 571 | 1.970 |
| 42 | 1.505 | 615 | 2.120 |
| 43 | 1.596 | 652 | 2.248 |
| 44 | 1.674 | 684 | 2.358 |
| 45 | 5.525 | 2.482 | 8.007 |
| 46 | 9.423 | 4.233 | 13.656 |
| 47 | 13.320 | 5.984 | 19.304 |
| 48 | 17.218 | 7.736 | 24.954 |
| 49 | 21.116 | 9.487 | 30.603 |
| 50 | 23.743 | 9.698 | 33.441 |
| 51 | 25.759 | 10.521 | 36.280 |
| 52 | 27.774 | 11.345 | 39.119 |
| 53 | 26.431 | 10.795 | 37.226 |
| 54 | 25.087 | 10.247 | 35.334 |
| 55 | 27.347 | 5.302 | 32.649 |
| 56 | 25.102 | 4.863 | 29.965 |
| 57 | 22.846 | 4.434 | 27.280 |
| 58 | 20.591 | 4.004 | 24.595 |
| 59 | 18.342 | 3.569 | 21.911 |
| 60 | 20.218 | 1.169 | 21.387 |
| 61 | 19.741 | 1.123 | 20.864 |
| 62 | 19.268 | 1.072 | 20.340 |
| 63 | 18.780 | 1.036 | 19.816 |
| 64 | 18.285 | 1.008 | 19.293 |
| 65 o más | 14.738 | 3.853 | 18.591 |
| Total | 432.689 | 119.064 | 551.753 |

Fuente: Odeplan: Op. Cit. (1) Parte I, Cuadro N° 6.

bilados según causa. Esto se obtiene a través de un proceso que itera la distribución por edades y sexo de los activos con la de sus probabilidades de siniestro. Los resultados para el Antiguo Sistema se presentan en el Cuadro N° 12.¹⁵

Según el Cuadro N° 12, el stock de activos del Antiguo Sistema se extinguiría alrededor del año 2014. En efecto, durante ese año nueve de los once últimos activos del Sistema se jubilarían por vejez, mientras que los dos restantes sufrirían un siniestro.

Conocido el año en que los activos del Antiguo Sistema se terminan, queda por estimar la evolución esperada de la esperanza de vida promedio del segmento más joven de su población de pasivos para obtener un pronóstico del año en el cual los pasivos del Antiguo Sistema dejarían de existir.

El Cuadro N° 13 presenta la esperanza de vida promedio por sexo y total del flujo de nuevos jubilados durante el año 1984.

De acuerdo con el Cuadro N° 13, la esperanza de vida de una mujer del Antiguo Sistema Previsional que se jubila a los 59 años de edad es de 13,1 años. La de un hombre que se jubila a los 64 años de edad es de 10,3 años.

Si entre los jubilados durante el año 2014 se encuentra alguna mujer, y si las estimaciones del Cuadro N° 13 se suponen relativamente estables, entonces el stock de pasivos se extinguiría trece años más tarde y alrededor del año 2027 el Antiguo Sistema dejaría de existir.

De acuerdo con estas proyecciones, entonces, el "período de transición" comprendería alrededor de los próximos cuarenta años, al final de los cuales el Sistema Previsional terminaría de unificarse. Por supuesto que en la práctica dicha unificación tendría lugar en unos treinta años más, ya que a partir de entonces el número de pasivos del Antiguo Sistema no alcanzaría a los 1.400, de acuerdo al Cuadro N° 12.

B El Déficit Previsional, 1985-2015

1 Definiciones

En el Cuadro N° 5 se identificaron tres componentes del "Déficit Previsional", que en este caso mide aproximadamente el monto anual de los compromisos financieros contraídos por el Fisco con el Sistema Previsional (pensiones) Civil en su conjunto.

El primer componente es el Déficit Operacional, el cual resulta simplemente de restar a los montos anuales recaudados en cotizaciones, aquellos necesarios para cubrir las pensiones correspondientes al período. El Déficit Operacional, por supuesto, se origina exclusivamente en el Antiguo Sistema.

15 Una presentación detallada de este método y su aplicación se encuentra en Odeplan: Op. Cit. (2), Anexo N° 1.

Cuadro N° 12**Evolución Proyectada del Flujo de Nuevos Jubilados de las Cajas de Previsión Civiles, 1985 - 2015**

| Años | Vejez | Siniestro | Residuales | Total Nuevos Jub. |
|------|---------|-----------|------------|-------------------|
| 1985 | 20.490 | 22.054 | 1.745 | 44.289 |
| 1986 | 20.160 | 19.028 | 1.713 | 40.901 |
| 1987 | 19.905 | 16.716 | 1.632 | 38.386 |
| 1988 | 19.708 | 15.190 | 1.509 | 36.467 |
| 1989 | 19.584 | 13.882 | 1.518 | 34.984 |
| 1990 | 21.638 | 12.794 | 1.718 | 36.150 |
| 1991 | 22.954 | 11.937 | 1.754 | 36.645 |
| 1992 | 24.259 | 11.041 | 1.769 | 37.069 |
| 1993 | 24.441 | 10.054 | 1.695 | 36.190 |
| 1994 | 24.629 | 8.983 | 1.610 | 35.222 |
| 1995 | 22.503 | 7.809 | 1.466 | 31.778 |
| 1996 | 21.729 | 6.737 | 1.312 | 28.508 |
| 1997 | 20.448 | 5.630 | 1.160 | 27.238 |
| 1998 | 17.530 | 4.484 | 945 | 22.959 |
| 1999 | 14.705 | 3.451 | 738 | 18.849 |
| 2000 | 11.626 | 2.526 | 534 | 14.686 |
| 2001 | 9.156 | 1.742 | 407 | 11.305 |
| 2002 | 7.052 | 995 | 306 | 8.353 |
| 2003 | 4.707 | 635 | 201 | 5.543 |
| 2004 | 2.556 | 299 | 111 | 2.966 |
| 2005 | 668 | 118 | 36 | 822 |
| 2006 | 472 | 75 | 24 | 571 |
| 2007 | 288 | 42 | 15 | 345 |
| 2008 | 197 | 25 | 10 | 232 |
| 2009 | 120 | 14 | 7 | 141 |
| 2010 | 40 | 5 | 2 | 46 |
| 2011 | 20 | 3 | 1 | 24 |
| 2012 | 10 | 2 | 1 | 13 |
| 2013 | 13 | 2 | - | 15 |
| 2014 | 9 | 2 | - | 11 |
| 2015 | | | - | - |
| | 351.347 | 176.407 | 23.999 | 551.753 |

Fuente: Odeplan: Op. Cit. (1) Parte I, Cuadro N° 7.1.

Cuadro N° 13

Esperanza de Vida del Nuevo Flujo de Jubilados por Vejez,
Según Sexo
(Número de Años)

| | H | M | Total |
|------------------------|------|------|-------|
| Número de años de vida | 10,3 | 13,1 | 11,2 |

Fuente: Odeplan: Op. Cit. (1) Parte I, Anexo N° 5.

En segundo lugar, se agregan los compromisos involucrados en la liquidación del stock de Bonos de Reconocimiento. Dichos bonos son derechos de los afiliados al Nuevo Sistema trasladados del Antiguo, que se hacen efectivos en el momento de su jubilación.

Estos dos componentes del Déficit Previsional así definido son propios del Sistema de Reparto y del período de transición. Una vez unificado el Sistema de Pensiones, ambos compromisos desaparecen rápidamente.

El tercer componente del Déficit Previsional consiste en el pago de Pensiones Asistenciales, que corresponde al monto anual que dichas pensiones representan y que son cargo exclusivo del Fisco. Las Pensiones Asistenciales se originan tanto en el Antiguo como en el Nuevo Sistema Previsional ya que constituyen un subsidio independiente de la modalidad del sistema.

Existen otros beneficios previsionales tales como los que entregan los regímenes de indemnización, desahucio, cesantía y asignación familiar, aparte del régimen de salud que hemos separado explícitamente en este análisis. Estos beneficios quedan fuera de la definición de Déficit Previsional que aquí se utiliza, la cual se concentra en el Sistema de Pensiones.¹⁶

2 El Déficit Previsional, 1985-2015

El Cuadro N° 14 presenta la evolución del Déficit Previsional Civil y de sus tres componentes, proyectada para el período 1985-2015.

16 Las pensiones mínimas garantizadas por el Estado en el Nuevo Sistema constituyen sin duda un componente del Déficit Previsional ausente en estas proyecciones. Un estudio actualmente en realización muestra que dicho ítem es poco significativo en cuanto a pensiones mínimas de invalidez. Además, el financiamiento de las pensiones mínimas de vejez es poco probable que alteren significativamente el D. P. durante los próximos 15 años. Ver Odeplan: "Costo de la Garantía Estatal Contemplada en el Nuevo Sistema Previsional", Nov., 1986.

Cuadro N° 14

Proyección Déficit Sistema Previsional Civil
1985 - 2015

| (Dic.) Año | Déficit Operacional miles \$ 1985 | Liquidación Bonos de Recon. miles de \$ 1985 | Fago Pensiones Asistenciales miles de \$ 1985 | Déficit Previsional miles de \$ 1985 |
|---------------|---|--|---|--|
| 1985 | 101.561.418,83 | 7.250.269,79 | 15.558.407,00 | 124.370.095,62 |
| 1986 | 104.948.610,83 | 8.007.163,31 | 14.737.978,00 | 127.693.752,14 |
| 1987 | 107.681.864,82 | 9.260.861,84 | 14.836.118,00 | 131.778.844,66 |
| 1988 | 109.920.523,01 | 10.057.677,65 | 14.934.493,00 | 134.912.693,66 |
| 1989 | 111.781.072,82 | 10.927.795,47 | 15.032.385,00 | 137.741.253,29 |
| 1990 | 113.864.009,08 | 13.325.215,00 | 15.130.520,00 | 142.319.744,08 |
| 1991 | 116.012.488,34 | 15.670.043,65 | 15.228.655,54 | 146.911.187,53 |
| 1992 | 118.208.276,43 | 18.010.835,51 | 15.326.790,97 | 151.545.902,91 |
| 1993 | 120.162.348,66 | 20.341.077,96 | 15.424.926,40 | 155.928.353,02 |
| 1994 | 121.865.364,03 | 22.701.055,20 | 15.523.061,83 | 160.089.481,06 |
| 1995 | 122.781.291,81 | 24.469.202,02 | 15.621.197,25 | 162.871.691,08 |
| 1996 | 123.201.696,58 | 26.098.263,05 | 15.719.332,68 | 165.019.292,30 |
| 1997 | 123.146.499,32 | 27.702.724,45 | 15.817.468,11 | 166.666.691,87 |
| 1998 | 122.191.957,44 | 29.261.609,28 | 15.915.603,53 | 167.369.170,25 |
| 1999 | 120.421.495,21 | 30.770.072,74 | 16.013.738,96 | 167.205.306,91 |
| 2000 | 117.836.249,21 | 33.036.244,98 | 16.111.874,39 | 166.984.368,57 |
| 2001 | 114.651.375,87 | 34.955.040,18 | 16.210.009,81 | 165.816.425,86 |
| 2002 | 110.984.760,28 | 36.662.741,20 | 16.308.145,24 | 163.955.646,72 |
| 2003 | 106.886.113,48 | 38.107.686,24 | 16.406.280,67 | 161.400.080,39 |
| 2004 | 102.423.505,40 | 39.273.502,60 | 16.504.416,09 | 158.201.424,09 |
| 2005 | 97.705.626,92 | 40.462.727,61 | 16.602.551,52 | 154.770.906,05 |
| 2006 | 88.716.930,10 | 41.050.845,07 | 16.700.686,95 | 146.468.462,12 |
| 2007 | 84.551.202,74 | 41.119.637,13 | 17.018.000,00 | 142.688.839,87 |
| 2008 | 80.560.054,06 | 40.787.060,05 | 17.018.000,00 | 138.365.114,11 |
| 2009 | 76.739.967,14 | 40.101.875,76 | 17.018.000,00 | 133.859.842,90 |
| 2010 | 73.081.790,00 | 38.014.232,75 | 17.018.000,00 | 128.114.022,75 |
| 2011 | 69.593.774,42 | 35.227.801,57 | 17.018.000,00 | 121.839.575,99 |
| 2012 | 66.269.977,74 | 32.228.162,18 | 17.018.000,00 | 115.516.139,92 |
| 2013 | 63.105.456,86 | 29.058.958,33 | 17.018.000,00 | 109.182.415,19 |
| 2014 | 60.091.416,94 | 25.720.268,20 | 17.018.000,00 | 102.829.685,14 |
| 2015 | 57.219.013,60 | 22.210.108,61 | 17.018.000,00 | 96.447.122,21 |
| Val. Pte. | 1.852.807.289,16 | 421.147.058,20 | 278.516.743,22 | 2.552.471.090,60 |

Tasa de descuento utilizada 4% anual.

Fuente: Cuadro N° 3, Odeplan "Proyecciones del Déficit Previsional 1985-2015". Proyecciones del pago de Pensiones Asistenciales en base a cifras elaboradas gentilmente por Dipres - Ministerio de Hacienda.

El Déficit Operacional consolidado de las Cajas de Previsión Civiles que muestra la primera columna del Cuadro se reproduce de Odeplan: Op. Cit. (1), Parte I.

En este estudio se estima la evolución demográfica del Antiguo Sistema tomando como base diciembre 1984. Conocida la evolución esperada de activos y pasivos, su impacto financiero se obtiene de considerar montos anuales promedio per cápita de cotizaciones y pensiones. Entre estos últimos, las de sobrevivencia son tratadas como una proporción estable del monto anual total comprometido en el pago de pensiones.

Implicitos en esta proyección se encuentran dos supuestos básicos. En primer lugar, una tasa promedio anual de crecimiento real del PGB de un 3,2% y, en segundo, el de congelamiento a sus niveles de 1984, de los montos reales per cápita de las pensiones y cotizaciones.

Los antecedentes que se presentan en el Anexo N° 4 muestran la debilidad de este segundo supuesto. En efecto, entre diciembre 1984 y enero 1986 el monto promedio per cápita de la cotización ha seguido disminuyendo en términos reales proporcionalmente más que el de la pensión. Sin embargo, la subestimación del Déficit Operacional del Antiguo Sistema que esto pueda ocasionar, no es significativa y el sesgo tiende a desaparecer en el tiempo. Esto se debe a que el número de activos decrece rápidamente en relación al de los pasivos, por lo que el impacto de las variaciones en los montos per cápita cotizados sobre el Déficit Operacional es de poca significación.¹⁷

Además, la proyección de los montos anuales involucrados en la liquidación de Bonos de Reconocimiento de la segunda columna del Cuadro N° 14 se reproduce de Odeplan: Op. Cit. (1), Parte II.

En este estudio se realiza un seguimiento de los traslados de activos desde el Antiguo Sistema entre mayo 1981 y diciembre 1984. Considerando la definición del Bono de Reconocimiento que estipula el DL 3.500 y los antecedentes recopilados por algunas Cajas de Previsión en relación a la proporción de cotizantes sobre activos en la década de los 70, se obtiene una estimación del número total de Bonos de Reconocimiento a pagarse durante el período de transición. Bajo el supuesto que el Antiguo Sistema permanece cerrado a partir de diciembre 1984, dicho stock de bonos es de 1,07 millón de los cuales 10.908 ya habían sido liquidados a diciembre 1984.

La estimación de la distribución por edades y sexo del stock de beneficiarios de Bonos de Reconocimiento junto con la de sus probabilidades de siniestro, permite distribuir en el tiempo la liquidación de dichos bonos. Adicionalmente, la estimación de las edades de ingreso promedio al Antiguo Sistema Previsional de hombres y mujeres (22,1 años y 25,4 años, respectivamente) y el año de su traslado al Nuevo Sistema permiten inferir el número promedio de años cotizados en el Antiguo Sistema. Finalmente, la distribución estimada por edades y sexo de las rentas imponibles anuales corregidas por la densidad promedio de cotizaciones de la población de asegurados al Antiguo Sistema entre 1974 y 1980 permite asignar un valor esperado a cada Bono de Reconocimiento según la causa de su liquidación (vejez, siniestro y rezago).

En esta proyección la información disponible estuvo sujeta a un alto nivel de exigencia, debido a la necesaria desagregación que

17 El análisis de sensibilidad correspondiente y el detalle de esta proyección se encuentran en Odeplan: Op. Cit. (1); Parte I.

contempla el cálculo del valor de los Bonos de Reconocimiento. Una actualización de esta serie que introduce la información acumulada entre enero 1985 y comienzos de 1986 por la emisión de nuevos bonos, se realiza en el Instituto de Normalización Previsional. Sin embargo, no se esperan cambios importantes en la serie que aquí se presenta, aunque se cree que ella puede subestimar el monto total a pagarse entre 1985 y 1989, entre otras cosas, por los efectos de una reforma posterior a la proyección.¹⁸

Finalmente, la proyección de los pagos anuales de Pensiones Asistenciales del Cuadro N° 14 fue facilitada por la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda, y se reproduce aquí directamente. Una comparación de esta serie con el Cuadro N° 5 sugiere que se espera un estancamiento del monto real pagado en Pensiones Asistenciales a partir de 1986. Esto ocurre como consecuencia, por una parte, de la estabilización relativa del crecimiento económico del país y la consecuente declinación de los efectos de la recesión de 1982 sobre el empleo y los niveles de rentas imponibles. Por otra, esta proyección refleja el éxito esperado en los esfuerzos que actualmente se realizan por focalizar los beneficios en este subsidio, la dispersión de los cuales puede explicar una parte significativa de su crecimiento entre 1983 y 1985.

La Figura N° 3 muestra la evolución esperada del Déficit Previsional para el período 1985-2015, de la última columna del Cuadro N° 14.

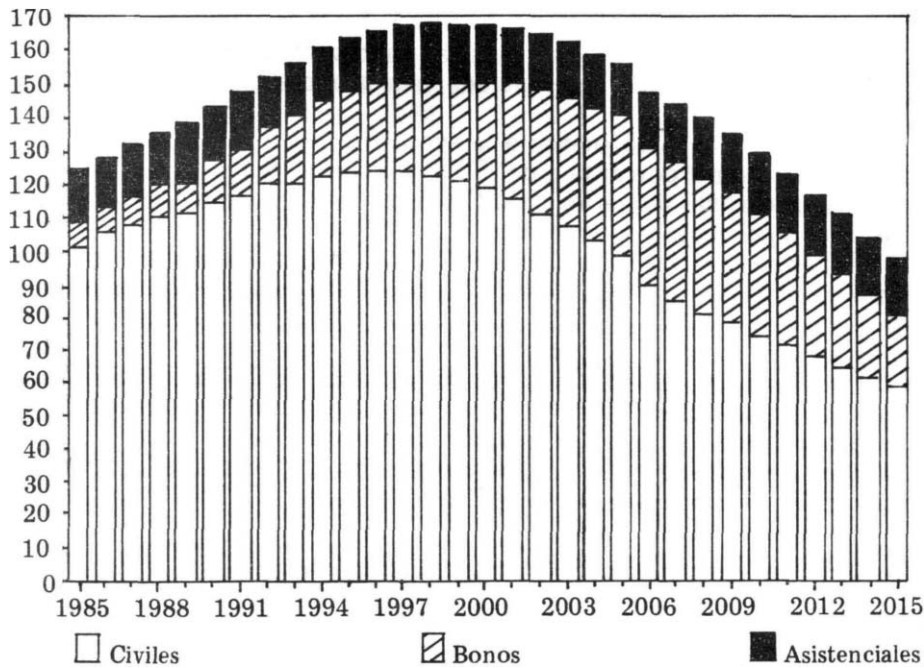
De acuerdo con el Cuadro y la Figura, el Déficit Previsional esperado para 1986 es de 127.694 millones de pesos de diciembre 1985. Dicho monto es un 2,7% más alto en términos reales que el proyectado para 1985 y un 7,2% más alto que el de 1984. De este monto total, un 82% corresponde al Déficit Operacional que genera el Antiguo Sistema, un 12% al pago de Pensiones Asistenciales y sólo un 6% al de Bonos de Reconocimiento.

Entre 1987 y 1994 el Déficit Previsional continúa creciendo rápidamente, a una tasa anual promedio de 2,9% variable. Ese último año alcanza a \$ 160.089 millones, un 25,4% más alto que el de 1986. Explican este rápido crecimiento el correspondiente al Déficit Operacional (16% en esos ocho años) y la liquidación de Bonos de Reconocimiento, cuyo monto esperado prácticamente se triplica durante el período, alcanzando en 1994 a \$ 22.701 millones.

Entre 1994 y 1998 el Déficit Previsional continúa creciendo, pero lo hace a tasas decrecientes. Este último año alcanza su máximo de \$ 167.369 millones, sólo un 4,6% mayor que el nivel alcanzado cuatro años antes. La composición del Déficit Previsional, sin embargo, ha cambiado significativamente en estos años. En efecto,

18 Se refiere al Proyecto de Ley que modifica el DL 3.500, el cual aumenta significativamente las esperanzas de vida al jubilarse, uno de los parámetros que considera el cálculo del valor de los Bonos de Reconocimiento.

Figura N° 3
Déficit Previsional
1985 - 2015



durante 1998 un 73% corresponde a Déficit Operacional, el cual está disminuyendo desde 1996 en que alcanzó su máximo de \$ 123.202 millones. Un 17,5% corresponde a la liquidación de Bonos de Reconocimiento y el 9,5% restante al pago de Pensiones Asistenciales.

Finalmente, de acuerdo a estas proyecciones, a partir de 1999, el Déficit Previsional disminuye aunque lentamente al principio como consecuencia de la prolongación del crecimiento del monto involucrado en el pago de bonos. Dicho monto alcanza su máximo de \$ 41.120 millones durante el año 2007 alrededor del cual alcanza a un 29% del Déficit Previsional. A partir de ese último año, el Déficit Previsional disminuye rápidamente a una tasa anual promedio de alrededor de 4,8% y creciente.

Durante el último año de la proyección, que coincide con la extinción del stock de activos del Sistema Antiguo, el Déficit Previsional alcanza a los \$ 96.447 millones, un nivel similar al del año 1982. De éste alrededor de un 59% corresponde al Déficit Operacional, un 23% a los Bonos de Reconocimiento y un 18% a las Pensiones Asistenciales.

De esta manera, la evolución esperada del Déficit Previsional

para los próximos treinta años hace sobresalir la importancia que tienen los primeros años del período de transición para la consolidación del Nuevo Sistema y su unificación futura. En efecto, ella muestra que el Déficit Previsional alcanza un máximo, cuyo monto es alrededor de un 35% mayor que el Déficit soportado en 1985 y que dicho máximo se alcanzaría en alrededor de diez años más. Adicionalmente, la proyección muestra un rápido decrecimiento del Déficit Previsional una vez superada esta primera etapa difícil de la transición.

El Cuadro N° 15 presenta la evolución proyectada del Déficit Previsional como porcentaje del PGB y alternativamente, la tasa de crecimiento anual requerida del PGB entre 1985 y el año 2015, para que dicho porcentaje se mantenga a su nivel de 1985.

Como muestra el Cuadro, en 1985 el Déficit Previsional representa un 5,03% del PGB. Si el PGB crece a una tasa anual promedio de 3,2% entre 1986 y el año 2015, esta proporción resultará siempre decreciente para el período. En efecto, la cuarta columna del Cuadro muestra una disminución sistemática de la razón Déficit/PGB, aunque lenta en los primeros diez años. A partir del año 1996 aproximadamente, esta proporción comienza a caer a tasas crecientes, alcanzando a fines de la proyección a 1,5% del PGB, un nivel similar al que representara el Déficit Previsional Civil a comienzos de la Reforma de 1980.

Alternativamente, la última columna del Cuadro N° 15 muestra la tasa anual de crecimiento del PGB requerida para que se mantenga la proporción que representó el Déficit Previsional en 1985.

De acuerdo con el Cuadro, entre 1986 y 1994 el PGB tendría que crecer a una tasa anual promedio de 2,8% con una mínima de 2,1% en 1989 y una máxima de 3,3% en 1990. Claro que este análisis subestima las tasas anuales de crecimiento del PGB requerido, por cuanto no considera el efecto procíclico que tienen estas menores tasas sobre el Déficit Previsional. Sin embargo, como lo muestra claramente la Figura N° 4, la proyección deja un amplio margen de libertad para el efecto mencionado, sin alterar la conclusión básica que ella sugiere.

En efecto, de acuerdo con la Figura la tasa anual de crecimiento del PGB requerida para que la proporción que representa el Déficit Previsional no exceda un 5,03% se acerca a la esperada (3,2% anual) durante los próximos ocho años del período de transición. A partir de entonces el margen se amplía a tasas crecientes, dejando de constituir el crecimiento un requisito desde alrededor del año 1998.

Concluimos entonces que la probabilidad de que aumente la proporción que representa el Déficit Previsional del PGB más allá de la soportada en 1985 es baja. Si ello ocurre, no constituirá una tendencia persistente, sino que será consecuencia de una caída inesperada del PGB, dentro de los próximos seis a siete años. A partir de entonces, la probabilidad mencionada es prácticamente nula.

Cuadro N° 15

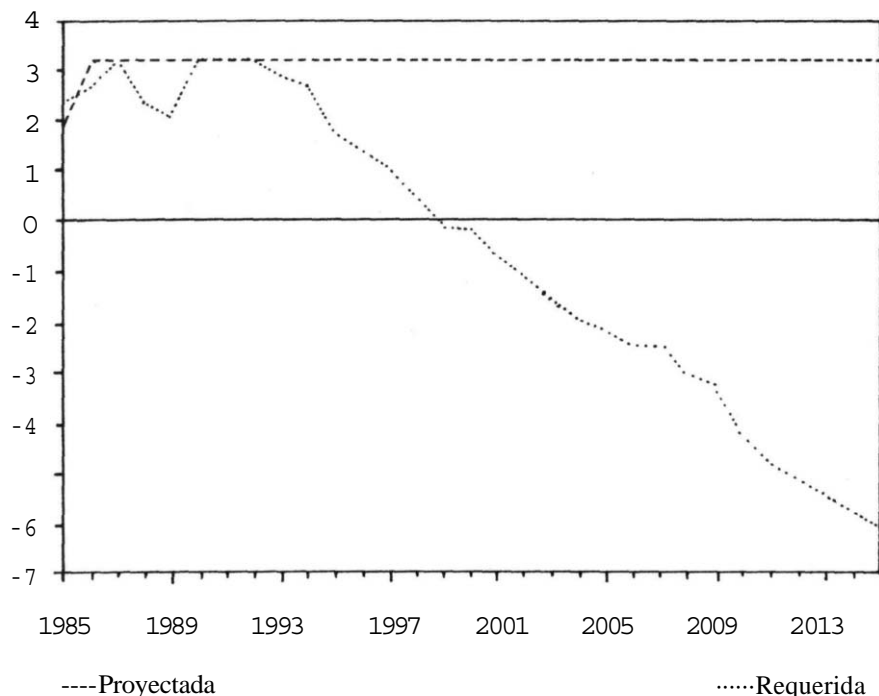
Monto Relativo del Déficit Previsional 1985 - 2015

| (Prom.) Año | Déficit Previsional mills. \$ 1985 | Como % del PGB | | % de Crecimiento PGB | |
|----------------|--|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|
| | | PGB mills, de \$ 1985 | Como Prop. del PGB en % | PGB Requerido mills. \$ 1985 | % PGB Requerido 5,03% fijo |
| 1985 | 129,718 | 2.576,600 | 5.03 | 2.576,600 | 2,41 |
| 1986 | 133,185 | 2.659,051 | 5.01 | 2.645,457 | 2,67 |
| 1987 | 137,445 | 2.744,141 | 5.01 | 2.730,089 | 3,20 |
| 1988 | 140,714 | 2.831,953 | 4.97 | 2.795,013 | 2,38 |
| 1989 | 143,664 | 2.922,576 | 4.92 | 2.853,613 | 2,10 |
| 1990 | 148,439 | 3.016,098 | 4.92 | 2.948,466 | 3,32 |
| 1991 | 153,228 | 3.112,613 | 4.92 | 3.043,588 | 3,23 |
| 1992 | 158,062 | 3.212,217 | 4.92 | 3.139,607 | 3,15 |
| 1993 | 162,633 | 3.315,008 | 4.91 | 3.230,399 | 2,89 |
| 1994 | 166,973 | 3.421,088 | 4.88 | 3.316,606 | 2,67 |
| 1995 | 169,875 | 3.530,563 | 4.81 | 3.374,245 | 1,74 |
| 1996 | 172,115 | 3.643,541 | 4.72 | 3.418,737 | 1,32 |
| 1997 | 173,833 | 3.760,134 | 4.62 | 3.452,867 | 1,00 |
| 1998 | 174,566 | 3.880,459 | 4.50 | 3.467,420 | 0,42 |
| 1999 | 174,395 | 4.004,633 | 4.35 | 3.464,026 | -0,10 |
| 2000 | 174,165 | 4.132,782 | 4.21 | 3.459,448 | -0,13 |
| 2001 | 172,947 | 4.265,031 | 4.05 | 3.435,252 | -0,70 |
| 2002 | 171,006 | 4.401,512 | 3.89 | 3.396,702 | -1,12 |
| 2003 | 168,340 | 4.542,360 | 3.71 | 3.343,758 | -1,56 |
| 2004 | 165,004 | 4.687,716 | 3.52 | 3.277,490 | -1,98 |
| 2005 | 161,426 | 4.837,722 | 3.34 | 3.206,420 | -2,17 |
| 2006 | 152,767 | 4.992,530 | 3.06 | 3.034,416 | -5,36 |
| 2007 | 148,824 | 5.152,291 | 2.89 | 2.956,113 | -2,58 |
| 2008 | 144,315 | 5.317,164 | 2.71 | 2.866,538 | -3,03 |
| 2009 | 139,616 | 5.487,313 | 2.54 | 2.773,201 | -3,26 |
| 2010 | 133,623 | 5.662,907 | 2.36 | 2.654,164 | -4,29 |
| 2011 | 127,079 | 5.844,120 | 2.17 | 2.524,175 | -4,90 |
| 2012 | 120,483 | 6.031,132 | 2.00 | 2.393,171 | -5,19 |
| 2013 | 113,877 | 6.224,128 | 1.83 | 2.261,954 | -5,48 |
| 2014 | 107,251 | 6.423,300 | 1.67 | 2.130,343 | -5,82 |
| 2015 | 100,594 | 6.628,846 | 1.52 | 1.998,114 | -6,21 |

Fuente: Banco Central, "Boletín Mensual" varios números. Crecimiento o/o PGB 1985: 2,41 % Crecimiento o/o PGB Proyectado, 1986 - 2015, 3 %

Nota: La serie del Déficit Previsional del Cuadro N° 14 ha sido llevada a pesos promedio del año 1985, en el presente Cuadro.

Figura N° 4
 Tasas de Crecimiento del PGB
 Proyectada v/s Requerida
 Para Mantener 5.03%



Esta conclusión presume, sin embargo, que el conjunto de supuestos básicos en que se sostiene la proyección permanece relativamente estable durante el período. De éstos especialmente importante es el congelamiento de la pensión promedio que entrega el Antiguo Sistema, a un nivel real similar al de diciembre 1984 y la estabilidad de las reglas institucionales que regulan la jubilación en ese Sistema. Alteraciones significativas en estos supuestos pueden ocasionar un incremento persistente de la proporción del PGB que representa el Déficit Previsional durante los próximos seis a siete años. En todo caso, ni estas alteraciones invalidarían la conclusión de más largo plazo que se desprende de la proyección.

De esta manera, encontramos que el Cuadro futuro que presenta el Déficit Previsional es menos desolador que el de sus anteceden-

tes acumulados durante los primeros seis años de vida del Nuevo Sistema.

Sin embargo, hay aspectos cualitativos y cuantitativos del financiamiento del Déficit Previsional que por quedar fuera de la definición utilizada hasta ahora, no son considerados en la proyección analizada.

En primer lugar, la parte de dicho Déficit que es financiada con endeudamiento interno conlleva un costo financiero que debe, en vigor, agregarse.

Adicionalmente, dicha forma de financiamiento, especialmente durante los próximos años, puede menoscabar directamente la consolidación del Nuevo Sistema Previsional y ocasionar un quiebre delicado en el desarrollo armónico de este Sistema y el del Sistema Financiero Nacional. Esto resulta cierto si, como consecuencia de la profunda crisis del Sistema Financiero, el nivel de endeudamiento público ha alcanzado niveles importantes y si, como muestran antecedentes analizados anteriormente, el rápido crecimiento del Fondo de Pensiones exige una ampliación del espectro de alternativas de inversión que puede alterar las condiciones del mercado de la Banca Comercial, la cual se encuentra durante estos primeros años de transición en un proceso de rápida capitalización que castiga necesariamente su eficiencia.

C Financiando el Déficit Previsional

1 El Déficit Previsional Líquido

El Déficit Previsional, como lo hemos definido hasta ahora, constituye una medida aproximada de los compromisos financieros anuales que ha contraído el Estado con el Sistema Previsional (pensiones) Civil.

Habiendo analizado el número de años que tomará dicho déficit en estabilizarse y su comportamiento esperado durante el "período de transición", buscamos ahora evaluar la capacidad del Estado para financiarlo, sin comprometer los equilibrios macroeconómicos básicos ni la consolidación del Nuevo Sistema.

Por simplicidad, y dejando todo lo demás constante, nos concentramos en las transacciones que tienen lugar entre el Estado y el Sistema Previsional en su conjunto. Para ello, ampliamos la definición de Déficit Previsional de manera que contemple la restricción de liquidez que actualmente impone al Fisco su financiamiento.

Por lo tanto, el Déficit Previsional Líquido resulta del Déficit Previsional antes definido, neto de los recursos que anualmente libera el Nuevo Sistema al Fisco y más el servicio que éste paga anualmente por dicha deuda.¹⁹

19 Con estricto rigor, el Déficit Previsional Líquido son las necesidades efectivas de egresos con cargo al Fisco.

Cuadro N° 16

Títulos de Deuda de la Tesorería y del Banco Central como
Porcentaje del Total de Colocaciones del Fondo
(\$ Mill. Dic. 1985)

| (Dic.) Año | Títulos Fisco | Títulos Banco Central | Total Colocaciones | Deuda Públ. Total Coloc. | Deuda Fiscal Total Colocaciones |
|---------------|------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| 1981 | 141 | 7.061,0 | 32.419,3 | 22% | 0,4% |
| 1982 | 12.876 | 7.374,5 | 85.156,3 | 24% | 15,1% |
| 1983 | 46.025 | 26.322,2 | 154.654,3 | 47% | 29,7% |
| 1984 | 52.574 | 33.936,5 | 204.807,0 | 42% | 25,6% |
| 1985 | 62.646 | 57.432,3 | 281.807,0 | 43% | 22,3% |

Fuentes: BEM - AFP, N° 7, 19, 31, 41 y 53.

El Cuadro N° 16 presenta el detalle de los montos de los recursos del Fondo de Pensiones invertidos en instrumentos de deuda de la Tesorería y del Banco Central, durante el período 1981-1985.

Como muestra el Cuadro, la proporción de la cartera del Fondo en instrumentos de deuda pública (Treasurería y Banco Central) se encontraba estable en alrededor de un 23% durante 1981 y 1982. En el año 1983 dicha proporción prácticamente se duplica para alcanzar a fines de ese año a un 47% del total de colocaciones del Fondo de Pensiones. A partir de entonces, la proporción de deuda pública en la cartera del Fondo se estabiliza en alrededor de un 48% del total de colocaciones. Durante estos dos últimos años, sin embargo, la proporción de deuda fiscal (títulos de la Tesorería) disminuye significativamente desde cerca del 30% alcanzado en 1983 a alrededor de un 22% a fines de 1985. Este efecto se ha visto compensado por el acelerado crecimiento de las colocaciones en títulos del Banco Central, el cual sigue la tendencia adquirida con la crisis bancaria desde enero de 1983.

Dado que el Banco Central es constitucionalmente un ente autónomo y que sus intervenciones en el mercado abierto responden esencialmente a políticas monetarias, suponemos que los recursos del Fondo por él recaudados no están disponibles al Fisco para financiar con ellos partes del Déficit Previsional que enfrenta. De esta manera, los ingresos al Fisco que anualmente aportan las colocaciones de deuda pública, son solamente aquellos provenientes de sus propias colocaciones.

El Cuadro N° 17 presenta el monto total del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema invertido en papeles de deuda fiscal, los ingresos anuales que dichas colocaciones han aportado al Fisco y el servicio pagado aproximadamente por esta deuda durante el período 1981-1985.

Cuadro N° 17

Colocaciones de Deuda Fiscal, su Variación Anual y
Servicio al Fondo de Pensiones
(Millones de \$ de Dic. de 1985)

| (Dic.) Año | Colocaciones Deuda Fiscal | Variación Anual de las Coloc. | Servicio Deuda Fondo de Pens. | Tasa Interés Anual Efectiva |
|---------------|------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|
| 1981 | 141 | 141 | 17 | 12,04 |
| 1982 | 12.876 | 12.735 | 2.928 | 16,61 |
| 1983 | 46.025 | 33.149 | 5.728 | 10,02 |
| 1984 | 52.574 | 6.549 | 3.415 | 7,66 |
| 1985 | 62.646 | 10.072 | 3.524 | 7,21 |

Fuente: Cuadro N° 16 y "Síntesis Económica y Financiera": Banco Central de Chile, febrero 1986.

Nota: El servicio de la deuda se calculó a partir de las tasas promedios anuales acumuladas en interés efectivas pagadas en operaciones de 1 a 5 años de la última columna del Cuadro, sobre el total colocado.

Como muestra el Cuadro, el Nuevo Sistema Previsional ha liberado recursos al Estado en montos anuales variables pero siempre significativos. Bajo el supuesto implícito en la definición de Déficit Previsional Líquido, el Cuadro N° 18 muestra el Déficit Previsional, el monto neto de los flujos anuales que libera el Sistema y el Déficit Previsional Líquido que resulta.

El Déficit Previsional Líquido representa una medida aproximada de las restricciones de liquidez que anualmente impone al Fisco el financiamiento del Déficit Previsional. Como se observa de la comparación de una y otra medida del Déficit en el Cuadro, el Déficit Líquido es inferior al Previsional durante el período 1981-1985.

Además, el Cuadro muestra que como consecuencia de la inestabilidad característica de las variaciones anuales del Fondo de Pensiones, el Déficit Líquido soportado en 1984 alcanzó a los \$ 115.940 millones, sólo alrededor de \$ 1.800 millones menos que el de 1985. Esto ocurrió a pesar de que el Déficit Previsional en 1985 resultara ser alrededor de \$ 5.290 millones superior al de 1984.

Sin duda que el Déficit Previsional Líquido está lejos de ser una medida exacta de las restricciones de liquidez que impone al Fisco el financiamiento de la Previsión. Sin embargo, tiene el mérito de indicar fluctuaciones en dichas restricciones si las tasas de crecimiento de otros ingresos y gastos fiscales se mantienen relativamente estables y de facilitar al mismo tiempo el análisis del riesgo cualitativo que impone al Nuevo Sistema el financiamiento del Déficit Previsional por esta vía del endeudamiento interno.

Este último aspecto se hace evidente al considerar qué pasaría

Cuadro N° 18

Déficit Previsional Líquido, 1981 - 1985
(Millones de \$ de Diciembre de 1985)

| (Dic.) Año | Déficit Previsional 1 | Ingresos Anuales Netos de la Previsión 2 | Déficit Previsional Líquido 1 - 2 |
|---------------|-----------------------------|--|---|
| 1981 | 41.959 | 124 | 41.835 |
| 1982 | 94.886 | 9.807 | 85.079 |
| 1983 | 108.684 | 27.421 | 81.263 |
| 1984 | 119.074 | 3.134 | 115.940 |
| 1985 | 124.370 | 6.548 | 117.822 |

Fuente: Cuadros N° 4 y N° 14.

Nota: Los ingresos anuales netos de la Previsión resultan de restar a las variaciones anuales de las colocaciones en deuda fiscal el servicio de la deuda correspondiente.

si la totalidad de la cartera de Inversiones del Fondo terminara consistiendo en instrumentos públicos. Es fácil ver que en ese caso las características más sobresalientes del Nuevo Sistema Previsional Unificado desaparecen, haciéndose permanentes algunas que son propias del período de transición. En esas circunstancias, el Sistema adquiere una forma más compleja de Reparto, en la que el Estado juega definitivamente el papel principal.

Resulta pues de interés proyectar la evolución futura del Déficit Previsional Líquido comparando su comportamiento con el del Déficit Previsional y analizando distintos escenarios en los que varía la proporción de la cartera invertida en instrumentos de deuda pública.

Para obtener una estimación de los ingresos netos que anualmente libera el Nuevo Sistema de Pensiones al Estado, es necesaria una proyección de la evolución futura del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema.

Como hemos visto, la variación anual del Patrimonio del Fondo de Pensiones depende críticamente del comportamiento esperado de las tasas reales de interés de corto plazo y de la tasa de crecimiento del PGB.

La imposibilidad de proyectar con un nivel aceptable de confianza el comportamiento de dichas tasas, hace de cualquier proyección del Fondo de Pensiones poco más que un ejercicio especulativo. La evolución futura de las cotizaciones recaudadas y del pago de pensiones, así como en menor medida el monto de las comisiones devengadas, puede ser proyectada con una base más sólida. Sin embargo, la incertidumbre que rodea la proporción de jubilaciones que tendrá lugar bajo cada una de las modalidades que contempla el

Nuevo Sistema (Retiro Programado v/s Renta Vitalicia) hace insegura incluso la proyección de este aspecto más predecible de la evolución del Nuevo Sistema en el futuro.

En todo caso, el impacto fuerte y creciente que tiene la revalorización del Fondo sobre el nivel de su Patrimonio hace incompleta una proyección de su evolución que no considere fluctuaciones de dicho ítem.

Además, la importancia de tener una noción de la evolución futura del Fondo, aunque sea con un amplio margen de variación, y la necesidad ineludible de contar con dicha proyección para estimar el comportamiento futuro del Déficit Previsional Líquido motivaron el estudio: Odeplan: "Proyecciones del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema Previsional, 1986-2016" (Odeplan: Op. Cit. (2)).

2 Proyectando la Evolución del Fondo de Pensiones

A continuación reproducimos una proyección del Fondo de Pensiones que considera un escenario intermedio y que contempla fuertes variaciones cíclicas de los crecimientos anuales proyectados del Patrimonio del Fondo de Pensiones.

En esta proyección, el valor de la cartera de inversiones del Fondo de Pensiones varía con los niveles de la tasa de interés Libo, con la tasa de crecimiento del PGB y la tasa anual de inflación esperados. Ella considera cuatro tipos de instrumentos de inversión (Seriados Estatales, Seriados Financieros, Únicos Estatales y Únicos Financieros), de manera que sus rentabilidades y la composición del portafolio determinan la rentabilidad promedio anual de la cartera de Inversiones del Fondo. Dicha rentabilidad contempla cambios en precios relativos, lo que hace fuertemente variable (cíclico) el ítem "revalorización" del Fondo. Esta partida explica un 36% de los aumentos patrimoniales del Fondo en 1986, y crece en ciclos (23% en 1990) hasta alcanzar a explicar un 73% de dichos aumentos en el año 2016 en que finaliza la proyección.

Asimismo, la proyección comprende la estimación de la evolución demográfica completa del Nuevo Sistema Previsional. En base a esta estimación proyecta los ítemes de "abonos cotizaciones" y "pago de pensiones", entre las partidas de aumentos y disminuciones anuales del Patrimonio del Fondo, respectivamente. Aquí la proyección supone que la proporción de jubilaciones bajo la modalidad de Retiro Programado y Renta Vitalicia se mantiene a los niveles de 1985. Un cambio en este supuesto puede alterar en forma significativa y creciente en el tiempo la evolución esperada del Fondo de Pensiones.

La proyección también considera la evolución esperada de las "Comisiones Devengadas" y de los "traspasos de las Cías, de Seguros", entre las disminuciones anuales del Patrimonio del Fondo.

En el primer caso, el modelo supone las comisiones como una proporción del monto total de los flujos de fondos (recaudación de

cotizaciones y pago de pensiones) que las AFP administran cada año. Dicha especificación supone que la estructura de comisiones se ajustaría en el corto plazo para reflejar el comportamiento de los costos de operación. Adicionalmente la proyección supone que dicha proporción decrece durante los primeros años, desde un 8% de los flujos totales de fondos en 1986 hasta estabilizarse en un 4% de dichos flujos a partir de 1993. Esto busca reflejar los efectos del creciente aprovechamiento de las economías de escala, de los avances tecnológicos involucrados en la operación de las AFP y de la competencia entre ellas.

En el caso de los traspasos a las Cías. de Seguros, ellas son función en el modelo de proyecciones, de los flujos anuales de siniestros que se producen entre los afiliados activos del Sistema (fallecimientos e invalidez) y de la evolución en el tiempo del saldo acumulado promedio de las cuentas individuales. Dada la estructura de edades y sexo de la población activa del Nuevo Sistema a diciembre 1985, el ítem "Traspasos a las Cías. de Seguros" crece con el tamaño del Fondo, alcanzando a explicar entre 1987 y 1994 alrededor de un 50% de las disminuciones anuales del Patrimonio del Fondo. Más adelante este ítem iría dejando lugar al "pago de pensiones", las que de un 15% en 1986 pasaría a explicar un 40% de las disminuciones de Patrimonio en el año 2000.

Finalmente, la proyección considera la liquidación de los Bonos de Reconocimiento tomada de Odeplan: Op. Cit. (1), Parte II, y el ítem "otras disminuciones patrimoniales", completando así la ecuación de las variaciones anuales netas del patrimonio real del Fondo, valorado a precios de mercado.

El escenario de la proyección que reproducimos aquí es menos optimista que el asumido en Odeplan: Op. Cit. (2), en lo que respecta a la tasa de crecimiento anual del PGB. En este caso supone una tasa de inflación estable de 25% anual promedio para todo el período y una tasa anual Libo que cae rápidamente desde un 7,5% promedio en 1986 hasta estabilizarse en un 3% a partir de 1990. A diferencia del estudio citado, este escenario supone una tasa anual de crecimiento del PGB de 3% promedio, estable para todo el período 1986-2015.

El Cuadro N° 19 presenta la evolución histórica del Patrimonio del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema entre 1981 y 1985 (a diciembre de cada año), y la proyectada para el período 1986-2015.

De acuerdo a esta proyección, el Fondo de Pensiones crece a tasas variables durante todo el período 1986-2015. La evolución del nivel del Fondo de Pensiones del Cuadro se muestra gráficamente en la Figura N° 5.

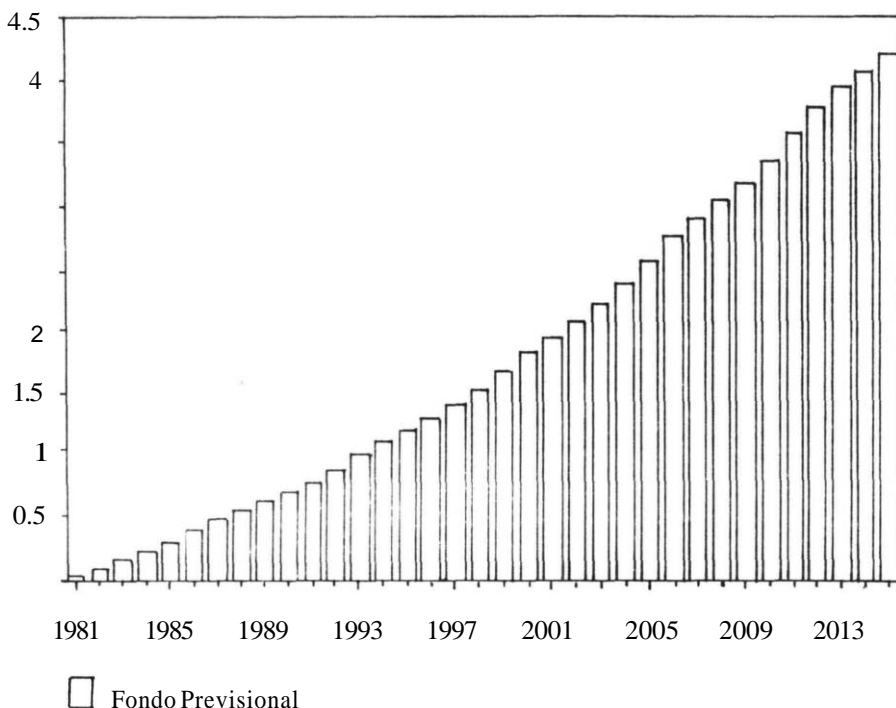
Según el Cuadro y la Figura N° 5, a diciembre 1986 el Fondo de Pensiones alcanzaría a los \$ 363.350 millones, un 30% mayor que a diciembre 1985. A fines de la década, el Fondo de Pensiones

Cuadro N° 19
Fondo de Pensiones y su Variación Anual
Período 1981-2015
(Millones de \$ de Dic. 1985)

| (Dic.) Año | Proyección Patrimonio Promedio Esperado | Variación Patrimonial Promedio |
|---------------|--|-----------------------------------|
| 1981 | 27.349 | 27.349 |
| 1982 | 85.266 | 57.917 |
| 1983 | 151.352 | 66.086 |
| 1984 | 200.766 | 49.414 |
| 1985 | 278.490 | 77.724 |
| 1986 | 363.350 | 84.860 |
| 1987 | 444.081 | 80.731 |
| 1988 | 519.881 | 75.800 |
| 1989 | 592.239 | 72.358 |
| 1990 | 665.440 | 73.201 |
| 1991 | 745.555 | 80.115 |
| 1992 | 840.020 | 94.465 |
| 1993 | 949.047 | 109.027 |
| 1994 | 1.059.579 | 110.532 |
| 1995 | 1.161.622 | 102.043 |
| 1996 | 1.260.048 | 98.426 |
| 1997 | 1.366.934 | 106.886 |
| 1998 | 1.495.617 | 128.683 |
| 1999 | 1.645.493 | 149.876 |
| 2000 | 1.793.119 | 147.627 |
| 2001 | 1.922.690 | 129.571 |
| 2002 | 2.043.311 | 120.621 |
| 2003 | 2.174.909 | 131.598 |
| 2004 | 2.338.118 | 163.209 |
| 2005 | 2.531.066 | 192.948 |
| 2006 | 2.715.039 | 183.972 |
| 2007 | 2.866.342 | 151.303 |
| 2008 | 2.999.723 | 133.381 |
| 2009 | 3.145.094 | 145.371 |
| 2010 | 3.331.065 | 185.971 |
| 2011 | 3.553.048 | 221.983 |
| 2012 | 3.756.172 | 203.124 |
| 2013 | 3.908.562 | 152.390 |
| 2014 | 4.031.951 | 123.389 |
| 2015 | 4.167.459 | 135.508 |

Fuente: Odeplan: Op. Cit. (2), con un PGB de 3,0% anual entre 1986 y 2015.

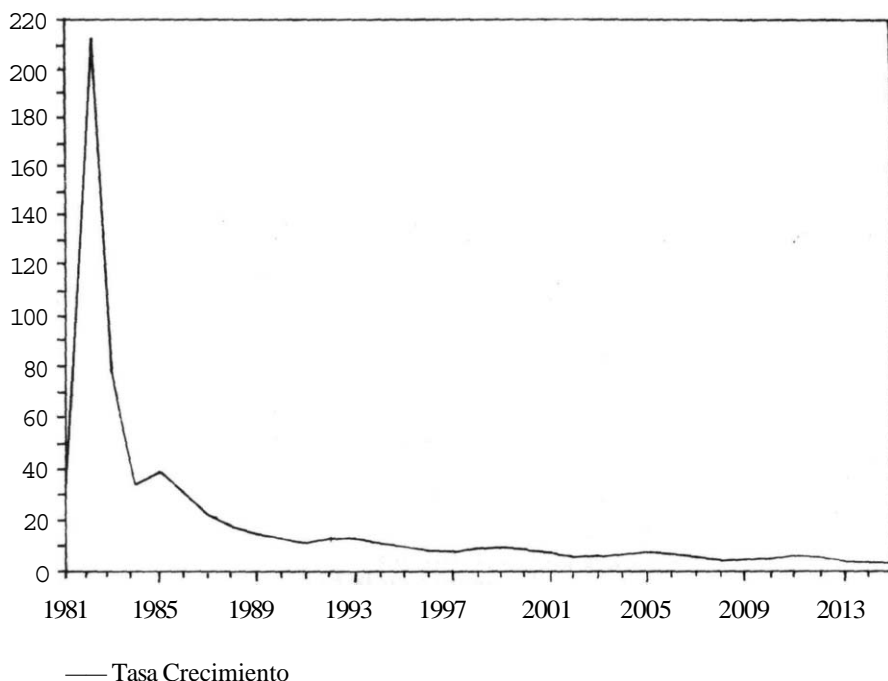
Figura N° 5
Fondo de Pensiones DL 3500
1986 - 2015



sería de alrededor de \$ 665.440 millones, unos US\$ 3.400 al cambio de diciembre 1985. Estos niveles implican una desaceleración creciente del crecimiento anual del Fondo, respecto de sus tasas históricas. En efecto, la Figura N° 6 muestra la evolución de las tasas de crecimiento anuales históricas y proyectadas del Fondo de Pensiones, corroborando esta observación.

Como muestra la Figura N° 6, entre 1981 y 1985 el Fondo de Pensiones creció a una tasa de 35% anual promedio, decreciente. La tasa proyectada para el período 1986-1990 es de sólo 19%, también decreciente. A partir de 1990, la tasa de crecimiento del Fondo cae lentamente y en forma variable, desde alrededor de un 10% promedio durante la década 1991-2000, hasta un 3% promedio durante los últimos años de la proyección.

Figura N° 6
Tasas Anuales Crecimiento Fondo



Este comportamiento de la tasa anual de crecimiento del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema constituye un antecedente importante, porque sugiere que el Fondo alcanzará su máximo alrededor de los mismos años en los que el Sistema de Pensiones en Chile completaría su unificación. Resulta, por lo tanto, de interés analizar las causas de dicho comportamiento, las cuales pueden agruparse en tres tipos, porque son de diferente naturaleza.

En primer lugar, las altas tasas de crecimiento del Fondo durante el período 1981-1984 son naturalmente un reflejo de la extraordinaria expansión que experimentó en esos años el stock de cotizantes del Nuevo Sistema como consecuencia del traslado masivo de asegurados desde el Antiguo Sistema.

En segundo lugar, durante este período y hasta alrededor del año 1989 según la proyección, las tasas de interés internacionales y

domésticas caen desde sus niveles extraordinariamente altos alcanzados a fines de 1981.²⁰

El año 1984 es la excepción que, en el caso de las tasas domésticas, confirma esta observación. Como hemos visto, el interés real que devengan los títulos de deuda en esta época refleja los niveles del costo del crédito. A esto se suman las caídas de las tasas reales de interés de corto plazo (con la excepción de la segunda mitad del año 1984), que producen un aumento inmediato en el valor de mercado de dichas inversiones de renta fija.

Finalmente, el comportamiento de la tasa de crecimiento del Fondo en el más largo plazo (1990 en adelante), comienza a ser un reflejo de la evolución de la estructura de edades y sexo de la población activa del Nuevo Sistema, la cual se acerca a la estructura de la fuerza laboral. A medida que esto ocurre, el peso creciente del stock de pasivos comienza a compensar el crecimiento secular del stock de activos y la revalorización del Fondo, llevando a este último hacia un nivel de equilibrio.

3 Proyectando el Déficit Previsional Líquido

La última columna del Cuadro N° 19 presenta la evolución histórica y proyectada de las variaciones anuales que experimenta el Patrimonio del Fondo durante el período 1981-2015.

Dichas variaciones se muestran gráficamente en la Figura N° 7.

De acuerdo con el Cuadro y la Figura, las variaciones anuales del Fondo de Pensiones alcanzan niveles cada vez más altos y variables. Ello se presenta más claramente en la Figura N° 7 por la curva que representa el promedio móvil a cinco años de los niveles alcanzados por estas variaciones.

Este comportamiento resulta del impacto que tiene la revalorización del Fondo en sus incrementos anuales netos, y la acentuación de los ciclos refleja cómo dicho impacto crece naturalmente con el tamaño del Fondo.

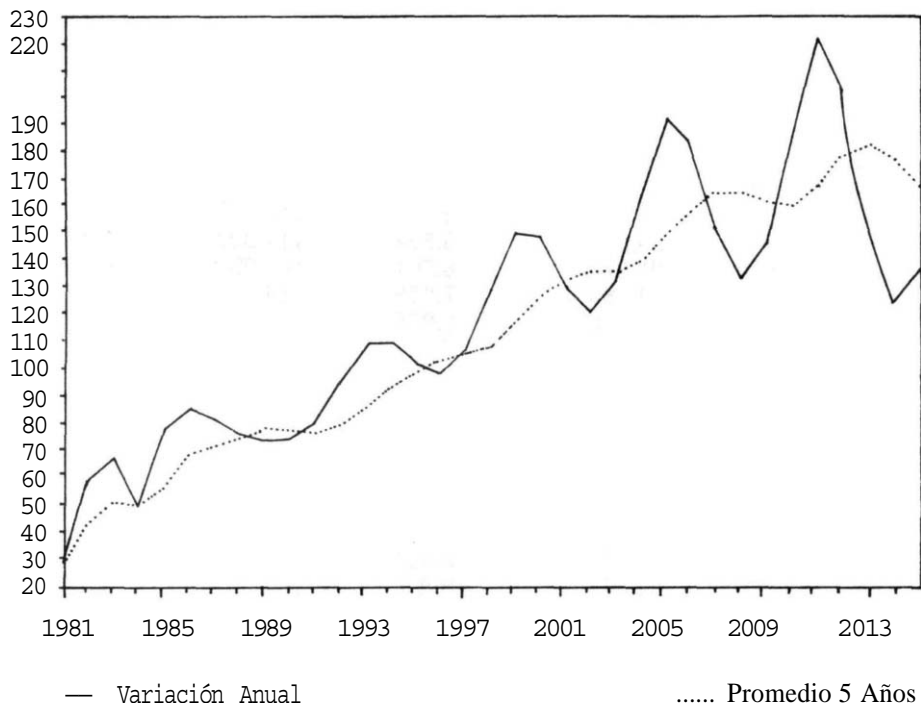
Finalmente, la segunda curva del gráfico muestra que los montos promedio de los aumentos anuales del Fondo tienden a crecer cada vez más lentamente durante la última década proyectada. Esto no es más que un reflejo del comportamiento ya analizado de las tasas anuales de crecimiento del Fondo de Pensiones.

A partir del Cuadro N° 19, el Cuadro N° 20 presenta la evolución histórica del Déficit Previsional Líquido y la proyectada para el período 1986-2015.

La proyección del Déficit Previsional Líquido en la penúltima columna del Cuadro N° 20 supone que el porcentaje de la Cartera

20 La tasa Libo alcanzó a 18,9% y la Prime a 20,5% en agosto de 1981. Ellas alcanzan un 8,1% y un 9,5% a diciembre 1985. Además, la tasa de interés doméstica real cobrada en operaciones de corto plazo (anual prom. acumulado), cae desde un 44,6% en 1981 a un 23,3% en 1985.

Figura N° 7
Variaciones Anuales del Fondo
1981 - 2015



de Inversiones del Fondo invertido en deuda fiscal permanece estable en un 25% a lo largo del período 1986-2015. Ello implica que las amortizaciones (con una maduración promedio de 6 años) y los intereses (de acuerdo a la última columna del Cuadro N° 20) se liquidan en efectivo a sus fechas de vencimiento. Esto, a su vez, implica que la proporción libre de recursos financieros que obtiene el Fisco anualmente de sus nuevas colocaciones en la Cartera del Fondo es decreciente y que eventualmente se haría negativa.

La Figura N° 8 muestra gráficamente esta proyección del Déficit Previsional Líquido y compara su trayectoria con la del Déficit Previsional.

Como muestran el Cuadro y la Figura, la liberación de recursos

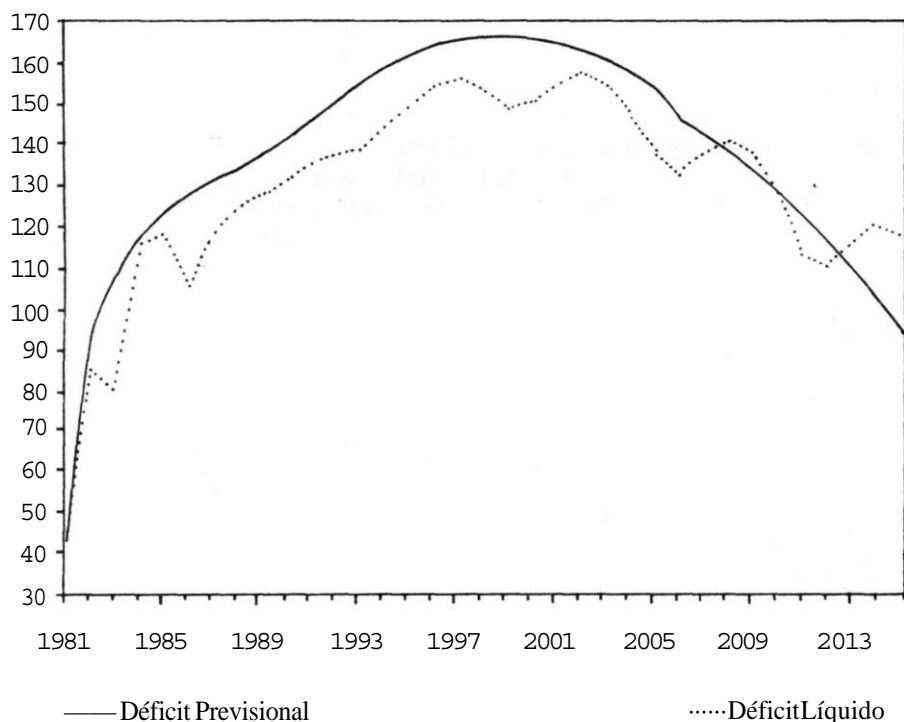
Cuadro N° 20

Déficit Previsional v/s Déficit Líquido
(Millones de \$ de Dic. 1985)

| Año | Déficit Previ- sional | Ingresos Variación Anual Colocaciones en el Fondo | Intereses y Amortiz. Reales Anuales deuda con el Fondo | Déficit Previsional Líquido | Rentabilidad Real Anual (Int. Amort.) |
|------|-----------------------------|--|---|-----------------------------------|---|
| 1981 | 41.959 | 141 | 17 | 41.835 | 12.04 |
| 1982 | 94.886 | 12.735 | 2.928 | 85.079 | 16.61 |
| 1983 | 108.684 | 13.149 | 5.728 | 81.263 | 10.02 |
| 1984 | 119.074 | 6.594 | 3.415 | 115.940 | 7.66 |
| 1985 | 124.370 | 10.072 | 3.524 | 117.822 | 7.21 |
| 1986 | 127.694 | 21.215 | 6.791 | 106.294 | 7.00 |
| 1987 | 131.779 | 20.183 | 7.618 | 119.214 | 6.00 |
| 1988 | 134.913 | 18.950 | 9.965 | 125.928 | 5.00 |
| 1989 | 137.741 | 18.090 | 7.417 | 127.068 | 4.00 |
| 1990 | 142.320 | 18.301 | 8.104 | 132.123 | 3.00 |
| 1991 | 146.911 | 20.029 | 9.247 | 136.129 | 3.00 |
| 1992 | 151.546 | 23.617 | 10.111 | 138.040 | 3.00 |
| 1993 | 155.928 | 27.256 | 10.976 | 139.648 | 3.00 |
| 1994 | 160.090 | 27.634 | 11.898 | 144.354 | 3.00 |
| 1995 | 162.872 | 25.510 | 12.981 | 150.343 | 3.00 |
| 1996 | 165.019 | 24.606 | 14.423 | 154.836 | 3.00 |
| 1997 | 166.667 | 26.722 | 16.471 | 156.416 | 3.00 |
| 1998 | 167.369 | 32.171 | 18.804 | 154.002 | 3.00 |
| 1999 | 167.205 | 37.469 | 20.444 | 150.180 | 3.00 |
| 2000 | 166.984 | 36.906 | 21.305 | 151.383 | 3.00 |
| 2001 | 165.816 | 32.393 | 22.364 | 155.787 | 3.00 |
| 2002 | 163.956 | 30.156 | 24.352 | 158.152 | 3.00 |
| 2003 | 161.400 | 32.900 | 27.666 | 156.166 | 3.00 |
| 2004 | 158.201 | 40.802 | 31.324 | 148.723 | 3.00 |
| 2005 | 154.771 | 48.237 | 33.112 | 139.646 | 3.00 |
| 2006 | 146.468 | 45.993 | 33.240 | 133.715 | 3.00 |
| 2007 | 142.689 | 37.826 | 33.930 | 138.793 | 3.00 |
| 2008 | 138.365 | 33.345 | 36.557 | 141.577 | 3.00 |
| 2009 | 133.860 | 36.343 | 41.645 | 139.162 | 3.00 |
| 2010 | 128.114 | 46.493 | 47.059 | 128.680 | 3.00 |
| 2011 | 121.840 | 55.496 | 48.378 | 114.722 | 3.00 |
| 2012 | 115.516 | 50.781 | 46.594 | 111.329 | 3.00 |
| 2013 | 109.182 | 38.097 | 46.043 | 117.128 | 3.00 |
| 2014 | 102.830 | 30.847 | 49.020 | 121.002 | 3.00 |
| 2015 | 96.447 | 33.877 | 55.995 | 118.565 | 3.00 |

Fuente: Cuadros Nros. 18 y 19.

Figura N° 8
Déficit Previsional Líquido
1986 - 2015



financieros netos desde el Nuevo Sistema al Fisco permite a este último postergar una parte significativa de los compromisos inmediatos que involucra el financiamiento del Déficit Previsional. En efecto, de acuerdo a la Figura y al Cuadro, el Estado consigue de esta manera una estabilización importante en el calendario de pagos del Déficit Previsional. Esto ocurre a pesar de que el Fisco autorresringe sus colocaciones a un 25% de la cartera del Fondo y que se obliga a pagar en efectivo sus compromisos por concepto de interés y amortizaciones.

Según la Figura N° 8, durante la última década de la proyección el Déficit Previsional Líquido comienza a ser, con una frecuencia y magnitud crecientes, superior al Déficit Previsional. Esto

ocurre cuando el traspaso de recursos libres desde el Nuevo Sistema al Fisco comienza a hacerse negativo.

De esta manera el propio Sistema Previsional durante su transición provee al Estado de una forma atrayente de prorratear en el tiempo el creciente Déficit Previsional. Dado que este mecanismo de financiamiento involucra costos financieros y sociales, es posible imaginar que existe una proporción de deuda pública en el Fondo que sea la socialmente óptima en el tiempo.

Dicha proporción óptima variaría con el costo alternativo de los recursos líquidos y de su requerimiento por parte del Estado. Entre estos costos estarían incluidos algunos no financieros involucrados en el uso de este mecanismo de financiamiento.

Sin embargo, es más inmediato el riesgo evidente de que se produzca una "estatización" creciente del Fondo de Pensiones, sin que medie una evaluación cabal del costo que impondría dicho proceso al desarrollo de la economía y del bienestar social del país.

Este riesgo resulta de las circunstancias que se prevé se encontrarán presionando las relaciones entre el Nuevo Sistema y el Estado en los próximos cinco a siete años. Dado el rápido crecimiento esperado del Fondo, se encontrarían, por una parte, las AFP con un volumen creciente de ahorros libres para ser invertidos en conjunto limitado de alternativas, bajo el control del Estado. Por otra, el Estado con altos niveles de endeudamiento interno y externo se encontraría requiriendo recursos financieros en el corto plazo, para cubrir el servicio de las deudas adquiridas, la presión acumulada de las demandas sociales y el creciente Déficit Previsional. El mecanismo recién descrito ofrecería, en estas circunstancias, una aparente salida para que estos excesos de oferta y demanda encuentren un equilibrio sin comprometer los equilibrios macroeconómicos básicos de la economía.

La Figura N° 9 muestra la evolución comparativa del Déficit Previsional y del Déficit Previsional Líquido, si a partir de 1986 el Fisco liquida las amortizaciones e intereses con nuevas colocaciones de deuda pública en la Cartera de Inversiones del Fondo y el Mercado de Capitales.

A medida que el Estado posterga el servicio efectivo de su deuda con el Nuevo Sistema, la proporción del Fondo de Pensiones en deuda pública crece sistemáticamente y a tasas crecientes. En efecto, desde un 25% de la Cartera a comienzos de 1986, este proceso de estatización del Fondo hace que la proporción de deuda fiscal alcance a un 38% a fines del año 2000, y a alrededor de un 57% a fines de la proyección.

Pero según muestra la Figura, el monto de los recursos que liberaría al Estado esta política de estatización del Fondo sería sustancial y creciente. Esto permitiría la distracción de un volumen importante de recursos públicos desde el financiamiento del Déficit Previsional, a otros requerimientos de los que sin duda caracterizarán el período. Adicionalmente esta política no tiene otros límites

depreciación del valor del Fondo. Esto a su vez ocasionaría disminuciones considerables y crecientes en el nivel de los incrementos anuales del Fondo y por lo tanto en el monto de los recursos líquidos que podría obtener el Fisco de sus nuevas colocaciones.

A la larga, un proceso de esta naturaleza, similar al que experimentaron algunas instituciones previsionales en el pasado, llevaría a la expropiación de la totalidad del Fondo de Pensiones. En este caso, sin embargo, debido a su magnitud, dicha política podría provocar la jibarización del mercado de capitales introduciendo un comportamiento perverso en las tasas de interés domésticas, que no viéndose compensado por entradas de ahorro externo, comprometería la estabilidad de los equilibrios macroeconómicos básicos y la capacidad de crecimiento del país. La magnitud de este último efecto, sin embargo, quedaría sujeta a la contribución al ahorro y al crecimiento económico que resultara de las asignaciones que hiciera el Estado, de los recursos liberados a través de esta política.

Con el Fondo de Pensiones expropiado, el Sistema pierde su esencia, convirtiéndose en una compleja forma de reparto en la que el papel principal corresponde al Estado definitivamente. El costo de operación de un Sistema de Reparto con estas características es materia para otro estudio, pero con sus incentivos deformados, resultaría previsiblemente similar o mayor que el del Antiguo Sistema con todos sus defectos.

Finalmente, si se acepta en teoría la existencia de una proporción socialmente óptima de deuda pública en el Fondo de Pensiones, no deben confundirse con su estatización incrementos temporales en dicha proporción durante los próximos cinco a siete años. Dichos incrementos, sin embargo, serán diferentes a los característicos de una política de estatización, por cuanto no serán sistemáticos ni irán acompañados de fuertes controles a las tasas domésticas de interés ni de saturación de las alternativas de inversión en la cartera del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema.

Anexos

Anexo N° 1: "Estructura de Comisiones y Competencia en el Mercado de la Previsión".

Anexo N° 2: "Clasificación de Instrumentos de Inversión bajo las Categorías Financieras y Estatal, Únicos y Seriadados".

Anexo N° 3: "Consideraciones en torno a la Valoración de la Cartera de Inversiones del Fondo de Pensiones".

Anexo N° 4: "Evolución del Valor Real de las Pensiones y Cotizaciones Promedio del Sistema Previsional Antiguo, 1980-1985".

Anexo N° 5: "¿Es posible que los asegurados perciban un castigo creciente a sus cotizaciones mensuales por concepto de Comisión?".

Anexo N° 1

"Estructura de Comisiones y Competencia en el Mercado de la Previsión"

La evolución de las comisiones cobradas por las AFP constituye el principal antecedente de la forma como la competencia entre ellas se está llevando a cabo. De hecho, las carteras de inversiones no han sido en estos primeros años un elemento importante en la generación de diferencias de rentabilidades y precios entre las AFP. Aunque es posible que esto cambie en el futuro, han sido las políticas de comisiones las principales causantes de la expansión de unas y el relativo estancamiento de otras en estos primeros años de vida del Nuevo Sistema.²¹

Actualmente la comisión consiste de una parte fija (a la cotización y/saldo) y una parte variable que se expresa como porcentaje del saldo de cada renta individual. Complementariamente existe una comisión fija implícita en la cotización adicional requerida para el seguro de invalidez y sobrevivencia, y el costo de la prima que cada AFP determina con la Cía. de Seguros que contrata.

Naturalmente que la comisión fija resta proporcionalmente más rentabilidad a la cuota de los afiliados con rentas imponibles menores. Aumentos en el cobro sujeto a la comisión fija son, por lo tanto, regresivos y dado que de acuerdo al Cuadro N° 4 la movilidad de los afiliados más pobres es menor, existe el incentivo económico para que estos aumentos se produzcan.

El Cuadro I-A presenta la evolución de las comisiones fijas (tipos I y II) cobradas por las tres AFP que registran un crecimiento significativo durante el período 1981-1985 y las tres que disminuyen su cobertura relativa del mercado durante el mismo período.

De acuerdo con el Cuadro, la proporción fija de la comisión cobrada por las AFP que se expandieron durante el período 1981-1985 creció en un 56,7% real promedio entre enero de 1981 y febrero 1984. En contraste, la tasa correspondiente a las tres AFP que vieron reducida su cobertura relativa del mercado fue de -1,7%. Para el período enero 1982-diciembre 1985 las tasas de variación correspondientes a cada grupo de AFP son 43% y -41%, respectivamente.

El espectacular aumento de la comisión fija del primer grupo de AFP durante el período resulta compatible con su expansión, si se considera que dichas comisiones fijas eran a enero 1982 un 172% más bajas que las del segundo grupo.²² Esto, junto con una

21 La legislación vigente incentiva a las AFP a mantener una estructura de inversiones similar entre ellas, al castigar fuertemente rentabilidades significativamente menores que la media de mercado.

22 Es posible que la enorme diferencia en las comisiones fijas durante los primeros dos años de funcionamiento del Nuevo Sistema sea un reflejo de

Cuadro I-A

Comisión Fija Según AFP y Variación Real, 1982-85

| AFP | Enero 1982 | Enero 1983 | Febrero 1984 | Diciembre 1985 | Variación Real Enero 1982 Febrero 1984 | Variación Real Enero 1982 Dic. 1985 |
|------------|------------------------|---------------|-----------------|-------------------|--|---|
| | (En pesos de cada año) | | | | | |
| Concordia | 30 | 96 | 195 | 195 | 77% | 71% |
| Habitat | 29 | 29 | 95 | 140 | 55% | 60% |
| Summa | 96 | 175 | 235 | 180 | 38% | -2% |
| Pro vida | 130 | 180 | 195 | 198 | -1% | -25% |
| Sta. María | 140 | 180 | 230 | 180 | 8% | -49% |
| Unión* | 152 | 173 | 205 | 219 | -12% | -49% |

Fuente: BEM-AFP, N° 7, 19, 31, 41 y 50.

* La AFP Unión en el Cuadro es el promedio ponderado de las comisiones fijas de las AFP Alameda y San Cristóbal, para el período 1982-1984, anterior a su formación.

reducción sistemática de la proporción variable de la comisión cobrada (desde un 1,07% promedio en enero 1982 a un 0,6% en diciembre 1985), permitieron a las AFP del primer grupo atraer los segmentos de rentas impositibles más altas de los afiliados del segundo grupo.

El incentivo económico para atraer el segmento de afiliados de rentas impositibles más altas constituye la causa principal de la readecuación de la estructura de comisiones que aparentemente está llevándose a cabo. Dicha readecuación resulta necesaria, ya que la estructura de comisiones inicialmente respondía más a un seguro de garantía para obtener una amortización rápida de los gastos de puesta en marcha, que al comportamiento de los costos de operación.

Este incentivo bajo la actual estructura de comisiones es doble.

Por una parte, dado que los costos de operación de la administración de los fondos de pensiones descansan principalmente en el manejo de los flujos (recaudación de cotizaciones y entrega de pensiones), incrementos en la tasa de crecimiento del fondo para el mismo número de afiliados constituyen evidentes economías de escala. El excedente de dichas economías puede repartirse entre nuevas rebajas al componente variable de la comisión e incrementos en la utilidad operacional de la AFP, según sean la presión del mercado y las restricciones institucionales (impositivas y otras) prevalentes.

Por otra, el cobro de la comisión variable en base exclusiva-

la premura de las AFP respectivas por amortizar sus inversiones y gastos de puesta en marcha.

mente al saldo de la cuenta individual, es un desincentivo al crecimiento del fondo, que se está haciendo evidente al asegurado. Esto ocurre porque en el margen la comisión se hace cada vez mayor en relación a la cotización del asegurado, pudiendo llegar incluso a sobrepasarla.

Un ejercicio realizado con el objeto de investigar esta última posibilidad lo corrobora. En efecto, de mantenerse el 0,53% de comisión variable promedio anual de las AFP a abril de 1986, en alrededor de 30 años, la comisión mensual igualaría la comisión correspondiente a una renta imponible de \$ 30.000. Dicho cálculo supone una tasa de crecimiento del saldo correspondiente, de 0,9% mensual, un 60% menor que el histórico.²³

Esta readecuación de la estructura de comisiones puede, sin embargo, tener efectos regresivos y desestabilizadores en el corto plazo. Esto ocurre cuando el fuerte estímulo por rebajar apresuradamente la comisión variable conlleva un aumento relativo y absoluto de la comisión fija, como de hecho ha ocurrido en estos últimos cuatro años. Es de esperar que dicha tendencia se vea controlada por el propio mercado, cuya presión iría acercando la comisión fija a un nivel consistente con el de los costos de operación. La fuerte rebaja de este componente de las comisiones que registraron en menos de un año las AFP Provida, Santa María y Unión, es una señal alentadora en este sentido. Sin embargo, estas bruscas variaciones de precios son también señal del costo del ajuste de la composición de las comisiones a su comportamiento esperado en el mediano plazo. Mientras dicho ajuste no se complete, y el nivel de las rentas imposables de los afiliados altere el ingreso marginal que percibe la AFP respectiva, no habrá garantías de que las señales del mercado de la Previsión lo conduzcan hacia la máxima eficiencia. Tampoco habrá, en estas circunstancias el estímulo necesario para que la cobertura del Nuevo Sistema Previsional sea la máxima eficiente, ni para que la competencia entre las AFP alcance al espectro completo de los asegurados. Más bien, esta inconsistencia entre el comportamiento de ingresos y costos en la administración del Fondo de Pensiones, pueda llevar a la segmentación del mercado previsional, y a un sinnúmero de anomalías que atentan contra su definitiva consolidación.

23 Este ejercicio se presenta en el Anexo N° 5.

Anexo N° 2

"Clasificación de Instrumentos de Inversión Bajo las
Categorías Financiera y Estatal, Unicos y Seriados"

1 I.U.F.: DFP y PEF 3 ISF: LH, BON, ACC y DEB
2 I.U.E.: PDC y PDT 4 ISE: PPS, CAR, BCO, PTG, PRC y MVU

Documentos del Banco Central

PDC : Pagarés Descontables del Banco Central
PPS : Pagarés para Instituciones de Previsión Social
PRC : Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) y (PDP)

Documentos de la Tesorería General de la República

PTG : Pagarés Reajustables de la Tesorería
PDT : Pagarés Descontables de la Tesorería
CAR : Certificados de Ahorro Reajustables
BCO : Bonos de la Reforma Agraria
MVU : Letras de Crédito emitidas por el Min. de Vivienda y Urbanismo

Documentos de Instituciones Financieras

DFP : Depósitos a plazo en Instituciones Financieras
PEF : Pagarés emitidos por Instituciones Financieras
LHF : Letras de Crédito emitidas por Inst. Financieras
BEF : Bonos Bancarios emitidos por Inst. Financieras

Documentos de Empresas (Privadas, Públicas, Productivas y Financieras)

ACC : Acciones empresas públicas y privadas
BON : Bonos empresas públicas y privadas
DEB : Debentures empresas públicas y privadas

Anexo N° 3

"Consideraciones en Torno a la Valoración de la
Cartera de Inversiones del Fondo de Pensiones"

El registrar la cartera de inversiones de un agente económico a valor de mercado tiene ventajas y desventajas, dependiendo de las características del mercado, del tamaño relativo de la cartera respecto de la oferta total de instrumentos de inversión y del objetivo para el cual se registra la operación.

Si dicho objetivo es registrar el valor económico (realizable en el corto plazo) de las inversiones, entonces en un mercado inestable, el mantenerla a valor de mercado (referencia) tiene obvias ventajas por sobre la valoración al costo. Esto significa, sin embargo, atar el valor de la cartera a los vaivenes de las variaciones en la rentabilidad esperada de papeles alternativos (tasas de interés). Cuando dichas tasas son controladas directa o indirectamente por la autoridad monetaria, en forma no permanente, es posible determinar inequívocamente cuando el valor de mercado de la cartera sobre o subestima su valor económico.

Pero existe otra circunstancia en la cual la desviación del valor de mercado (referencia) respecto del económico puede ser igual o incluso mayor que la desviación del valor al costo respecto del económico. Esta situación prevalece cuando el tamaño del mercado de los instrumentos de inversión respecto del de la cartera de inversiones, es suficientemente chico como para ser incapaz de absorber una proporción significativa de los instrumentos de la cartera en el corto plazo, sin alterar en forma importante su valor respecto del registrado según precios del mercado (referencia).

En el caso de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del Nuevo Sistema, estas dos circunstancias se dan.

En primer lugar, el estricto control sobre las posibilidades de inversión del Fondo que ejerce en forma extraordinaria el Estado, y la dirección de la política de "tasas de interés de referencia" seguida por la autoridad monetaria, son ambas por su naturaleza transitorias, y hacen que las expectativas respecto del valor económico de la cartera de inversión tiendan a aunarse. Desde comienzos de 1985 a la fecha, el valor económico del Fondo de Pensiones es menor que el registrado de acuerdo a su valor de mercado (referencia).

En segundo lugar y más interesante, el valor registrado del Fondo de Pensiones, debido a su tamaño relativo, no es el realizable. De hecho, un cambio significativo en la composición de la cartera de una AFP como Provida o Santa María, desde Pagarés de Tesorería por ejemplo, a acciones de Entel, altera significativamente el valor del Fondo Consolidado.

Cuando las expectativas respecto del valor económico de instrumentos específicos de inversión, tales como los Seriadados Estatales se aunán, puede producirse una "corrida" de éstos en el merca-

do, que introduce una pérdida generalizada por concepto de cambio en precios relativos y que puede hacer incluso negativa la rentabilidad real de la cartera, durante el período en que tiene lugar.

Por estas razones, y reconociendo la volatilidad que inevitablemente tendrán las revalorizaciones del Fondo en un mercado como el nuestro, la ley contempla la creación y uso del fondo "Reserva de Fluctuación de Rentabilidad". Dicho fondo se crea con los excesos de rentabilidad respecto del promedio de rentabilidades de todos los fondos de pensiones durante el período (mes) y tiene por objeto suplir diferencias entre la rentabilidad mínima garantizada y la obtenida. Sin embargo, dado que esta rentabilidad mínima es relativa, ella puede llegar a ser negativa durante períodos como el descrito más arriba.

Estas consideraciones apuntan, en primer lugar, a la importancia que tiene dar a conocer el hecho de que el valor del Fondo no es enteramente realizable y que por lo tanto dichos fondos no constituyen en su totalidad ahorro efectivo.

En segundo lugar, los asegurados al Nuevo Sistema deben conocer que las bruscas fluctuaciones de las rentabilidades medias de las cuotas no son síntomas de debilidad en el Sistema, sino que son inherentes a su forma de valoración.

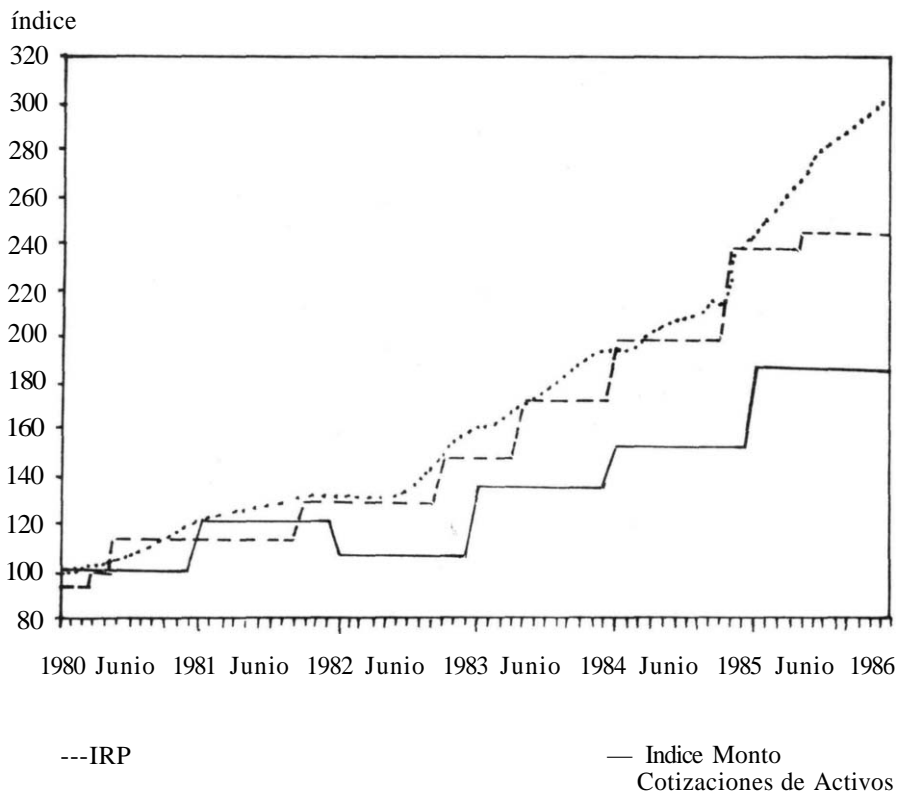
Finalmente, estas consideraciones sugieren extrema cautela por parte de la autoridad monetaria en el manejo de las tasas de interés. Los aumentos del orden de dos puntos mensuales en la rentabilidad real que arrojan los Instrumentos Seriados Estatales entre diciembre 1985 y marzo 1986 por concepto de "cambios en precios relativos", pueden inducir a una "corrida" en el mercado de estos papeles, cuando se reactive la demanda por crédito de la Banca Comercial, y se perciba como insostenible la actual dirección de las tasas de "interés sugeridas".

Anexo N° 4

**"Evolución del Valor Real de las Cotizaciones y Pensiones
Promedio del Sistema Previsional Antiguo, 1980-1985"**

A partir de antecedentes aportados por Suseso referentes a cotizaciones promedio anual de activos, y otros entregados por Dipres respecto de reajustes legales de pensiones y cotizaciones de pasivos, pudimos construir series para estos datos a partir de enero de 1980 (base) hasta enero 1986. Estas series que se presentan gráficamente en la Figura C-1 muestran que, al compararlas respecto del crecimiento que ha tenido el IPC entre estos años, aumentan discretamente producto de las disposiciones legales vigentes, en el caso de los pasivos, y de las negociaciones colectivas efectuadas, al amparo de la norma correspondiente. Es notorio apreciar las importantes diferencias que resultan de este gráfico. Mientras los pasivos han seguido muy de cerca el alza experimentada por el costo de la vida, a excepción de 1985, conservando sus pensiones y aportes en términos próximos a lo real, las cotizaciones de los activos muestran una evolución que se aleja del IPC. Esta situación de proyectarse a futuro en similares condiciones, plantea que el déficit del Sistema de Pensiones irá aumentando en términos reales, debido a la apertura creciente entre pensiones y cotizaciones de pasivos que se corrigen conforme al IPC en el Sistema Previsional Antiguo, y las cotizaciones de los activos que se van alejando de sus niveles reales, respecto de 1980.

Figura C-1
Variación Monto Pensiones,
Cotizaciones e IPC
1980 - 1985
Base 100 = 1980



Anexo N° 5

¿Es Posible que los Asegurados Perciban un Castigo Creciente a sus Cotizaciones Mensuales por Concepto de Comisión?

De acuerdo al BEM-AFP N° 56, el saldo promedio acumulado a abril 1986 (desde mayo 1981) correspondiente a un ingreso imponible de \$ 30.000 mensuales es de \$ 276.124. La Comisión variable promedio a esa fecha es de 0,53% al año (variando entre las AFP, de 0 a 0,95%) y la tasa de cotización (pensiones) es de 10% sobre la renta imponible. Entonces, el saldo acumulado promedio para que la comisión mensual iguale a la contratación es:

$$A \quad \frac{\$ 3.000}{4.417 \times 10^{-4}} = \$ 6.791.940,2$$

donde \$ 3.000 corresponden al pago mensual de cotizaciones (10% de \$ 30.000) y 4.417×10^{-4} es el porcentaje de comisión equivalente mensual (0,53/12 meses).

Considerando los 59 meses en que la cotización de \$ 3.000 promedio mensual se ha acumulado para alcanzar un valor futuro a abril de 1986 de \$ 276.124, establecemos la siguiente relación:

$$B \quad FV (\$ 3.000; x ; 59) = \$ 276.124$$

donde x es el retorno mensual promedio, y FV denota valor futuro. Despejando B obtendremos un $x = 1,44\%$.

Utilizando la ecuación B podemos contestar la pregunta de cuántos meses a partir de mayo de 1981 necesitan transcurrir para que la cotización mensual de \$ 3.000 acumule un saldo de \$ 6.791.940,2 si la tasa de retorno mensual es de 1,44%. En otras palabras, nos interesa calcular:

$$C \quad FV (\$ 3.000; 1,44; y) = \$ 6.791.940,2$$

Despejando C obtendremos $y = 245$. Por lo tanto, necesitan transcurrir 245 meses a contar de mayo de 1981, es decir, 15,5 años a partir de mayo de 1986.

Si consideramos finalmente que a diciembre 1985 un 63% de los hombres afiliados al Nuevo Sistema tenían menos de 35 años de edad, y que un 54% de las mujeres tenían menos de 30 años de edad, contamos con 30 años de futuras cotizaciones para la mayoría de los afiliados al Nuevo Sistema.

Por lo tanto, en menos de 16 años, la mayoría de los asegurados estarían cotizando para financiar la comisión de las AFP, la cual, a partir de entonces pondría un freno al crecimiento del saldo de la cuenta individual. Dicho saldo vería limitado su crecimiento sólo a una proporción de su rentabilidad.

Si proyectamos para el ejercicio una rentabilidad mensual promedio de 0,9% (60% más baja), entonces la comisión igualaría la cotización en menos de 25 años a partir de diciembre 1985.